

La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi (o di sopportare) (Aufopferungs- o Duldungspflicht)?

Lorenzo Benedetti

SOMMARIO: 1. Premesse di metodo. – 2. Il problema della posizione dei soci nelle procedure d’insolvenza prima dei recenti interventi di riforma. – 3. L’ESUG e le novità da esso introdotte. – 4. La tutela dei soci nella procedura di *Reorganisation*. – 5. Considerazioni conclusive sul sistema tedesco: l’imposizione al socio di un *Duldungspflicht*. – 6. La posizione dei soci nelle procedure di riorganizzazione in Francia: un “attentato accettabile” al loro diritto di proprietà? – 7. Segue: la *loi Macron*. – 8. Connotati della nuova disciplina francese. – 9. La posizione dei soci nelle procedure di riorganizzazione in Spagna. – 10. La posizione dei soci nelle procedure riorganizzative in Italia a seguito del d.l. 83/2015. – 11. Trasponibilità nell’ordinamento italiano delle soluzioni normative adottate negli ordinamenti stranieri. – 12. Problemi interpretativi: ammissibilità della proposta incidente sulla partecipazione dei soci proveniente dalla società. – 13. Segue: presupposti dell’esclusione o limitazione del diritto d’opzione. – 14. Segue: la possibilità per i soci di evitare la diluizione o l’elisione della loro partecipazione. – 15. Segue: il sovrapprezzo. – 16. I flussi informativi a favore dei soci nel caso di limitazione o esclusione del diritto di opzione. – 17. Le modalità operative di esecuzione dell’aumento di capitale. – 18. L’ammissibilità di aumenti di capitale senza previa riduzione per perdite nel concordato. – 19. Segue: le operazioni sul capitale nel concordato della s.r.l. – 20. L’art. 185, 6° comma, legge fall.: l’ambito di applicazione oggettivo. – 21. Considerazioni sul sistema italiano derivanti dall’analisi di diritto comparato. – 22. La tutela dei soci. – 23. La valutazione della partecipazione nella società in concordato. – 24. La conciliabilità dell’espropriazione della partecipazione dei soci con la tutela costituzionale del diritto di proprietà. – 25. Segue: la conciliabilità della nuova allocazione del potere di determinare la struttura proprietaria e finanziaria della società con la normativa UE.

1. Premesse di metodo

L’introduzione di norme capaci di eliminare il potere di veto dei soci alla ristrutturazione della società partecipata riveste un’importanza centrale nei più recenti interventi di riforma della disciplina concorsuale di alcuni degli ordinamenti continentali più avanzati, tanto da rappresentare un “movimento di respiro europeo”.

L'indagine che segue mira a ricostruire la posizione dei soci nel concordato preventivo a seguito delle novità introdotte dal d.l. n. 83/2015, applicando l'insegnamento secondo il quale fra le funzioni del diritto comparato deve essere annoverata anche quella di "strumento per l'interpretazione e la ricostruzione del diritto interno, specialmente in relazione agli istituti trapiantati da altri sistemi" [1], quali possono essere considerati quelli oggi recepiti negli artt. 163, 5° comma e 185, 6° comma, legge fall.

2. Il problema della posizione dei soci nelle procedure d'insolvenza prima dei recenti interventi di riforma

La comprensione dell'esatta portata della questione esaminata presuppone la ricostruzione della posizione dei soci nelle procedure concorsuali prima delle recenti riforme.

Nel far ciò, sembra opportuno fare riferimento all'ordinamento tedesco, dove, già anteriormente all'entrata in vigore dell'*ESUG* [2], è stata approfondita la questione dei *Kooperationspflichten* dei soci all'attuazione di procedure di *Reorganisation* non soltanto in relazione alla società monade, ma anche a quella facente parte di un gruppo [3].

La situazione esistente nell'ordinamento tedesco vigente fino alla novella dell'*ESUG* rappresentava in modo paradigmatico anche quella degli altri ordinamenti europei.

Nell'*Insolvenzverfahren* tedesco, come nelle procedure corrispondenti contemplate dagli altri ordinamenti contermini, i soci vedono, di regola, perduti i diritti patrimoniali incorporati nelle loro partecipazioni, risultando la falcidia dei creditori evidentemente incompatibile – salvo casi del tutto eccezionali – con qualsiasi prospettiva di un recupero dell'investimento in *equity*. Per contro, sul versante corpo-

[1] PORTALE, "Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero", in DI CATALDO-MELI-PEN- NISI (a cura di), *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini* (Milano, 2015), I, 546; MONTALENTI, "L'influenza del diritto europeo sul diritto societario italiano", *paper* di presentazione del VII convegno dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, 10 luglio 2015, 6 ss.; CARIELLO, "Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative. Per una *Methodenlehre* unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società", in questa *Rivista*, 2012, 260 ss.

[2] Si tratta di una delle novelle al quale è stato sottoposto l'*InsO* negli anni più recenti: il *Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen*, entrato in vigore il 1° marzo 2012.

[3] L'analisi dei doveri di cooperare all'attuazione di soluzioni riorganizzative è estesa nella letteratura tedesca non solo ai soci ma anche ai titolari di specifiche funzioni (agli organi delle procedure, al tribunale (c.d. *Funktionsträger*), oltre che ai creditori e ai gestori delle società in crisi). V. per la trattazione della materia in riferimento alla crisi tanto della società monade quanto di quella appartenente a un gruppo, BECKER, *Kooperationspflichten in der Konzerninsolvenz* (Köln, 2012).

rativo, quegli stessi soci mantenevano prima dei più recenti sviluppi normativi un'influenza rilevante sulla vita della società. Ne derivava che la posizione dei soci nella procedura d'insolvenza era connotata da una divaricazione della dimensione patrimoniale, da un lato, e di quella corporativa (e in senso lato amministrativa), dall'altro.

Questa divaricazione costituiva il portato del consolidato orientamento – a sua volta fondato sul tradizionale principio di neutralità organizzativa delle procedure concorsuali [4] – per cui oggetto dello spossessamento (pieno o attenuato, a seconda dei casi) determinato dall'apertura di una procedura a carico di una società fosse soltanto il patrimonio, non già le partecipazioni dei soci, i quali rimanevano gli unici titolari delle stesse e del potere di disporre [5].

Conseguentemente i cambiamenti della struttura interna della società, normalmente necessari nel processo di ristrutturazione, quali le operazioni sul capitale e sulle partecipazioni sociali (per es. il *debt-equity-swap*), non potevano essere realizzati *senza la volontà dei soci* [6], in quanto costoro non partecipavano all'*Insolvenzplanverfahren* [7]; sicché un *Insolvenzplan* che avesse contemplato l'adozione

[4] Per un'ampia ricostruzione del principio menzionato nel testo v., da ultimo, nella letteratura italiana PINTO, "Concordato preventivo e organizzazione societaria", *Riv. soc.*, 2017, 100 ss., il quale ne ravvisa l'essenza nel fatto che "l'unitario scopo generale della procedura d'insolvenza è l'attuazione collettiva della responsabilità patrimoniale", e che "oggetto della responsabilità è il patrimonio del debitore, non la sua organizzazione societaria o associativa" (così l'*Allgemeine Begründung* della proposta governativa dell'*Insolvenzordnung* tedesca del 1994 citata dall'autore); v., inoltre, NIGRO, "La società per azioni nelle procedure concorsuali", in Colombo-Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni* (Torino, 1993), 9**, 336; FERRI jr, "Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi", in TOMBARI (a cura di), *Diritto societario e crisi d'impresa* (Torino, 2014), 100; e nella letteratura tedesca SCHMIDT, "Das Insolvenzrecht mischt sich ein", *ZHR* 174 (2010), 243 ss., il quale critica il principio di neutralità, definendo come ingannevole illusione il fatto "che il diritto dell'impresa in crisi debba accettare il diritto societario, e non viceversa"; MÜLLER, *Der Verband in der Insolvenz* (Köln-Berlin-Bonn-München, 2002), 318 ss.

[5] Da ultimo, in Italia MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa* (Milano, 2010), 394 ss.; FERRI jr, "La struttura finanziaria della società in crisi", in questa *Rivista*, 2012, 480 ss., il quale, come si dirà, contestava già prima del 2015 l'accettabilità della tesi tradizionale; D'ATTORRE, "Le proposte di concordato preventivo concorrenti", *Fallimento*, 2015, 1168 ss.

[6] BECKER (*supra*, n. 3), 313; PRUSKO, *Die Gesellschafterstellung in der Insolvenz* (München, 2013), 142 ss.; GRÄFIN VON SPEE, *Gesellschafter im Reorganisationsverfahren* (Köln, 2014), 90 ss. e *passim*.

[7] BITTER, "Sanierung in der Insolvenz – Der Beitrag von Treue- und Aufopferungspflichten zum Sanierungserfolg", *ZGR*, 2010, 161 ss.; VERSE, "Anteilseigner und Insolvenzverfahren", *ZGR*, 2010, 302 ss.; BECKER (*supra*, n. 3), 314 ("Eingriffsmöglichkeit in die Anteils- und Mitgliedschaftsrechte der Gesellschafter wurde dadurch nicht eröffnet"); GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 92 ss., ove alle ntt. 588-589-590 e 593 ampie cit. di dottrina tedesca. Quest'ultima autrice sottolinea la netta separazione esistente fino all'*ESUG* fra diritto societario e *Insolvenzrecht*. Ciò determinava come conseguenza che i soci mantenevano un pieno e discrezionale potere decisionale, da esercitare secondo le regole del diritto societario sostanziale, rispetto ai c.d. *gesellschaftsrechtliche Strukturmassnahmen*, anche se funzionali a un *Insolvenzplan*. Per un'efficace ricostruzione del potere di blocco che i soci potevano vantare fino

di operazioni straordinarie destinate a incidere sugli assetti societari richiedeva necessariamente, per essere attuato, il preventivo consenso – espresso in sede assembleare, secondo le regole sostanziali e i quozienti a tal fine prescritti dalla legge e/ o dallo statuto – ai provvedimenti previsti di quegli stessi soci, che pure avevano ormai perduto quella prospettiva di destinatari di ultima istanza del risultato dall’attività economica (*residual claimant*), a cui è tradizionalmente correlata l’attribuzione delle prerogative corporative [8].

alle recenti riforme rispetto all’esecuzione doverosa del concordato approvato e omologato v. PINTO (*supra*, n. 4), 100 ss., il quale spiega tale fenomeno facendo riferimento alle regole di organizzazione interna dettate dal diritto societario al fine di delineare le competenze e i processi decisionali dell’ente: tali regole, “da un lato, salvaguardano l’autonomia dell’ente e del suo organo amministrativo dinanzi a forme di etero-imposizione delle decisioni (artt. 2380-bis e 2497 c.c.) e, dall’altro, rimettono alla competenza dei soci, con maggioranze rafforzate, le modifiche statutarie necessarie per l’attuazione delle operazioni straordinarie (artt. 2365 e 2479, 2° comma, nn. 4 e 5, c.c.)”. L’autore da ultimo citato richiama anche le considerazioni di SCIUTO, “«Adempimento» del concordato e programma societario”, in DI CATALDO-MELI-PENNISI (a cura di) (*supra*, n. 1), 1484 ss., secondo il quale “dopo l’omologazione del concordato, statuto sociale (e segnatamente il suo «oggetto») e piano concordatario veng[on]o a rappresentare due programmi – uno originario e l’altro sopravvenuto, che anzi potrebbe anche pretendere modificazioni del primo – che si trovano a concorrere nel prescrivere agli amministratori l’attività da compiere”. Ne consegue “la possibilità, se non di antinomie, di disallineamenti fra regole gestorie poste (o se si preferisce nuovi obblighi fiduciari imposti) dal piano concordatario a favore dei creditori, da un lato, e le preesistenti regole fissate dal contratto sociale dai e per i soci, dall’altro”, con la conseguente “esigenza (...) di identificare i criteri in grado di decidere della prevalenza dell’uno o dell’altro, riducendo a sistema tali interferenze” (1490). Una siffatta interferenza – estesa anche alla fase di gestione dell’impresa successiva all’omologazione (non è infatti da escludersi che il piano concordatario possa ingenerare una modifica di fatto del programma di attività statutario: v. i casi delineati dallo stesso SCIUTO, *op. cit.*, 1487 ss.) – si acuisce, sino a creare un conflitto di ordine assiologico, là dove il piano preveda, ai fini del programma di risanamento, modificazioni formali della struttura organizzativa e finanziaria della società.

[8] HAAS, “Mehr Gesellschaftsrecht im Insolvenzplanverfahren”, *NZG*, 2012, 963; BITTER (*supra*, n. 7), 162; GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 94; qualificavano la partecipazione alla società insolvente come una mera *Formalposition* e contestavano, dunque, la disciplina dell’*InsO* anteriore all’*ESUG*, EIDENMÜLLER, “Kapitalgesellschaftsrecht im Spiegel der ökonomischen Theorie”, *JZ*, 2001, 1051 e NOACK, “Unternehmensinsolvenz: Reorganisation des Rechtsträgers oder Vertragsnachfolge bei übertragender Sanierung”, in *Festschrift für Röhrich* (Köln, 2005), 455 ss. Anche nella dottrina italiana non era del resto mancato chi aveva avvertito i rischi insiti nella situazione descritta nel testo, rilevando che “nella prospettiva adottata dal legislatore concorsuale ... i soci risulta[va]no per così dire invisibili, rischiando, e proprio per ciò, di risultare inesistenti”, posto che, “nonostante l’avvenuta apertura della procedura nei confronti della società, la collettività dei soci [avrebbe mantenuto] intatte, almeno in via di principio, ... le proprie ordinarie competenze organizzative, quelle cioè previste dalla disciplina societaria ... e ciascuno dei soci [avrebbe continuato], per tutto il corso della stessa procedura, a poter esercitare in via esclusiva il potere di disporre della propria partecipazione” (G. FERRI jr (*supra*, n. 4), 95 ss.). Sul fondamento della regola per cui ai soci, quali “residual claimants”, viene attribuito il potere di assumere le scelte imprenditoriali, vedi, tra i molti: nella dottrina italiana, ANGELICI, *La società per azioni, I. Principi e problemi*, in *Trattato Cicu-Messineo* (Milano, 2012), 22 ss.; STANGHELLINI, *Le crisi d’impresa fra diritto ed economia* (Bologna, 2007), 37; nella dottrina americana, HART, *Firms, Contracts and Financial Structure* (Oxford, 1996), 63 ss.

Siffatta situazione veniva percepita come particolarmente delicata per vari motivi, che possono essere così sintetizzati:

i) l'attuazione di una ristrutturazione richiede di regola, come presupposto indispensabile, l'adozione di alcuni provvedimenti concernenti l'organizzazione societaria, in particolare il suo capitale [9];

ii) ne derivava, *rebus sic stantibus*, che i soci risultavano titolari di un potere di blocco (*Blockademacht*) rispetto alla realizzazione di un'operazione di risanamento nell'interesse dei creditori, suscettibile di utilizzi strumentali, come arma di ricatto o di pressione nei confronti di questi ultimi, già sottoposti alle rinunce – insite nella falciatura delle loro pretese – che inevitabilmente un *Insolvenzplan* pone a loro carico [10]. Peraltro, il mantenimento della competenza esclusiva dei soci a operare sul capitale costituiva un ostacolo alla ristrutturazione anche a causa del loro disinteresse ad approvare soluzioni della crisi “effettuate secondo modalità tali da pregiudicare la possibilità di appropriarsi, in forma di trattamento concordatario, dell'eventuale valore netto positivo che il patrimonio di una società, per quanto in crisi, potrebbe ... pur sempre presentare: ... valore ... che, nel caso di liquidazione concorsuale, costoro sarebbero invece stati comunque in grado di ... mantenere”. Ne conseguiva la concreta probabilità che i soci finissero per negare sistematicamente il proprio consenso a operazioni dirette alla ristrutturazione del capitale proprio a vantaggio di quelle liquidative – per costoro maggiormente vantaggiose – “in contrasto con l'evoluzione del sistema, se non anche con gli interessi dei creditori” [11];

iii) i soci potevano profittare dei sacrifici accettati dai creditori, godendo, senza

[9] FREGE/NICHT, in *Theiselmann-Restrukturierungsrecht* (Köln, 2010), cap. 15, Rn. 103; BRAUN, “Eingriff in Anteilseignerrechte im Insolvenzplanverfahren”, in *FS Fischer* (München, 2008), 54; MADDAUS, “Keine Reorganisation ohne die Gesellschafter – von den Grenzen der Gläubigermacht in der Insolvenz”, *ZGR*, 2011, 753; BORK, *Sanierungsrecht in Deutschland und England* (Köln, 2011), 239; SPETZLER, “Insolvenzrechtsreform und Bankenreorganisation”, *KTS*, 2010, 435. V. anche BECKER (*supra*, n. 3), 351 ove si rileva che il *Kapitalherabsetzung* è elemento costitutivo del *Buchsanierung* (v. *ivi* nt. 1638 per le definizioni) e necessario per l'eliminazione dell'*Überschuldung* (presupposto dell'*Insolvenzverfahren*) e, perciò, anche presupposto per l'assunzione di nuove partecipazioni; EIDENMÜLLER, *Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz* (Köln, 1999), 294 ss. In Italia, FERRI jr (*supra*, n. 5), 479 e *Id.*, “Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali”, *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 748 ss.

[10] Per tutti GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 96 ntt. 619-620 ove ampi riferimenti; PINTO (*supra*, n. 4), 109 ss. il quale, a proposito del problema indagato nel testo, distingue un conflitto esterno all'organizzazione sociale, che si realizza quando il proponente il piano di riorganizzazione sia un terzo creditore, in conseguenza della sua estraneità – giuridica ed economica –, appunto, al soggetto che quel piano deve attuare; da un conflitto interno, che ricorre quando la proposta omologata provenga dal debitore e causato dalla non coincidenza fra “competenza a deliberare la proposta concordataria (spettante ... all'organo amministrativo) e competenza a decidere le modifiche strutturali attuative della stessa (spettante ... ai soci)”.

[11] Si noti che il favor per le soluzioni riorganizzative della crisi rispetto a quelle liquidatorie emerge chiaramente dai principi sul concordato enunciati nella legge delega n. 155/2017 per la riforma organica della disciplina fallimentare, che incentiva decisamente l'opzione per il concordato in continuità.

avervi in alcun modo contribuito, degli effetti positivi – si pensi, per es., alla riacquisizione di valore delle loro partecipazioni – derivanti dalla riuscita della *Reorganisation*, alla quale i primi hanno comunque interesse [12].

Il sistema normativo preesistente la novella dell'*ESUG* determinava, dunque, l'insorgere di gravi *Konfliktsituation* [13].

3. L'*ESUG* e le novità da esso introdotte

È in questo scenario che si iscrive la riforma introdotta dall'*ESUG* [14], con la quale il legislatore tedesco ha dichiaratamente perseguito l'obiettivo di rimuovere il

[12] V. FERRI *jr* (*supra*, n. 5), 480, al quale appartengono i virgolettati; STANGHELLINI (*supra*, n. 8), 319; NOACK, "Reorganisation der Schuldnergesellschaft nach neuem Insolvenzrecht", in *FS Zöllner* (Köln, 1998) 419; SPETZLER (*supra*, n. 9), 436 ss.

[13] STANGHELLINI, "The corporate entity as a bankruptcy assets", relazione tenuta alla Banca d'Italia nell'ambito del simposio "The treatment of shareholders'rights in the insolvency of companies", 23 giugno 2016, il quale rileva che la necessità di trasferire assets da una società a un'altra al sopraggiungere della crisi può distruggere valore e può comportare dei costi, per cui può risultare conveniente per il miglior soddisfacimento dei creditori ristrutturare la società esistente in crisi; PINTO (*supra*, n. 4), 110 nt. 17, ove si nota che "la presenza nel patrimonio aziendale di valori non suscettibili di essere trasferiti a terzi (c.d. *rechtsträgersspezifische Berechtigung*)" può ostacolare la soluzione della ristrutturazione mediante cessione dell'azienda a terzi (c.d. *übertragende Sanierung*) e rendere praticabile solo la ristrutturazione mediante conservazione dell'impresa in capo al medesimo soggetto (c.d. *Restrukturierung des Unternehmehnräger*) e ove ampi riferimenti alla dottrina tedesca. Si deve precisare, tuttavia, che non era mancato, ancor prima dell'*ESUG*, il tentativo di parte della dottrina tedesca di risolvere il problema del potere di veto dei soci rispetto a ristrutturazioni costituenti la miglior soluzione possibile della crisi, configurando dei doveri di cooperazione (*Mitwirkungspflicht*) fondati sul *Treuepflicht* societario, quale elemento della partecipazione sociale, che permarrebbe immutato anche nelle procedure d'insolvenza (sul punto v. BECKER (*supra*, n. 3), 322 ss. e gli ampi riferimenti lì rintracciabili). A questa tesi va riconosciuto il merito di aver in qualche modo anticipato, utilizzando i principi di diritto societario, la soluzione introdotta dall'*ESUG*; anche se da un punto di vista applicativo essa presentava il limite di non riuscire a individuare specifici rimedi attivabili per conferire effettiva cogenza agli obblighi ricavati dal dovere di fedeltà, che non fossero quelli propri del diritto sostanziale – gli unici in effetti richiamabili in base al diritto allora vigente in Germania – dell'impugnazione delle delibere contrarie al *Treuepflicht* e del dovere risarcitorio per i danni conseguenti a comportamenti contrastanti con esso (BECKER (*supra*, n. 3), 395 ss.; il *Symposium* della rivista *ZGR* sul tema "Reform der Unternehmensrestrukturierung sowie aufsichtsrechtliche Einflüsse auf das Gesellschaftsrecht", tenutosi a Königsten il 22/23 gennaio 2010, alla pubblicazione dei cui atti sono dedicati i fascicoli di *ZGR* nn. 2-3 del 2010; SCHIMDT, "Sanieren oder Ausscheiden", *JZ*, 20, 125 ss.; BITTER (*supra*, n. 7), 155 ss.; MÜLLER (*supra*, n. 4), 330 ss.; critico sul ricorso al *Treuepflicht* LITZENBERGER, *Sanierungspflichten in der Krise von Ag e GmbH* (Frankfurt am Main, 2014), 256 ss.; le pronunce della Corte federale tedesca c.d. *Sanieren oder Ausscheiden* e *Sanieren oder Ausscheiden II* (rispettivamente BGH, 19 ottobre 2009, *NZG*, 2009, 1347 e 25 gennaio 2011, *NWJ*, 2011, 1667) che ricavano dal principio di *Treu* l'obbligo per i soci, che non intendevano partecipare a un aumento di capitale essenziale in un'operazione di risanamento, di approvare una deliberazione che ne prevedeva l'uscita dalla società.

[14] La novella è entrata in vigore il 1° marzo 2012 ed è dichiaratamente ispirata alla *reorganization* del *Chapter 11* del *bankruptcy code*.

potere di veto dei soci sopra sommariamente ricostruito, al fine di agevolare la realizzazione delle misure funzionali all'attuazione di un *Sanierungsplan* che risulti vantaggioso per gli interessi dei creditori sociali.

L'obiettivo è stato realizzato con un intervento sull'originario tessuto dell'*Insolvenzordnung*, che, a dispetto della sua relevantissima portata sistematica, assume un contenuto piuttosto semplice: l'inclusione dei soci – ovvero dei loro *Anteils- und Mitgliedschaftsrechte* – nell'*Insolvenzplan* (§ 217, *Abs. 2, InsO*). In sostanza i soci, da soggetti estranei alla procedura concorsuale, diventano soggetti aventi una posizione equiparata a quella dei creditori sociali [15].

Tale cambiamento – tanto elementare nella tecnica normativa, quanto dirompente da un punto di vista sistematico – costituisce il presupposto per l'imposizione della trasformazione dei diritti dei soci per mezzo dell'adozione di provvedimenti strutturali di diritto societario [16].

Sul punto la dottrina tedesca, con la tradizionale efficacia brachilogica (e quasi icastica) che tradizionalmente la contraddistingue, distingue tra l'*an* e il *quomodo* dell'intervento dell'*Insolvenzplan* sugli assetti societari: più precisamente, si afferma, il § 217, *Abs. 2, InsO* disciplina il “*se*” della possibilità di incidere sulle partecipazioni sociali, mentre il “*come*” della stessa è regolato nel § 225a, *Abs. 1, InsO*.

La premessa è che, intanto, tale intervento è destinato ad aver luogo in quanto sia espressamente previsto nell'*Insolvenzplan*: se il piano niente dispone circa le partecipazioni sociali, esse permangono immutate [17].

Fra i provvedimenti strutturali che possono costituire oggetto del piano il *debt-to-equity-swap* è espressamente previsto nel § 225a, *Abs. 2, S. 1* [18], mentre il *Kapitalschnitt* (termine con il quale nel diritto tedesco si intende la riduzione della cifra nominale del capitale sociale, seguita dal contestuale aumento) non è indicato in

[15] HIRTE-KNOF-MOCK, “Das neue Insolvenzrecht nach dem ESUG”, *DB*, 2011, 637; GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 104. Per l'inquadramento sistematico della nuova disciplina come realizzazione della *absolute Vorrangregel* (ossia della primazia dell'interesse dei creditori su quello dei soci) v. PÜHL, *Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren* (Köln, 2016), 133 ss.; THOLE, *Gesellschaftsrechtliche Massnahmen in der Insolvenz* (Köln, 2015), 65 ss.

[16] Ampi riferimenti in GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 104 nt. 653, che considera la novella dell'*ESUG* come rivoluzionaria, perché determina il superamento della tradizionale separazione fra il diritto societario e quello concorsuale; HIRTE, “§ 225a”, in Uhlenbruck-Hirte-Vallender (hrsg), *Insolvenzordnung. Kommentar* (München, 2015), *Rdn.* 12 ss., 2490 ss.; SCHMIDT, “Debt-to-Equity Swap bei der (GmbH & Co-) Kommanditgesellschaft”, *ZGR*, 2012, 568; PINTO (*supra*, n. 4), 114.

[17] SPETZLER (*supra*, n. 9), 437; BAY-SEEBURG-BÖHMER, “Debt-Equity-Swap nach § 225a Abs. 2 S. 1 des geplanten Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (*ESUG*)”, *ZInsO*, 2011, 1930.

[18] Per ampi riferimenti al riguardo si rinvia a GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 106, ove si afferma anche che l'operazione di conversione dei crediti in partecipazioni non può essere imposta ai creditori, poiché ciò contrasterebbe con la libertà contrattuale nella sua manifestazione negativa e con il profilo negativo della libertà di associazione ex § 9, *Abs. 1, GG*.

modo specifico come operazione realizzabile per il tramite dell'*Insolvenzplan*.

L'*Abs. 2, S. 3* si limita a far riferimento al *Kapitalherabsetzung* (riduzione del capitale) e al *Kapitalerhöhung* (componenti dell'operazione di *Kapitalschnitt*) come elementi della più ampia operazione di *debt-to-equity-swap*.

L'*Abs. 3* della stessa disposizione aggiunge però, che può essere compreso nel piano ogni provvedimento che risulti “*gesellschaftsrechtlich zulässig*” (ossia ammissibile, legittimo, per il diritto societario sostanziale) [19]. Previsione, quest'ultima, che per la sua ampia portata è ritenuta suscettibile di comprendere tutte le modifiche del capitale della società, ivi comprese il suo annullamento e il suo conseguente aumento [20].

Il punto che merita di essere sottolineato è che tutti i provvedimenti regolati dal § 225a *InsO* sono sottratti alle regole di approvazione previste dal diritto societario sostanziale – *id est*, all'approvazione da parte dei soci in sede assembleare –, restando la decisione in merito alla loro adozione assoggettata unicamente alle regole del diritto concorsuale, che si sostituiscono pertanto alle prime [21].

In estrema sintesi, l'*ESUG* viene a estendere il meccanismo di approvazione dell'*Insolvenzplan* anche ai soci, che nel mutato scenario normativo devono essere a tal fine raggruppati in un'apposita classe ai sensi del § 222 *InsO*. Da questa innovazione discendono i due ulteriori corollari rappresentati dall'estensione ai membri della compagine sociale, da un lato, della legittimazione a opporsi all'omologazione e, dall'altro e soprattutto, degli effetti di tale omologazione.

Per l'approvazione del piano l'*Insolvenzordnung* richiede che in ogni classe – compresa quella costituita dai soci – sia raggiunta la doppia maggioranza prescritta al § 244, *Abs. 1, InsO*; e ciò potrebbe indurre, a una prima lettura, a ritenere tuttora sussistente, anche dopo l'*ESUG*, un potere di influenza dei soci rispetto all'adozione dei provvedimenti strutturali incidenti sulle partecipazioni sociali, risultando modificate solo le regole – non più quelle di diritto sostanziale, bensì quelle di diritto concorsuale – attraverso le quali tale influenza si esplica.

Tuttavia, è proprio nelle pieghe del diritto concorsuale che si rinvencono gli strumenti per il superamento del potere di blocco dei soci. Ciò è conseguenza del fatto che la disciplina concorsuale prevede al § 245 *InsO* la possibilità di fingere esistente il consenso di una classe, compresa quella costituita dai soci, purché ricor-

[19] Così l'*Abs. 3* del § 225a. In argomento, anche per esemplificazioni, v. MÜLLER, “Gesellschaftsrechtliche Massnahmen im Insolvenzplan”, *KTS*, 2012, 422.

[20] Le operazioni sul capitale possono essere previste nel piano anche indipendentemente dal *debt-to-equity-swap*, sebbene il combinato disposto del § 225, *Abs. 2, S. 3* e *Abs. 3* risulti non perspicuo a una prima lettura: GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 110 ss.; PÜHL (*supra*, n. 15), 43 ss.; THOLE (*supra*, n. 15), 69 ss.

[21] Per maggiori riferimenti GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 113 ss.; PÜHL (*supra*, n. 15), 73 ss.; PINTO (*supra*, n. 4), 115 ss.

rano i presupposti ivi elencati per l'applicazione dell'*Obstruktionsverbot* [22].

Inoltre, il consenso dei soci al piano si considera dato anche quando nessun membro del gruppo da essi formato partecipi alla votazione (§ 246a *InsO*).

È evidente, dunque, come l'eventuale veto dei soci all'approvazione dell'*Insolvenzplan* venga aggirato grazie all'estensione ai soci dei meccanismi di diritto concorsuale [23] e, soprattutto, al fatto che i presupposti per l'applicazione del § 245 *InsO* ricorrono frequentemente nell'ambito di una situazione di crisi [24].

In questo quadro gli *Strukturmassnahmen* divengono realizzabili anche contro qualunque tentativo ostruzionistico da parte dei soci, essendo garantita agli interessi di questi ultimi una tutela svuotata di ogni capacità di condizionare effettivamente l'attuazione dell'*Insolvenzplan* [25].

[22] Il § 245 *InsO* recita (se ne propone la traduzione in inglese): "(1) Even if the necessary majorities have not been achieved, a voting group shall be deemed to have consented if 1. the members of such a group are likely not to be placed at a disadvantage by the insolvency plan compared with their situation without such plan, 2. the members of such a group participate to a reasonable extent in the economic value devolving on the parties under the plan, and 3. the majority of the voting groups have backed the plan with the necessary majorities.

(2) A reasonable participation of a group of creditors for the purpose of subsection (1) no. 2 shall exist if under the plan 1. no other creditor will receive economic values exceeding the full amount of his claim; 2. neither a creditor with a lower-ranking claim to satisfaction without a plan, compared with the creditors forming his group, nor the debtor nor a person holding the debtor's shares receives an economic value; and 3. no creditor to be satisfied on an equal footing with the creditors forming his group without a plan receives an advantage with respect to such creditors.

(3) A reasonable participation of a group of shareholders for the purpose of subsection (1) no. 2 shall exist if under the plan 1. no creditor receives economic benefits exceeding the full amount of his claim and 2. no shareholder who would be equal in rank to the shareholders in the group if no plan were drawn up is better placed than they are". V. al riguardo GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 120 ss. e da ultimo PÜHL (*supra*, n. 15), 80 ss. E per la dottrina italiana PINTO (*supra*, n. 4), 115 ss. secondo il quale il modello appena descritto non solo presuppone la prevalenza del diritto concorsuale sul diritto societario, ma decreta altresì l'integrale assorbimento nel primo delle tutele proprie del secondo, sino a elevare il piano di regolazione dell'insolvenza ad autonoma fonte delle modificazioni organizzative societarie funzionali alla ristrutturazione programmata; VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori* (Milano, 2012), 324 nt. 60.

[23] Sulla questione dell'estensione del § 245 ai soci v. GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 120 e le nt. 766-767 per ampi riferimenti alla dottrina tedesca.

[24] Si fa soprattutto riferimento alla previsione del § 245, Abs. 1, n. 1 per cui i creditori della classe dissenziente non devono ricevere dal piano un trattamento peggiore di quello che sarebbe loro applicabile in caso di mancata approvazione. V. GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 124 e nt. 803 per ampi riferimenti; PINTO (*supra*, n. 4), 116 ss., il quale afferma efficacemente che le modifiche organizzative, anche se fortemente incidenti sui diritti partecipativi (si pensi a un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione), prendono efficacia *nonostante il dissenso* dei soci (e anche di tutti i soci), sulla base di una determinazione interamente riferibile alle classi dei creditori, in ragione dell'effetto vincolante che la parte dispositiva del piano approvato produce a favore e contro tutti i "partecipanti", anche se dissenzienti.

[25] Il nuovo sistema introdotto dall'*ESUG* induce la dottrina tedesca a concludere che "non solo

4. La tutela dei soci nella procedura di Reorganisation

A fronte del quadro sopra tratteggiato, l'*Insolvenzordnung* appresta due rimedi a tutela dei soci – e in particolare del loro *Erhaltungsinteresse* (interesse al mantenimento della partecipazione) – coinvolti nella procedura di ristrutturazione, che la dottrina tedesca qualifica come “zweistufiges System des Minderheitenschutzes” (sistema di tutela della minoranza a doppio livello).

Il primo livello di tutela è costituito dal § 251 *InsO*, che all'*Abs. 1* consente anche ai soci di chiedere al tribunale di rifiutare l'omologazione ex § 248 *InsO* [26]. A tal fine è tuttavia necessaria la prova da parte del socio che con l'approvazione del piano sarebbe sottoposto a un trattamento deteriore rispetto al caso contrario (§ 251, *Abs. 1*, n. 2): il socio deve essere in grado di dimostrare una convenienza dell'approdo fallimentare rispetto a quello concordatario derivante dall'esecuzione dell'*Insolvenzplan*.

È peraltro evidente che una simile evenienza ricorre solo in ipotesi eccezionali: il presupposto appena menzionato normalmente non sussiste e al socio risulta dunque precluso l'utilizzo dello strumento di tutela appena descritto [27].

A ciò si aggiunga che, ai sensi del § 251, *Abs. 3*, *InsO* la domanda del socio di rigetto dell'omologazione dell'*Insolvenzplan* deve essere comunque respinta se nel

la competenza decisionale [sui provvedimenti incidenti sulle partecipazioni] è sottratta all'assemblea, ma la partecipazione dei soci prevista dall'*InsO* novellato è meramente formale e priva di effetti, per cui in sostanza ad essi non è accordato alcun *Mitbestimmungsrecht* e la loro competenza decisionale è di fatto revocata”: SCHMIDT, “Gesellschaftsrecht und Insolvenzrecht im ESUG-Entwurf”, *BB*, 2011, 1607; MADAUS (*supra*, n. 9), 754. L'entrata in vigore dell'*ESUG* determina il passaggio da un sistema caratterizzato dalla preminenza degli interessi dei soci – che potevano, con il loro potere di blocco rispetto ai provvedimenti necessari, far fallire la *Reorganisation* – a uno nel quale agli interessi dei creditori è attribuito un *Vorrang*: GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 125 ss. ove altri riferimenti; PÜHL (*supra*, n. 15), 200 ss.

[26] L'articolo recita: “(1) After acceptance of the insolvency plan by the parties concerned (sections 244 to 246a) and after obtaining the debtor's consent the plan shall require approval by the insolvency court.

(2) Before the court gives its decision regarding approval of the plan it shall hear the insolvency administrator, the creditors' committee, if appointed, and the debtor”.

[27] MÜLLER (*supra*, n. 19), 436. Precisa che il criterio di comparazione per l'applicazione del presupposto è il *Liquidationszenario*, GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 141; *RegE-ESUG*, BT-Drs., 17/5712, 34; *RegE ESUG*, Br-Drs 127/11 e PÜHL (*supra*, n. 15), 333 ss. Nei limiti del presente contributo non è possibile dar conto della complessa discussione in merito alle regole dell'*InsO* che prevedono, per la loro applicazione, un *Vergleichsszenario* (*Vergleichsregelungen*: §§ 245, *Abs. 1*, nr. 1; 251, *Abs. 1*, nr. 2 e 253, *Abs. 2*, nr. 3) e in particolare indagare quale sia questo scenario di confronto da considerare (se la liquidazione nella normale procedura di insolvenza o la prospettiva della ristrutturazione) e conseguentemente quali siano i criteri di valutazione del valore dell'impresa e delle partecipazioni dei vecchi soci. Per un'articolata ricostruzione della letteratura tedesca al riguardo si rimanda a PÜHL (*supra*, n. 15), 321 ss.

piano siano previsti dei mezzi economici la cui attribuzione rimuova l'eventuale posizione deteriore, al quale costui sarebbe assoggettato in caso di efficacia della soluzione negoziata della crisi [28].

Il secondo livello di protezione del socio è rappresentato dal § 253 *InsO*, che prevede il suo potere di proporre reclamo per violazione delle prescrizioni relative all'omologazione del piano. Anche l'accoglimento dell'impugnazione in esame ha il medesimo presupposto previsto dal 251, *Abs. 1*: la prova che senza il piano la posizione del socio sarebbe migliore (253, *Abs. 2*, n. 3). L'impugnazione deve inoltre essere rigettata quando costui possa essere compensato nelle forme previste dall'*Abs. 3* del § 251 e quando risulti applicabile la previsione di cui all'*Abs. 4* del § 253 *InsO* [29].

Sostanzialmente, dunque, dopo l'entrata in vigore dell'*ESUG* il sistema di tutela concorsuale, precedentemente applicabile soltanto ai creditori, si estende anche ai soci, resi partecipi della procedura di riorganizzazione [30].

Potenzialmente, l'utilizzo di tali strumenti di tutela potrebbe generare un nuovo *Blockadepotenzial* dei soci, che però è scongiurato – come accennato – condizionando l'esperimento vittorioso di quei mezzi di tutela al presupposto, eccezionale, dell'attribuzione al socio, in base alla previsioni del piano, di una *Schlechterstellung* rispetto a quella di cui godrebbe in mancanza dello stesso. Inoltre, tramite la sostituzione dei mezzi di protezione di diritto sostanziale con quelli previsti dall'*Insolvenzordnung*, si priva il socio di una tutela di tipo reale, capace come tale di impedire l'adozione e la realizzazione degli *Strukturmassnahme* funzionali alla ristrutturazione, accordandogli soltanto una tutela "*gegen Vermögensnachteile*" [31].

[28] Si prevede uno strumento capace di contemperare la necessità di tutelare eccezionalmente la posizione del socio con l'esigenza che quest'ultima non ostacoli la realizzazione della riorganizzazione concordata con (e approvata da) i creditori. La dottrina tedesca parla di "salvatorische Klausel": GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 142 e ntt. 894 ss., ove si sottolinea che tale previsione nel piano si rende necessaria unicamente nei (come detto, rarissimi) casi in cui il socio sia in grado di dimostrare di essere destinatario, per l'attuazione della soluzione concordataria, di un trattamento deteriore e dove si trova anche un'ampia rassegna delle perplessità e dei dubbi applicativi ai quali la disposizione dà luogo; PÜHL (*supra*, n. 15), 115 ss.

[29] La dottrina tedesca specifica che il socio può utilizzare i rimedi dei §§ 251 e 253 *InsO* solo quando il piano contenga previsioni che incidono sulla sua partecipazione sociale (GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 152 ss.).

[30] Così chiaramente GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 154.

[31] SCHMIDT (*supra*, n. 25), 1609; MÜLLER (*supra*, n. 19), 2012, 437; GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 155. Per ulteriori spunti in merito al diritto all'indennizzo dei soci ai sensi dell'art. 14, *Abs. 1*, CG v. oltre nel testo e GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 156 nt. 1000 ss.; e adde HIRTE-KONF-MOCK (*supra*, n. 15), 641.

5. Considerazioni conclusive sul sistema tedesco: l'imposizione al socio di un *Duldungspflicht*

A seguito della riforma dell'*Insolvenzordnung* del 2012 al socio non è sostanzialmente riconosciuto alcun potere decisionale in ordine ai provvedimenti previsti nell'*Insolvenzplan*, idonei a incidere sulla sua partecipazione.

D'altro canto le tutele da lui esperibili, in quanto partecipante alla procedura, sono relegate a un piano meramente obbligatorio o comunque destinate a trovare applicazione, per i loro presupposti, in casi del tutto eccezionali.

Ne consegue che l'*ESUG* sembra aver introdotto un sistema articolato in due passaggi consecutivi: in prima istanza, i soci hanno la possibilità di cooperare alla realizzazione di una soluzione della crisi secondo le regole del diritto concorsuale; se ciò non si verifica, tale cooperazione, in quanto coercibile forzosamente (ossia potendo essere imposta a prescindere dal consenso dei soci nella fase di voto al piano), può assumere i connotati di un *Duldungspflicht* (dovere di tolleranza) rispetto a provvedimenti concernenti la società come soggetto giuridico (e non già semplicemente il suo patrimonio), suscettibili di produrre, come effetto, l'evizione della partecipazione sociale [32].

6. La posizione dei soci nelle procedure di riorganizzazione in Francia: un "attentato accettabile" al loro diritto di proprietà?

Dopo la Germania anche la Francia è stata interessata da significativi e recentissimi sviluppi normativi concernenti il problema in esame, che approdano a risultati in gran parte assimilabili a quelli prodotti dall'entrata in vigore dell'*ESUG*.

Il riferimento è innanzi tutto all'art. L631-9-1 del *code de commerce* introdotto dall'*Ordonnance* n. 2014-326 del 12 marzo 2014.

[32] Più specificamente il dovere dei soci viene sistematicamente inquadrato nell'istituto all'*Aufopferungsgedanke* ricavato dal § 904, S. 1, *BGB*, in quanto si sostiene che costoro, in forza dei poteri connessi alla partecipazione, sono obbligati ad aver riguardo per gli interessi creditorii perché l'*Interesselage* in situazione di insolvenza legittima una preminenza della posizione dei creditori. Parla di *Duldungspflicht*, GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 163 e nt. 1046. Per maggiori approfondimenti sull'inquadramento dogmatico della posizione del socio nella procedura d'insolvenza a seguito dell'*ESUG* si rinvia a PRUSKO (*supra*, n. 6), 154 ss. e 213 ss., il quale spiega che l'*Aufopferungsgedanke* è quell'istituto per cui un soggetto può essere obbligato a sopportare un *Rechtseingriff* sulla sua posizione giuridica se in tal modo si riesce a evitare una perdita patrimoniale più elevata per altro soggetto. E v. il § 904, S. 1, *BGB*, che dispone: "the owner of a thing is not entitled to prohibit the influence of another person on the thing if the influence is necessary to ward off a present danger and the imminent damage is disproportionately great in relation to the damage suffered by the owner as a result of the influence. The owner may require compensation for the damage incurred by him".

La norma dispone che, se il capitale proprio non può essere ricostituito alle condizioni previste dall'art. L626-3 *c. comm.*, l'amministratore giudiziario della procedura di *redressement judiciaire* può domandare la nomina di un *mandataire ad hoc*, incaricato di convocare l'assemblea ma anche di votare sulla ricostituzione del capitale fino a un importo minimo previsto dal medesimo articolo al posto dei soci che si oppongono alla realizzazione del piano, qualora si preveda una modificazione del capitale a favore di coloro che si impegnino a rispettare il piano stesso.

La nuova disposizione tende a rimodulare i rapporti di forza fra azionisti e creditori a vantaggio di questi ultimi e, più precisamente, dei creditori *senior*, intesi come quelli "dont la créance est partiellement mais pas intégralement couverte par l'actif disponible" [33]; ed è dichiaratamente diretta ad assecondare la "*bonne volonté des créanciers*", pronti a sostenere un tentativo per il salvataggio dell'impresa rispetto alla suvalente "*mauvaise volonté des associés*" recalcitranti a contribuire al risanamento [34].

Per giustificare il perseguimento di tale obiettivo sono utilizzati in Francia i modelli dell'analisi economica del diritto: in situazione di cessazione dei pagamenti (insolvenza) i benefici ottenuti dalla collettività dall'evizione degli azionisti sono ritenuti superiori ai costi sostenuti dagli stessi, rendendoli per questo motivo accettabili.

Si ritiene necessario, tuttavia, che l'evizione sia proporzionata e sia accompagnata da garanzie procedurali [35].

[33] La norma si iscrive nel solco delle linee guida contenute in studi che hanno utilizzato il metodo dell'analisi economica del diritto (v. Conseil d'analyse économique, *Les enjeux économiques du droit des faillites*, note n.7, juin 2013, consultabile su <http://www.cae-eco.fr/Les-enjeux-economiques-du-droit-des-faillites.html>; v. anche VERMEILLE-BEZERT, "L'éviction des actionnaires en amont de la cessation des paiements: un impératif pour lutter contre l'excès d'endettement", *D. 2013. Chron. 2045*, che richiamano gli studi di MERTON, "Theory of Rational Option Pricing", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 1973, 141-183; BLACK-SCHOLES, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *The Journal of Political Economy*, 1973, 637-654); e si conforma anche all'article 2, 4° comma, della *loi d'habilitation* n. 2014-1 del 2 gennaio 2014, la quale prevede misure volte ad assicurare "une meilleure répartition des pouvoirs entre les acteurs de la procédure".

[34] LIENHARD, "Réforme du droit des entreprises en difficulté: présentation de l'ordonnance du 12 mars 2014", su dalloz-actualite.fr.

[35] "Une procédure collective devrait ainsi comprendre un certain nombre de règles procédurales permettant de s'assurer que les droits des actionnaires évincés étaient bien d'une valeur «négligeable» au moment du transfert du contrôle de l'entreprise en d'autres mains. Les actionnaires devraient donc pouvoir avoir un accès au juge afin de contester la valeur d'entreprise sur la base de laquelle ils ont été évincés. Lorsque le juge est saisi, ce dernier devrait pouvoir s'entourer, le cas échéant, d'experts afin de lui permettre de trancher le contentieux, et ce, avant la fin de la procédure collective": VERMEILLE-BEZERT (*supra*, n. 33). Al fine di fondare la conclusione riportata nel testo la dottrina francese richiama la giurisprudenza della Corte dei diritti dell'uomo: CEDH, 23 sept. 1982, n° 7151/75, *Sporrong et Lönnroth c/ Suède*; 18 déc. 1984, n° 7151/75, *Sporrong et Lönnroth c/ Suède*; 21 févr. 1986, n° 8793/79, *James c/ Royaume-Uni*. Queste le massime: "è illegittimo, ex art. 1 prot. 1

Non mancano, comunque, anche rilievi critici rispetto alla nuova disciplina fondata o sull'art. 1844 *code civil* [36]; oppure sul fatto che, sebbene esistano precedenti in materia "d'abus d'égalité/minorité", nei quali la Cassazione ha autorizzato la nomina di un mandatario *ad hoc* per sostituire gli azionisti che avevano tenuto un comportamento abusivo, in tali casi la discrezionalità del mandatario in ordine al voto da esprimere era piena. Mentre nella nuova disposizione si prevede la nomina di un mandatario per esprimere un voto precostituito, che surrogi il consenso rifiutato dai soci [37].

7. Segue: la loi Macron

Nel solco della nuova regola generale sopra richiamata si iscrive anche la disciplina speciale più recentemente introdotta dalla *loi Macron* del 10 luglio 2015 per le società di maggiori dimensioni. Tale legge ha infatti aggiunto nel *code de commerce* un nuovo art. L631-19-2, che, con riguardo all'ipotesi di cessazione di attività di società con almeno centocinquanta dipendenti o che controlla società con almeno centocinquanta dipendenti, contempla la possibilità di una procedura coattiva di intervento sul capitale sociale o addirittura di un esproprio delle partecipazioni, laddove la modifica del capitale sociale rappresenti l'unica soluzione che permetta di evitare gravi danni all'economia e consenta la prosecuzione dell'attività. In presenza di questi presupposti, qualora l'assemblea non abbia deliberato le modifiche al capitale sociale previste nel "*plan de redressement*", il tribunale dispone di prerogative inedite, potendo, su ricorso dell'amministratore giudiziario o del pubblico ministero:

a) designare un mandatario incaricato di convocare l'assemblea e votare, in luogo dei soci, l'aumento di capitale riservato in sottoscrizione ai soggetti che si sono impegnati a eseguire il *plan*. La sottoscrizione delle azioni di nuova emissione può avvenire per compensazione dei crediti vantati dai terzi verso la società, per l'importo

CEDU, il provvedimento della P.A. che provochi, per il privato cittadino, un'eccessiva interferenza nel pacifico godimento dei propri beni allorquando non sia stato operato un equo bilanciamento tra il diritto individuale leso e l'interesse della collettività perseguito mediante il provvedimento emanato". Viene inoltre richiamata la giurisprudenza di Cass. com., 22 mai 2013, n. 12-15.305, D. 2013. 1343, con nota di CERATI-GAUTHIER.

[36] Per il quale tutti i soci hanno il diritto di partecipare alle decisioni collettive. V. anche Cass. com., 23 ottobre 2007, n. 06-16537, *legifrance.gouv.fr*, che ha sanzionato sulla base dell'art. 1844 c.c. una delibera dell'assemblea generale da cui era stato escluso un socio che non aveva potuto partecipare alla deliberazione.

[37] Si è altresì rilevato come la disposizione appaia contraria alla *décision* n. 2001-455 DC del 12 gennaio 2002, *loi de modernisation sociale*, dove si enuncia in termini generali un rifiuto "de l'im-mixtion judiciaire dans la conduite de la gestion sociale".

ammesso alla procedura e nei limiti della riduzione che essi hanno subito [38];

b) ordinare, a vantaggio dei soggetti che si sono impegnati a eseguire il *plan*, la cessione in tutto o in parte delle partecipazioni detenute dai soci che hanno rifiutato di adottare la modifica e che detengono una partecipazione che conferisca la maggioranza dei diritti di voto o una minoranza di blocco nell'assemblea generale, oppure che detengano la maggioranza dei diritti di voto in base a un accordo stipulato con altri soci [39].

A fronte di tale cessione forzata, si riconosce ai soci non interessati da essa (ossia ai soci che non detengano né una partecipazione maggioritaria, né una partecipazione di blocco, né la maggioranza dei diritti di voto in base a un accordo con altri soci) il diritto di recedere dalla società e di ottenere il riscatto dei loro diritti sociali dai cessionari, precisandosi altresì che il valore delle partecipazioni oggetto di cessione coattiva o di cui sia stato chiesto volontariamente il riscatto deve essere determinato, in mancanza di diverso accordo fra gli interessati, da un esperto designato dal tribunale.

La cessione coattiva – così come il relativo corrispettivo – è disposta dal tribunale, che può anche nominare un *mandataire de justice* con l'incarico di attuare l'operazione con il versamento del relativo corrispettivo agli azionisti [40].

[38] Si noti che la nuova norma introdotta dalla *loi Macron* non prevede la possibilità di escludere il diritto di opzione degli azionisti nel caso in cui il tribunale disponga un aumento forzoso del capitale della società; anzi la norma dispone che, nel caso in cui l'aumento debba essere sottoscritto in contanti, le azioni vadano offerte in via preferenziale agli azionisti in proporzione alla loro partecipazione. Ciò nonostante, la dottrina francese si pronuncia in senso fortemente critico rispetto alla previsione appena descritta, ritenuta, a dispetto della prelazione riconosciuta ai soci in caso di conferimenti in denaro, suscettibile di determinare comunque una forte diluizione della loro partecipazione perché essi possono, di fatto, non avere i mezzi finanziari per esercitare la prelazione, oppure possono trovarsi – soprattutto in caso di società non quotate – nell'impossibilità di cedere a terzi tale diritto, monetizzandolo. Si rileva, inoltre, che il diritto di sottoscrizione in via preferenziale dei soci non può operare laddove il tribunale disponga – com'è previsto dalla legge – la conversione dei debiti in azioni (VERMEILLE, "Les effets pervers du dispositif du projet de loi «Macron» relatif à l'éviction des actionnaires en plan continuation: les limites d'une réforme incrémentale du droit des faillites", *Revue Trimestrielle du Droit Financier* (RTDF), , 2015, 34 ss.).

[39] La dottrina francese qualifica questa ulteriore previsione incidente sulle partecipazioni dei vecchi soci come un meccanismo per punire quegli azionisti che non hanno voluto salvare l'impresa, investendovi nuove risorse. Tale scelta viene giustificata dal fatto che la società si trova in una situazione di "debt overhang" (il valore dell'impresa è inferiore a quello del suo indebitamento), per cui ogni euro investito nella società come capitale proprio va destinato alla soddisfazione dei creditori [VERMEILLE (*supra*, n. 38), 34 ss.].

[40] Il tribunale può inoltre imporre ai beneficiari della cessione coattiva di impegnarsi a conservare le partecipazioni acquistate per un periodo non superiore alla durata del piano e può imporre loro la prestazione di garanzie. Il piano risulta sospensivamente condizionato al pagamento del corrispettivo della cessione; in mancanza di avveramento della condizione, il tribunale dichiara risolta la cessione. Sull'esecuzione degli impegni finanziari assunti dai cessionari vigila il commissario preposto alla procedura, che può imporre l'esecuzione degli stessi.

Infine, all'art. L661-1, n. 6 *bis*, *c. comm.* si prevede che le decisioni sopra descritte (aumento di capitale e cessione coattiva delle partecipazioni) possono essere appellate e oggetto di ricorso in Cassazione.

8. Connotati della nuova disciplina francese

8. La disciplina francese presenta tratti che la avvicinano sia a quella introdotta dall'*ESUG* nell'*Insolvenzordnung*, sia a quella vigente – come si dirà di seguito – nel nostro ordinamento a seguito del d.l. n. 83/2015.

Intanto, essa condivide con entrambe la finalità di introdurre delle misure volte a superare il potere di blocco dei vecchi soci rispetto all'attuazione di modifiche incidenti sulla società, necessarie al successo di un tentativo di superamento della situazione di crisi più vantaggioso rispetto alle alternative praticabili, in primo luogo la liquidazione fallimentare [41].

Ciò trova conferma nel fatto che in Germania le nuove disposizioni introdotte dall'*ESUG* sono collocate nella parte dell'*Insolvenzordnung* dedicata all'ipotesi nella quale venga presentato un *Insolvenzplan*, che costituisce l'esito dell'*Insolvenzverfahren*, originariamente unitario, alternativo alla liquidazione concorsuale; e che in Francia, analogamente, le previsioni in esame sono collocate nel contesto della disciplina del *redressement judiciaire*, che è una procedura “destinée à permettre la poursuite de l'activité de l'entreprise, le maintien de l'emploi” [42].

L'obiettivo del salvataggio dell'impresa viene perseguito tramite un'operazione sul capitale sociale avente come conseguenza non soltanto quella di dotare la socie-

[41] V. quanto afferma VERMEILLE, “La constitutionnalité du projet de loi «Macron» et l'éviction des actionnaires: la révolution n'a pas eu lieu”, *Revue-Banque.fr*, la quale rileva che quando la società si trova in una situazione tale da poterla definire “insolvente” (v. per la definizione di tale concetto nell'ordinamento francese oltre), “il potere che [le azioni] conferiscono non è più allineato con la sopravvivenza dell'impresa perché nessun azionista ha interesse a investire fondi propri nella società che serviranno soltanto a rimborsare i credito. Può darsi, tuttavia, che la società, pur insolvente, sia perfettamente vitale. In tal caso si realizza una dissociazione fra l'interesse degli azionisti – in effetti definitivamente perduto – e quello dell'impresa (considerato in senso ampio, comprensivo di quello dei clienti, collaboratori, fornitori, creditori, delle sue utilità industriali). In tale situazione l'attendismo degli azionisti – che perseguono esclusivamente il loro interesse – può risultare dannoso per gli interessi che si appuntano sulla prosecuzione dell'impresa”.

[42] Art. L631-1 *c. comm.* Che la finalità del *redressement* e del relativo piano ove si preveda un aumento di capitale eventuale riservato alla sottoscrizione dei terzi sia quella di preservare la continuità dell'impresa è ben chiaro anche nella relazione del senato francese sul progetto di legge *Macron*, consultabile su *senat.fr*. La relazione del senato aggiunge che l'obiettivo di salvaguardia della continuità di imprese, per di più di dimensioni rilevanti e il cui salvataggio corrisponde a un interesse per l'economia nazionale, costituisce un elemento capace di giustificare la diluizione e la eliminazione coattiva della partecipazione dei vecchi soci. V. al riguardo anche VERMEILLE (*supra*, n. 38).

tà di nuove risorse a titolo di capitale proprio – operazione che i soci hanno rifiutato di eseguire o nella quale non hanno la possibilità di investire –, ma anche quella di determinare un ricambio della compagine sociale – alla quale erano riferibili (quanto meno, in termini di nomina) i responsabili della precedente gestione che ha determinato la crisi – e, di conseguenza, dei gestori della società.

In Francia, ancora, la norma in esame trova applicazione “si la modification du capital apparaît comme la «*seule solution sérieuse*»” [43], condizione che appare assai prossima alla previsione dell’*Insolvenzordnung* che riconosce ai soci il potere di opporsi all’omologazione dell’*Insolvenzplan*, quando la loro posizione in tal caso risulterebbe peggiore di quella che avrebbero in mancanza del piano (§ 251, Abs. 1) [44].

La posizione dei soci nel novellato ordinamento transalpino, infine, appare assimilabile tanto a quella delineata dalla disciplina tedesca quanto a quella risultante dal d.l. n. 83/2015: se rispetto all’ipotesi della nomina del *mandataire de justice* sembra potersi dire che ai soci viene offerta, in primo luogo, una possibilità di cooperazione, suscettibile, tuttavia, di esecuzione “in forma specifica” [45]; nell’ipotesi (prevista dalla *loi Macron*) di cessione coattiva delle partecipazioni esistenti si assoggettano i vecchi soci direttamente a un dovere di sopportazione di misure invasive della loro sfera giuridica, ma funzionali al superamento della crisi [46].

[43] V. anche la Relazione Senato francese, http://www.senat.fr/espace_presse/actualites/201503/liberer_la_croissance_en_france_le_projet_de_loi_pour_la_croissance_lactivite_et_legalite_des_chances_economiques.html.

[44] L’osservazione proposta nel testo ricorre anche, ma in relazione al *Chapter 11 USA* e anche alle nuove previsioni relative al *bail-in* come recepito nel *Code monétaire e financier*, in VERMEILLE (*supra*, n. 38). Si tenga presente che nell’ordinamento francese sia nel procedimento di *redressement* sia in quello di *sauvegarde* del giudice, sulla scorta di pareri di esperti, ma senza necessità di un consenso della maggioranza dei creditori, può accertare se esista un valore di continuazione dell’impresa e può allocarlo fra il debitore (che propone di continuarne l’esercizio) e i suoi creditori, imponendo sacrifici a questi ultimi. Per ampi ragguagli sul sistema francese v. STANGHELLINI (*supra*, n. 8), 199 e i riferimenti a nt. 29 e *Le procédure de redressement judiciaire* consultabile su pernaud.fr.

[45] V. l’art. L631-19-2 c. *comm.* che rimanda all’art. L631-19-1, che a sua volta prevede, per il caso di piano avente per oggetto un aumento di capitale a favore di terzi che si obblighino a eseguire il *redressement*, la convocazione delle assemblee dell’art. L626-3 c. *comm.*

[46] Le novità introdotte nel *code de commerce* dalle due riforme sopra ricordate – e in particolare la più incisiva disciplina contenuta nella *loi Macron* – hanno suscitato in Francia reazioni contrastanti. In particolare il Senato, allineandosi alle perplessità manifestate anche da alcuni tribunali di commercio, ha rilevato che la norma costituisce un attentato alla proprietà personale del socio, comportando l’evizione coattiva della sua partecipazione. A fronte di ciò, si riconosce, tuttavia, che esiste un interesse generale che giustifica tale effetto, costituito dal salvataggio di imprese di notevoli dimensioni; e che, comunque, i soci sono compensati da un rimedio di natura indennitaria la cui portata è rimessa alla determinazione di un esperto indipendente (v. anche l’*Avis du Conseil d’État*, espresso nell’*Assemblée générale CE*, 8 déc. 2014, <http://www.franceinter.fr/sites/default/files/2014/12/09/1018497/fichiers/aviscomplet.pdf>). Il Senato ha, ancora, notato come la fattispecie nella quale si realiz-

9. La posizione dei soci nelle procedure di riorganizzazione in Spagna

Gli artt. 163 ss. della *ley concursal* disciplinano la *calificación* del *concurso* che costituisce un procedimento incidentale eventuale interno alla procedura concorsuale, il quale deve essere aperto nei casi previsti dalla legge al fine di giudicare la condotta del debitore o, in caso di persone giuridiche, dei suoi amministratori o liquidatori.

Nell'ambito del giudizio deve accertarsi se il *concurso* è *culpable* o *fortuito* [47].

Il *concurso* è *culpable* quando siano state tenute condotte con dolo o colpa grave che abbiano determinato o aggravato l'insolvenza.

La *ley concursal*, come modificata con il Rey decreto 4/2014, include oggi fra i soggetti legittimati passivi nel *sub*-procedimento di "calificación de concurso" anche i soci, i quali sono considerati sanzionabili per *concurso culpable* quando abbiano negato senza una causa ragionevole [48] il consenso alla capitalizzazione dei crediti o all'emissione di strumenti convertibili, così frustrando la conclusione di un accordo di rifinanziamento ai sensi dell'art. 71-*bis* e della IV disposizione addizionale della *ley concursal* o di un accordo stragiudiziale di pagamento (art. 165.2 *l.c.*) [49].

za l'aggressione più grave alla proprietà del socio è quella della diluizione forzata, perché "prive les actionnaires de l'usage d'un élément substantiel du droit de propriété attaché à la détention des actions: le droit de vote, c'est-à-dire le droit de participer aux votes de l'assemblée, qui engagent la société. Le droit de vote constitue avec le droit de percevoir un dividende les attributs du droit de propriété de l'actionnaire". Manca, inoltre, per tale caso la previsione di qualunque contropartita per il socio.

[47] L'art. 163 *l.c.* prevede: "el concurso se calificará como fortuito o como culpable". L'art. 164 prevede: "1. el concurso se calificará como culpable cuando en la generación o agravación del estado de insolvencia hubiera mediado dolo o culpa grave del deudor o, si los tuviere, de sus representantes legales y, en caso de persona jurídica, de sus administradores o liquidadores, de hecho y de derecho, apoderados generales, de quienes hubieren tenido cualquiera de estas condiciones dentro de los dos años anteriores a la fecha de declaración del concurso, así como de sus socios conforme a lo dispuesto en el artículo 165.2".

[48] Quest'ultima presuppone l'adeguatezza dei mezzi per la consecuzione dell'obiettivo proprio dell'accordo di rifinanziamento. Più specificamente si ritiene che la ricapitalizzazione debba costituire un presupposto essenziale dell'accordo, per cui in mancanza dell'una viene meno anche la possibilità di attuare l'altro. Si aggiunge, inoltre, che allorché il socio sia privo di qualunque interesse economico reale a causa del fatto che la società versa in una situazione di insufficienza patrimoniale, nessuna opposizione può essere qualificata ragionevole. Si presume che la capitalizzazione corrisponda a una causa ragionevole quando così è attestato da un esperto indipendente ai sensi del art. 71-*bis*, 4° comma, *l.c.* Infine, si precisa all'art. 165.2.2 che il *concurso* si considera *culpable* solo se l'accordo di rifinanziamento attribuisce ai soci il diritto di prelazione per acquistare le azioni o i valori mobiliari sottoscritti dai creditori in caso di successiva alienazione da parte degli stessi.

[49] La norma citata prevede: "los socios o administradores se hubiesen negado sin causa razonable a la capitalización de créditos o una emisión de valores o instrumentos convertibles y ello hubiera frustrado la consecución de un acuerdo de refinanciación de los previstos en el artículo 71 bis.1 o

Anche in Spagna, dunque, si è introdotto uno strumento – *sub specie* di responsabilità patrimoniale per aver determinato o aggravato l’insolvenza – per indurre il socio a cooperare all’adozione di provvedimenti societari (*la capitalización de créditos o una emisión de valores o instrumentos convertibles*) capaci di incidere sulla sua partecipazione, che siano funzionali al raggiungimento di un *acuerdo de refinanciación* [50] o di un accordo stragiudiziale di pagamento.

La particolarità che connota l’ordinamento spagnolo è che, se il socio si rifiuta di cooperare, non si prevede un meccanismo coattivo per l’attuazione del provvedimento, ma lo si persegue irrogando nei suoi confronti una sanzione patrimoniale particolarmente persuasiva [51].

Il fatto imputabile al socio ai sensi delle nuove previsioni della *ley concursal* può consistere in qualunque condotta che ostacoli la conclusione di un *acuerdo de refinanciación*, sia tramite l’espressione di un voto negativo nella *junta general*, sia facendo mancare i *quorum* necessari alla sua valida costituzione.

Dall’analisi del sistema spagnolo emerge, dunque, che la partecipazione del socio non può essere oggetto di interventi coattivi attuati da terzi di nomina giudiziale; ciò nonostante ai membri della compagine sociale sembra essere imposto un dovere di cooperare alla ristrutturazione, a meno che il rifiuto non sia fondato su una causa ragionevole, se si accoglie la tesi che ritiene esistente una relazione sostanziale fra obbligo e sanzione [52].

en la disposición adicional cuarta o de un acuerdo extrajudicial de pagos. A estos efectos, se presumirá que la capitalización obedece a una causa razonable cuando así se declare mediante informe emitido, con anterioridad a la negativa del deudor, por experto independiente nombrado de conformidad con lo dispuesto por el artículo 71 bis.4. Si hubiere más de un informe, deberán coincidir en tal apreciación la mayoría de los informes emitidos”. Si aggiunge all’art. 172.2.1° *l.c.* che “en caso de persona jurídica, podrán ser considerados personas afectadas por la calificación ... los socios que se hubiesen negado sin causa razonable a la capitalización de créditos o una emisión de valores o instrumentos convertibles en los términos previstos en el artículo 165.2, en función de su grado de contribución a la formación de la mayoría necesaria para el rechazo del acuerdo”. La sanzione prevista è una responsabilità patrimoniale: i condannati devono coprire il *deficit* che hanno cagionato (172 *bis l.c.*).

[50] Tali accordi sono negozi giuridici fra debitore e creditori (ma anche terzi) che possono assumere un pluralità di contenuti (normalmente concernenti gli aspetti finanziari dell’impresa in difficoltà (PÉREZ BENÍTEZ, “La nueva regulación de los acuerdos de refinanciación”, *elderecho.com*) e che sostanzialmente sono volti a perseguire l’obiettivo del salvataggio dell’impresa attraverso interventi di vario tipo realizzati dai creditori.

[51] A proposito della quale la dottrina afferma che “l’imposición al socio del cumplimiento de deberes de colaboración con el saneamiento no resulta fácil y por eso el legislator ha optado por una norma de finalidad preventivo-punitiva: los socios que nieguen *sin causa razonable* la adopción de un acuerdo de capitalización de créditos, emisión de valores o instrumentos convertibles y frustren por ello un acuerdo de refinanciación tendrán la condición de personas afectadas por la calificación y estarán sujetos...a responsabilidad por el déficit concursal” (MÁRIN DE LA BÁRCENA, “Obstaculización de acuerdos de refinanciación y calificación culpabe del concurso”, *gomezacebo-pombo.com*).

[52] Anche l’ordinamento della Repubblica Ceca risulta essere – in modo insospettabile – all’avan-

10. La posizione dei soci nelle procedure riorganizzative in Italia a seguito del d.l. n. 83/2015

Il d.l. n. 83/2015 ha introdotto nel nostro ordinamento una disciplina concernente le proposte di concordato concorrenti rispetto a quella del debitore ai commi 4 e ss. dell'art. 163 legge fall. [53].

Nell'ambito di tale nuovo istituto, il legislatore ha previsto una novità che, da un lato, appare di grande impatto sistematico soprattutto se confrontata con gli orientamenti consolidati della dottrina italiana in relazione alla posizione dei soci nelle procedure concorsuali e, in particolare, all'incidenza che queste potevano avere sulla loro partecipazione sociale [54]; e, dall'altro, determina il risultato di allineare

guardia rispetto al problema del potere di veto dei soci rispetto all'attuazione di soluzioni di risanamento, che coinvolgono le loro partecipazioni. Risale infatti alla riforma dell'*insolvency act* là vigente (2006) l'introduzione di soluzioni che anticipano per molti versi quelle adottate soltanto alcuni anni dopo in Germania con l'*ESUG*. In un *paper* risalente al 2009 già si rilevava rispetto all'ordinamento ceco come il mantenere in capo agli azionisti il potere di decidere, secondo le forme del diritto sostanziale, l'aumento di capitale contrastasse con la logica delle procedure concorsuali, perché ciò equivaleva a riconoscere a soggetti, il cui interesse per l'investimento effettuato è stato azzerato in termini economici, un potere di veto sul procedimento di riorganizzazione. Potere di veto che poteva consentire agli stessi di pretendere e ottenere valori dai creditori *senior* come corrispettivo del sostegno alla riorganizzazione. Per aggirare quello che è, dunque, il medesimo problema per risolvere il quale è stata approvata l'*ESUG* in Germania, nella Repubblica Ceca si prevede che i poteri dell'assemblea generale sono sospesi durante i *reorganization proceedings* (S. 333.1 *i.a.*). Questi poteri sono attribuiti a un *trustee*, originariamente nominato dal tribunale e che successivamente, a seguito della verifica dei crediti, può essere sostituito dai creditori (S. 25 e 29 *i.a.*). Rimane agli azionisti esclusivamente il potere di nominare gli amministratori (S. 333.2). Ciò perché si vuole evitare che gli amministratori richiedano tempestivamente l'apertura di una procedura senza temporeggiare per il timore di essere sostituiti dai creditori. Tuttavia, la nuova struttura finanziaria della società non verrà normalmente decisa dal *trustee*, ma dai creditori votando sul piano di ristrutturazione nel suo complesso (S. 341.1 e 347 *i.a.*). A ciò deve aggiungersi che i vecchi azionisti – come nell'*ESUG* – sono trattati come creditori e hanno, perciò, il diritto di partecipare al voto sul piano (S. 335 e 337.2.b) *i.a.*). Quand'anche costoro votino contro il piano, la corte può omologarlo se – oltre alla presenza di ulteriori condizioni – almeno una classe di creditori, antergrati rispetto ai soci e che vedano le loro pretese incise dal piano, votino a favore di esso.

[53] In argomento v. ABRIANI, "Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere gli obblighi concordatari", *Giust. civ.*, 2016, 365 ss.; D'ATTORRE (*supra*, n. 5), 1163 ss.; GALLETTI, "Le proposte concorrenti nel concordato preventivo", *ilfallimentarista.it*, 15 settembre 2015; BOZZA, "Le proposte e le offerte concorrenti", *fallimentiesocieta.it*, 2015, 1 ss.; RIMATO, "Proposte concorrenti e mercati delle proposte nel nuovo concordato preventivo", *fallimentiesocieta.it*, 2015, 1 ss.; VELLA, "La contendibilità dell'azienda in crisi. Dal concordato in continuità alla proposta alternativa del terzo", *ilcaso.it*, 2016, 1 ss.

[54] Sottolinea il carattere innovativo della nuova previsione STANGHELLINI, "La struttura finanziaria delle società per azioni al tempo della grande crisi", in CARCANO-MOSCA-VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore* (Milano, 2016), 257 ss.: la persona giuridica diventa un asset a disposizione dei creditori; ID. (*supra*, n. 13); PANZANI, "Le alternative al fallimento. Il concordato e gli accordi di ristrutturazione dopo il d.l. 83/2015", in *Il nuovo*

il nostro ordinamento alle discipline che in materia sono state adottate dai paesi europei di cui si è precedentemente trattato.

L'art. 163, 5° comma, secondo periodo, legge fall. [55] consente, di fatto, attraverso un aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, una sostanziale ablazione o comunque una diluizione delle quote di partecipazione dei soci della società-debitrice. Viene dunque superato l'orientamento finora consolidato per cui, in caso di apertura di una procedura concorsuale di una società per azioni o a responsabilità limitata, oggetto dello spossessamento (pieno o attenuato a seconda del tipo di procedura) era solo il patrimonio della società, non certo le partecipazioni dei soci, i quali rimanevano gli unici titolari delle stesse e del potere di disporne.

Risultano non del tutto chiare le modalità di attuazione dell'eventuale aumento di capitale della società debitrice previsto nella proposta concorrente omologata.

Sembra, però, che la strada tracciata dal legislatore sia quella prescritta dall'art. 185, 6° comma, legge fall., in tema di esecuzione del concordato, secondo cui, in caso di ritardi od omissioni da parte del debitore nel compimento degli atti necessari a dare esecuzione alla proposta concorrente, il tribunale, se si tratta di società, "può 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 incluso, qualora la 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" [56].

diritto delle società, 2015, 21, 25; D'ATTORRE (*supra*, n. 5), 1164, ove si osserva che si supera, con la nuova previsione, il tradizionale insegnamento che vuole limitato l'oggetto delle procedure concorsuali al solo patrimonio della società-debitrice, consentendosi invece un'ablazione, totale o parziale, anche delle partecipazioni sociali dei soci della società debitrice sotto forma di aumento di capitale non deliberato dai soci e con esclusione o limitazione del diritto di opzione. Al riguardo si vedano anche STANGHELLINI (*supra*, n. 8), 210; GUERRERA-MALTONI, "Concordati giudiziali e operazioni societarie di «riorganizzazione»", *Riv. soc.*, 2008, 33; GUERRERA, "Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi", *Riv. soc.*, 2013, 1114 ss., spec. 1132; FERRI jr (*supra*, n. 4), 95 ss. (e già ID. (*supra*, n. 9), 762, secondo cui oggetto della ristrutturazione potrebbe essere anche l'investimento effettuato dal socio con il suo apporto di capitale).

[55] Ove si stabilisce che "la proposta può prevedere l'intervento di terzi e, se il debitore ha la forma di società per azioni o a responsabilità limitata, può prevedere un aumento di capitale della società con esclusione o limitazione del diritto di opzione".

[56] La disciplina brevemente descritta introdotta nella legge fallimentare dall'ultima riforma del 2015 risulta confermata anche nei principi della legge delega n. 155/2017, il cui art. 6, 2° comma, lett. b) prescrive, nel caso di procedura riguardante società, che la disciplina delegata imponga "agli organi della società il dovere di dare tempestiva attuazione alla proposta omologata, stabilendo che, in caso di comportamenti dilatori od ostruzionistici, l'attuazione possa essere affidata ad un amministratore provvisorio, nominato dal tribunale, dotato dei poteri spettanti all'assemblea ovvero del potere di sostituirsi ai soci nell'esercizio del voto in assemblea, con la garanzia di adeguati strumenti d'informazione

11. Trasponibilità nell'ordinamento italiano delle soluzioni normative adottate negli ordinamenti stranieri

Prima di ricorrere al diritto comparato come strumento per la ricostruzione della nuova disciplina attinente alla posizione dei soci nel concordato preventivo secondo quanto indicato in premessa, occorre verificare se quest'operazione interpretativa risulti ammissibile. Ciò presuppone che si accerti se le discipline straniere alle quali si intende fare riferimento si collocano in un contesto normativo assimilabile a quello in cui sono inseriti gli artt. 163, 5° comma e 185, 6° comma, legge fall. [57].

Si è già accennato al fatto che le normative qui in esame perseguono un obiettivo comune, che può ritenersi proprio anche delle disposizioni da ultimo citate: consentire ristrutturazioni coinvolgenti l'organizzazione societaria, eliminando il potere di veto dei titolari delle sue partecipazioni.

Assimilabili alla disciplina italiana appaiono anche le regole straniere sulla legittimazione attiva a proporre una soluzione negoziale della crisi.

In Germania, l'*Insolvenzplan* può prevedere provvedimenti che incidono sulla partecipazione sociale (v. sopra) e può essere proposto tanto dall'*Insolvenzverwalter*, d'intesa con il comitato dei creditori eventualmente nominato che ha al riguardo un potere consultivo e di assistenza, quanto dal *debitore* (§ 218 *InsO*) [58].

Una considerazione simile vale per l'ordinamento francese. Lì l'aumento coattivo di capitale – che assume, da un punto di vista procedurale, connotati assai prossimi a quello introdotto nel nostro ordinamento – costituisce un provvedimento adottabile dal tribunale, su istanza dell'amministratore giudiziario (o del pubblico ministero nel caso dell'art. L631-19-2 *c. comm.*). Si deve tuttavia considerare che il *redressement judiciaire*, nell'ambito del quale si può adottare tale provvedimento ablativo della partecipazione dei soci a favore dei creditori, può essere domandato dal debitore (art. L631-4 *c. comm.*), dal pubblico ministero e da un qualunque creditore (L631-5, 1° e 2° comma, *c. comm.*).

In Spagna, la domanda di *convenio* può essere presentata sia dal debitore, sia dai creditori (art. 99 *l.c.*) [59].

e di tutela, in sede concorsuale, dei soci". D'altro canto, sebbene la legge delega n. 155/2017 non contenga previsioni in merito ai possibili contenuti della proposta concordataria, sicuramente essa potrà contemplare aumenti di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione anche a seguito della eventuale attuazione della riforma organica, come si evince dalla relazione alla proposta di legge delega (v. anche la bozza del codice della crisi e dell'insolvenza, art. 95, 6° comma).

[57] Devo il suggerimento per questo approfondimento al prof. Sacchi.

[58] Si deve però precisare che in Germania l'*Insolvenzplan* è uno dei possibili esiti della originaria *Insolvenzverfahren* il cui avvio può essere, a monte, richiesto sia dal debitore che dai creditori in caso di insolvenza o sovraindebitamento, ma solo dal debitore in caso di insolvenza imminente (§ 18, *Abs. 1, InsO*).

[59] Sia in Francia che in Spagna il provvedimento ablativo della partecipazione dei vecchi soci

Un parallelo può essere istituito anche fra i presupposti dell'apertura delle procedure concorsuali.

Fra questi sono da annoverare intanto l'insolvenza, [60] che può essere presupposto anche del concordato (160, 3° comma, legge fall.); e poi la *drohende Zahlungsunfähigkeit* (insolvenza imminente: § 18 *InsO*) e l'*Überschuldung* (sovraindebitamento o sbilancio patrimoniale: § 19 *InsO*) nell'ordinamento tedesco [61]; l'insolvenza imminente e l'*endeudamiento* (da assimilare, probabilmente all'*Überschuldung* tedesco) nell'ordinamento spagnolo [62]. Tutte queste situazioni sono ritenute riconducibili dalla dottrina italiana entro il *genus* dello stato di crisi [63].

Alla luce di tali considerazioni, pare legittimo attingere soluzioni interpretative da quegli ordinamenti stranieri nei quali la posizione dei soci nelle procedure concorsuali è stata regolata prima che in Italia.

non è oggetto della proposta relativa alla procedura, ma comunque, costituendo uno dei possibili atti adottabili in una procedura la cui apertura può essere richiesta dai soggetti elencati nel testo, è collegabile sia all'iniziativa del debitore che a quella del creditore. Si noti anche che in Spagna, analogamente a quanto rilevato per la Germania, il *convenio* è uno dei possibili esiti di una procedura originaria che può essere richiesta dal debitore o da uno qualunque dei suoi creditori.

[60] § 17 *InsO* in Germania; art. 2 *l.c.* in Spagna; art. L631-1 *c. comm.* in Francia. L'insolvenza ha una definizione identica a quella contenuta nell'art. 5 legge fall. in tutti gli ordinamenti. Per maggiori approfondimenti FLÖTHER, *Handbuch zum Konzernsolvenzrecht* (München, 2015), 44 ss. ove ulteriori riferimenti, per la Germania; PULGAR EZQUERRA, *La declaración de concurso de acreedores* (Madrid, 2005), 317 ss., per la Spagna; LIENHARD, *Procédures collectives* (Paris, 2013), 128 per la Francia.

[61] Per ampi approfondimenti su entrambe le nozioni, FLÖTHER (*supra*, n. 60), 54 ss.

[62] La nozione di *endeudamiento* e il suo rapporto con l'*insolvenca* quale presupposto oggettivo della procedura concorsuale ex art. 2.3. *l.c.* è controverso. Sul punto v. PULGAR EZQUERRA (*supra*, n. 60), 314 ss. e SÀNCHEZ CALERO- GUILARTE GUTIÉRREZ, *Comentarios a legislación concursal* (Valladolid, 2004), 115 ss. che richiamano l'*Überschuldung* tedesco e MARTÍN MOLINA-DEL CARRE DÍAZ-GÁLVEZ, *Una revisión de la Ley concursal y su jurisprudencia* (Madrid, 2013), 478. Si noti che l'*endeudamiento* costituisce presupposto di apertura della procedura concorsuale solo in caso di domanda da parte del debitore [STANGHELLINI (*supra*, n. 8), 136 nt. 44].

[63] AMBROSINI, "Il concordato preventivo", in VASSALLI-LUIISO-GABRIELLI (diretto da), *Le altre procedure concorsuali, Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali* (Torino, 2014), 35 ss.; GUGLIEMUCCI, *Diritto fallimentare* (Torino, 2014), 315 ss.; NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese* (Torino, 2012), 228 ss.; RACUGNO, "Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione e transazione fiscale", in BUONOCORE-BASSI (diretto da), *Trattato di diritto fallimentare* (Padova, 2010), I, 481 ss.; PRESTI, "Rigore è quando arbitro fischia?", *Fallimento*, 2009, 27; SANDULLI, "Sub 160", in NIGRO-SANDULLI-SANTORO (a cura di), *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti* (Torino, 2014), 9 ss. ove si ammette la rilevanza per l'esistenza dello stato di crisi anche della valutazione del grado di probabilità che l'impresa continui la propria esistenza operativa in un futuro prevedibile al pari di quanto prevede il § 19, *Abs. 2, InsO*, al fine dell'accertamento dell'*Überschuldung* (c.d. *Fortbestehensprognose*).

12. Problemi interpretativi: ammissibilità della proposta incidente sulla partecipazione dei soci proveniente dalla società

Le nuove norme introdotte dal d.l. n. 83/2015 concernenti la posizione dei soci nel concordato pongono numerosi problemi interpretativi.

In primo luogo, il 5° comma dell'art. 163 legge fall. non prevede che l'aumento di capitale con eventuale esclusione del diritto di opzione possa essere contenuto nella proposta presentata dal debitore.

Il silenzio sul punto, unito alla circostanza che il legislatore introduce questa possibilità con riferimento specifico alla proposta concorrente, ha indotto la dottrina, in sede di primo commento, a ritenere tutt'ora perdurante il divieto di incidere direttamente sulle partecipazioni sociali nel caso di proposta presentata dalla società debitrice, che, per ciò, non potrebbe prevedere aumenti di capitali non deliberati dai competenti organi sociali [64].

[64] D'ATTORE (*supra*, n. 5), 1169, che giustifica la diversità di trattamento della proposta del debitore e di quella concorrente, richiamando la disciplina del concordato fallimentare (ma che non esclude si possa pervenire a una soluzione differente: v. nt. 16; e da ultimo BRIZZI, "Proposte concorrenti nel concordato preventivo e *governance* dell'impresa in crisi", *Giur. comm.*, 2017, I, 335 nt. 51, il quale accoglie l'opinione di D'Atto in quanto, in sostanza, ritiene che anche nel concordato gli amministratori non possano, nell'espletamento diligente del loro incarico, pretermettere l'interesse dei soci, ritenuto pur sempre esistente anche in caso di valore delle partecipazioni sociali pari a zero. Come si dirà oltre, tuttavia, il valore fondamentale che le diverse novelle alla legge fallimentare perseguono è quello della conservazione dell'impresa in quanto funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori. Se questo è vero, pare plausibile ammettere che gli stessi amministratori della società in crisi possano (anzi, debbano a seguito del nuovo arbitraggio di interessi che si realizza nell'impresa in tale situazione: SACCHI, "La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria", *Giur. comm.*, 2014, I, 320; FERRI *jr* (*supra*, n. 5), 488 ss.) presentare una proposta che preveda la diluizione o l'elisione delle vecchie partecipazioni sociali, ove questa sia l'unica opzione per il salvataggio dell'impresa. Anche in considerazione del fatto che la nuova disciplina sembra avallare una concezione definita "neoistituzionale" dell'interesse sociale (v. oltre per i riferimenti). Nel senso di una applicazione rigidamente circoscritta alle sole proposte concorrenti, conformemente al suo tenore letterale, dell'art. 163, 5° comma (e 185, 6° comma), legge fall. v. la prima pronuncia in materia: Trib. Reggio Emilia, 28 giugno 2016, di prossima pubblicazione su *Fallimento*, che perviene a tale conclusione in base alla lettera della norma citata e al suo carattere eccezionale, che ne impedirebbe applicazioni analogiche. Si tratta, tuttavia, di argomenti assai poco convincenti e controvertibili, oltre che per quanto si dirà nel testo anche per il fatto che i) è assai incerto che la disposizione in esame possa considerarsi eccezionale se valutata nel contesto dei valori a cui è ispirata la disciplina concorsuale (per tutti v. FABIANI, parere *pro veritate*, 15 maggio 2017, inedito, consultato per cortesia dell'autore, dove si afferma efficacemente: "Qualora si è bruciata ricchezza al punto da ledere la garanzia patrimoniale ... gli interessi da proteggere sono quelli dei creditori e i soci vanno a collocarsi nell'angolo, forse angusto, dei *residual claimants*. In questo caso ... le regole da applicare paiono essere solo quelle del diritto della crisi d'impresa"); ii) è affermato da autorevole dottrina che, ricorrendo la medesima *ratio*, anche la disposizione eccezionale può essere estesa analogicamente (PORTALE, "Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione", in ABBADESSA-PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso (Torino, 2006), 2, 3 ss. nt. 58; BOBBIO, voce "Analogia", in

Al riguardo, però, pare preferibile assumere una diversa posizione, tale da ritenere che anche la proposta del debitore possa assumere il contenuto di cui all'art. 163, 5° comma, legge fall.

La lettera della disposizione menzionata presenta una certa ambiguità lessicale laddove, nel primo periodo, utilizza il termine “proposte”, riferendosi a quelle concorrenti dei creditori, e poi, il termine “proposta” al singolare, riferendosi a quella del debitore. Al secondo periodo, la norma torna a utilizzare “proposta” al singolare. Da tale rilievo letterale si potrebbe argomentare che, siccome la legge utilizza genericamente il termine “proposta” (e non dice la “*proposta presentata da uno o più creditori*”), la prescrizione in esame riguarda ogni proposta di concordato ivi compresa quella della società debitrice. Il rilievo di quest'argomento appare, però, assai modesto, in quanto si può in senso contrario asserire che l'art. 163 legge fall. è dedicato alle “proposte concorrenti”; quindi, in mancanza di una chiara specificazione, parrebbe che laddove esso utilizza il termine “proposta” lo faccia in riferimento all'oggetto della propria disciplina, ossia alle proposte presentate dai creditori [65].

Sembra, piuttosto, dotata di maggiore consistenza un'altra considerazione: se si consente a soggetti che non hanno, per il diritto sostanziale, nessun potere decisionale sulla struttura e sull'organizzazione della società, di proporre un'operazione del tipo di quella in esame, atta a sovvertire gli assetti proprietari dell'ente, appare irragionevole non attribuire il medesimo potere anche agli amministratori che agiscono in nome e per conto di quest'ultimo. In altri termini: l'argomento *a fortiori* pare indicare che l'art. 163, 5° comma, legge fall. non ha portata limitativa, per cui non va interpretato nel senso che la proposta concorrente e solo la proposta concorrente può prevedere l'aumento di capitale lì disciplinato.

E verso la stessa conclusione converge anche l'argomento che valorizza la ragionevolezza e la coerenza delle prescrizioni legislative, non riuscendosi a individuare motivi plausibili che giustifichino una simile disparità di trattamento fra proposta del debitore e proposta dei creditori. Anzi, la dottrina ha correttamente rilevato che il sistema delineato dalla novella del 2015, tramite l'introduzione dell'innovativa previsione delle proposte concorrenti, se, da un lato, appare volto ad aprire il “mercato della crisi”, costituisce, dall'altro, “più uno stimolo verso il debitore che un vero e proprio investimento sull'intervento di terzi nelle crisi” [66]. Sareb-

Noviss. Dig. it. (Torino, 1957), 603; GIANNINI, *L'analogia giuridica* (Milano, 1942), 66; MORTATI, *Istituzioni di diritto pubblico* (Padova, 1969), I, 338; TARELLO, “L'interpretazione della legge”, in *Trattato Cicu-Messineo* (Milano, 1980), 1.2, 241 ss.

[65] A testimonianza del carattere non dirimente dell'argomento letterale, si consideri che all'obiezione riportata nel testo si potrebbe controbattere che *rubrica legis non est lex*.

[66] FABIANI (*supra*, n. 64), 41, il quale afferma giustamente che “il legislatore [dell'ultima riforma] ... non ha voluto penalizzare il debitore” (e al quale appartiene anche il virgolettato nel testo); ARATO,

be, dunque, davvero poco razionale precludere al debitore – al quale tutt’ora spetta il monopolio della presentazione della domanda di concordato e che, comunque, è privilegiato dalla legge rispetto a eventuali proposte concorrenti – la possibilità di prevedere nel piano concordatario provvedimenti incidenti sull’organizzazione sociale ove funzionali alla miglior possibile regolazione della crisi [67].

Anche la spiegazione (legata alla ravvisata analoga disparità prevista per le due diverse proposte di concordato fallimentare) al riguardo adottata da chi ha approfondito l’esame della disposizione [68] appare poco coerente con la funzione assoluta dall’introduzione di una previsione tanto innovativa: se la possibilità di incidere sulla posizione proprietaria dei soci con il piano di concordato mira a consentire soluzioni della crisi che agevolano il salvataggio dell’impresa e il miglior soddisfacimento possibile dei creditori, non si vede perché essa non debba essere offerta al debitore, che scelga di presentare una proposta coerente con i valori dai quali è permeata la nuova disciplina concorsuale.

Se, poi, si cerca qualche appiglio maggiormente legato al dato positivo a favore della ricostruzione qui preferita, appare decisivo il dato comparatistico.

L’interpretazione rigorosamente letterale dell’art. 163, 5° comma, legge fall. perverrebbe a una soluzione dissonante con quella che emerge dagli ordinamenti stranieri, nei quali i provvedimenti ablativi della partecipazione dei vecchi soci della società in crisi – siano o meno contenuti nel piano proposto ai creditori – si collegano a un atto di impulso della procedura tanto del debitore quanto del creditore. Se è verosimile che la disciplina italiana abbia attinto a quelle straniere antecedenti – in particolare a quella tedesca e francese –, allora pare corretto legittimare la previsione di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione anche nella

“Il concordato preventivo”, in CAGNASSO-PANZANI (diretto da), *Crisi d’impresa e procedure concorsuali* (Torino, 2016), 3367 (al quale appartiene l’espressione “mercato della crisi”).

[67] FABIANI (*supra*, n. 64), 43 che argomenta l’orientamento del sistema del concordato a favore della proposta del debitore dal fatto che i) l’iniziativa concordataria spetta solo al debitore e che le proposte concorrenti sono condizionate alla proposta di una soddisfazione inferiore alla soglia del 30/40%; ii) la proposta del debitore in caso di parità di voti prevale (art. 177 legge fall.); iii) la proposta del creditore impone che il credito del proponente debba essere obbligatoriamente inserito in una ‘mono-classe’ (art. 163 legge fall.), sì che tale proposta è soggetta al sindacato di convenienza ex art. 180 legge fall., nel caso di dissenso di almeno una classe; diversamente la proposta del debitore può non contemplare suddivisione dei creditori in classi con l’effetto che il sindacato sulla convenienza è marginalizzato all’ipotesi della presenza di una minoranza qualificata dei creditori contrari (20%).

[68] D’ATTORE (*supra*, n. 5), 1170 ss. L’autore sostiene che la disparità sia giustificata perché il debitore “ha avuto la possibilità di giocare in solitudine il primo *round*, ma una volta che tale vantaggio è stato consumato ... si concede un’opportunità anche al terzo, che beneficia di vantaggi compensativi”. Ma tale osservazione, se spiega perché si consente ai creditori di proporre qualcosa al posto del debitore, qualora quanto da lui offerto in prima istanza non sia considerato soddisfacente (come previsto per la percentuale proposta ai creditori), non sembra risponde alla domanda: perché non si consente al debitore di giocare il primo *round* a parità di condizioni con i creditori?

proposta proveniente dal debitore, in ossequio al principio per cui il diritto comparato ha la funzione, fra le altre, di “*strumento per l’interpretazione e la ricostruzione* del diritto interno, specialmente in relazione agli istituti trapiantati da altri sistemi” (corsivi aggiunti) [69].

13. *Segue: presupposti dell’esclusione o limitazione del diritto d’opzione*

Sempre con riguardo all’art. 163, 5° comma, legge fall., si è sostenuto che il laconico riferimento all’esclusione del diritto di opzione non implichi alcuna deroga a quanto prevedono, rispettivamente, l’art. 2441 c.c. per la s.p.a. e l’art. 2481-bis c.c. per la s.r.l. [70].

Tale tesi rifiuta la possibilità di identificare l’interesse sociale *ex art. 2441, 5° comma, c.c.*, in una logica neoistituzionale, con la sopravvivenza in sé della società esdebitata (nonostante tale interesse sia difforme da quello dei vecchi soci), in quanto non sarebbe l’esclusione del diritto di opzione a salvare la società debitrice, ma la sottoscrizione dell’aumento del capitale sociale, in grado di dotarla delle risorse previste come necessarie all’adempimento delle obbligazioni concordatarie. Non sarebbe dunque comprensibile, se non in termini di incentivo abnorme alla formulazione di una proposta concorrente ostile, un sacrificio imposto a quei soci, che potrebbero ancora manifestare interesse all’operazione di aumento di capitale sociale racchiusa nella proposta concorrente del creditore: l’interesse della massa dei creditori sarebbe comunque soddisfatto a seguito della sottoscrizione del nuovo capitale, a prescindere dall’identità dei sottoscrittori [71].

[69] PORTALE (*supra*, n. 1), 546. La conclusione proposta nel testo è condivisa da ABRIANI (*supra*, n. 53), 390 ss.; STANGHELLINI (*supra*, n. 54), 274; TEDESCHI, “Proposte e offerte concorrenti di concordato preventivo”, *Dir. fall.*, 2016, 1407; PINTO (*supra*, n. 4), 132; dalla massima n. 58 sul d.l. n. 83/2015 elaborata dal Consiglio del Notariato dei distretti di Firenze, Prato e Pistoia; e pare trovare conferma anche in 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* (citato da STANGHELLINI, “Art. 2447”, in ABBADESSA-PORTALE (diretto da), *Le società per azioni* (Milano, 2016), II) dove, anteriormente alla entrata in vigore del d.l. n. 83/2015 si è sostenuto che l’operazione di azzeramento e contestuale aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione è ammissibile anche al di fuori del concordato (in particolare con riferimento a una banca in amministrazione straordinaria).

[70] Dunque, l’esclusione (o la limitazione) del diritto di opzione sarebbe possibile, nella s.p.a. emittente azioni non quotate, solo se i) le nuove azioni devono essere liberate mediante un conferimento in natura (cfr. art. 2441, 4° comma, c.c.); ii) l’interesse sociale lo esige (cfr. art. 2441, 5° comma, c.c.); iii) le azioni sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società debitrice (o di altre società che la controllano o sono dalla prima controllate: cfr. art. 2441, 8° comma, c.c.). L’esclusione del diritto di sottoscrizione nella s.r.l., invece, dovrebbe essere prevista dall’atto costitutivo (cfr. art. 2481 bis, 1° comma, c.c.), altrimenti non potrebbe aver luogo.

[71] Così A. ROSSI, “Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo (prime ri-

Si tratta tuttavia di una ricostruzione che, nell'imporre la scrupolosa osservanza delle prescrizioni civilistiche nella crisi dell'impresa, suscita seri dubbi. Tant'è che altra parte della dottrina pronunciata sull'argomento sminuisce la rilevanza dei presupposti dell'esclusione del diritto di opzione previsti dal diritto sostanziale: si ritiene di poter ravvisare nell'operazione di azzeramento del capitale sociale e di contestuale aumento con esclusione del diritto di opzione di una società in crisi l'esistenza *in re ipsa* di un interesse della società, quando quel provvedimento costituisca l'unica possibile opzione per il ritorno *in bonis* della società stessa [72].

Il problema dei presupposti formali e sostanziali dei provvedimenti societari inclusi nell'*Insolvenzplan* è già stato esaminato, peraltro, dalla dottrina tedesca, che sul punto, però, non è giunta a una conclusione univoca [73]. Da un lato, si riconosce che il § 225a, *Abs. 2, InsO*, relativo all'esclusione del diritto di opzione, non subordina tale decisione a condizioni specifiche, né prevede rimedi che consentano ai soci di far valere l'eventuale violazione delle prescrizioni dettate al riguardo dal diritto societario; per cui la posizione partecipativa dei soci risulta totalmente soggetta al potere dei creditori della società [74]. Dall'altro, parte della dottrina desume la necessità di rispettare i presupposti sostanziali dell'esclusione del diritto di opzione dal § 225, *Abs. 3, InsO*, che ammette la previsione nel piano di tutti i provvedimenti che siano "gesellschaftsrechtlich zulässig" [75]. Requisito quest'ultimo la cui rilevanza, in verità, altri autori tendono a sminuire con specifico riferimento alla questione in esame, sulla base di un'interpretazione del diritto di opzione fondata sulla *Systematik* dell'*Insolvenzrecht* [76].

flessioni)", *ilcaso.it*, 2015, 21; per un'opinione simile a quella riportata nel testo MAUGERI (*supra*, n. 5), 420 (ma in relazione alla disciplina vigente prima della recente novella) sulla scorta dell'insegnamento di PREITE, "Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni", in *Trattato Colombo-Portale* (Torino, 1993), 3**, 157 e LUTTER, "Die Treuepflicht des Aktionärs", *ZHR*, 1989, 449; VITALI, "Profili di diritto societario delle «proposte concorrenti» nella «nuova disciplina del concordato preventivo»", *Riv. soc.*, 2016, 870 ss., per il quale il 163, 5° comma, legge fall. è norma di rinvio all'art. 2441 c.c.

[72] MARCHETTI (*supra*, n. 69), 9, che parla anche di interesse fondamentale alla conservazione dell'organismo produttivo; ARATO (*supra*, n. 66), 3370. E v. anche STANGHELLINI (*supra*, n. 8), 257 ss. che accenna a una possibile concezione neo-istituzionalistica dell'interesse sociale (al riguardo v. anche quanto afferma la dottrina francese sopra riportata); FABIANI (*supra*, n. 64), 33 ss. Di contrario avviso GALLETTI (*supra*, n. 53), 20, per il quale è assai incerto che la delibera di aumento di capitale riservato sia uno dei casi in cui l'esclusione del diritto di opzione è necessaria per soddisfare l'interesse sociale solo perché adottata in funzione della realizzazione di un concordato. Per ulteriori ampi riferimenti, VITALI (*supra*, n. 69), 870 ss. nt. 54.

[73] Per ampi ragguagli sulla dottrina tedesca si rinvia a GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 131 ss. ntt. 848 ss. Sul tema v. anche THOLE (*supra*, n. 15), 92 ss.

[74] GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 164 ss., ove ampi riferimenti.

[75] GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 194 ss.

[76] ALTMEPPEN, "Zur Rechtsstellung der Gläubiger im Konkurs Gestern und Heute", in *Festschrift*


Nell'ordinamento francese l'art. L631-19-2 *c. comm.* mantiene fermo il diritto di prelazione dei soci per le azioni di nuova emissione in caso di aumento forzoso del capitale che debba essere realizzato mediante conferimenti in denaro, non qualora il tribunale disponga la conversione dei crediti in partecipazioni.

Il confronto con il dato comparatistico induce a propendere, allora, per l'inapplicabilità dell'art. 2441, 5° comma, c.c. all'esclusione del diritto di opzione prevista nel piano concordatario. Tale esito interpretativo si ricava dal fatto che la nostra disciplina concorsuale non prevede alcun limite esplicito – a differenza del *code de commerce* francese – alla possibilità di escludere il diritto di opzione nella proposta, né la necessità – imposta invece dall'*Insolvenzordnung* – che i provvedimenti oggetto del piano siano legittimi ai sensi del diritto societario.

Sembra pertanto corretto concludere che, se lo scopo della novella è quello di imporre una ristrutturazione anche contro la volontà dei vecchi soci, privilegiando l'interesse dei creditori [77], allora la soluzione interpretativa più coerente con tale obiettivo, in mancanza di diversa indicazione normativa, è la possibilità di escludere il diritto di opzione prescindendo dalla sussistenza dei presupposti prescritti dal diritto sostanziale, le cui regole non possono trovare applicazione in situazioni di crisi, nelle quali si impone un arbitraggio degli interessi connessi all'impresa diverso da quello sotteso alle norme societarie.

L'art. 163, 5° comma, legge fall., inoltre, deve essere considerato come un frammento del diritto societario della crisi, che costituisce un sistema normativo a sé stante, da integrare, ove occorra, ricorrendo ai principi a esso propri [78] oppure – secondo una diversa interpretazione – nel quale le forme comuni di organizzazione e di esercizio delle imprese collettive devono essere adattate, in via interpretativa, al nuovo contesto della situazione di crisi o di insolvenza [79]. Entrambe le opinioni inducono, dunque, a delineare uno statuto speciale della società che versi in situazione di crisi; motivo per cui anche la disciplina sostanziale del diritto di opzione necessita di essere adeguata alle specifiche esigenze e ai peculiari bilanciamenti di interessi che emergono in quella peculiare situazione.

Per queste ragioni, la previsione in esame può essere considerata come “una

 für Hommelhoff (Köln, 2012), 19; EIDENMÜLLER, “§ 225a”, in KIRCHOF-EIDENMÜLLER-STÜRNER (hrsg), *Münchener Kommentar zum Insolvenzordnung* (München, 2014), Rn. 50.

[77] Che questo sia il risultato del bilanciamento degli interessi sotteso alle norme introdotte dall'*ESUG* – al quale la nostra disciplina è accostabile per vari profili – è affermato da GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 168 ss.

[78] TOMBARI, “Principi e problemi di «diritto societario della crisi»”, *Riv. soc.*, 2013, 1138 ss.

[79] PORTALE, “Verso un diritto societario della crisi?”, in TOMBARI (a cura di) (*supra*, n. 4), 4; NIGRO, “Riduzione o perdita del capitale di società in crisi”, *ilcaso.it*, 2014, 10, che parla di necessario adattamento dello statuto comune della società alla situazione in cui essa si viene a trovare; FABIANI (*supra*, n. 64), 31.

nuova causa di esclusione o limitazione del diritto di opzione” [80] che si somma a – senza dover essere sussunta in – quelle *ex art. 2441 c.c.*, la cui giustificazione va individuata, fra l’altro, nella funzione propria della procedure concorsuali di traslare il controllo dell’impresa insolvente dai soci ai creditori [81].

Tale conclusione trova peraltro conforto in alcune ulteriori considerazioni:

1) il diritto di opzione è istituito avente come *ratio* la tutela dell’investimento di chi è già socio a fronte dell’incremento del capitale sociale. Essa, tuttavia, non ricorre nelle ipotesi qui in esame, nelle quali si presume che l’investimento del socio sia totalmente perduto, venendo conseguentemente meno l’applicabilità di quell’istituto [82];

2) sebbene l’opinione non sia pacifica, la giurisprudenza teorica e pratica straniera ritiene che l’attribuzione del diritto di opzione ai soci nell’ambito di una *Reorganisation* che è stata *cramed down* nei confronti di una classe di creditori (antergati ai soci) *impaired* (ossia non soddisfatti regolarmente) determini la violazione dell’*absolute priority rule* [83]. Vero questo, l’esclusione del diritto di opzione per i vecchi soci nel concordato conseguirebbe all’applicazione di tale principio, che parte della dottrina ricava per il nostro ordinamento dall’art. 160, 2° comma, legge fall. [84].

[80] GUIDOTTI, “Misure urgenti in materia fallimentare (d.l. 27 giugno 2015, n. 83): le modifiche alla disciplina del fallimento e le disposizioni dettate in tema di proposte concorrenti”, *ilcaso.it*, 2015, 12; BENAZZO, “Crisi d’impresa, soluzioni concordate e capitale sociale”, *Riv. soc.*, 2016, 241 ss., il quale dall’assunto menzionato nel testo trae la conseguenza per cui nel concordato non si applicano all’aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione le condizioni e i presupposti previsti per tale operazione dal codice civile.

[81] *Ex multis*, STANGHELLINI (*supra*, n. 8), 49 ss.

[82] In tal senso PACIELLO, relazione al convegno annuale della *Riv. dir. impr.*, Napoli, 29 gennaio 2016, inedita. A una conclusione differente perviene, in merito al diritto di opzione dei soci in caso di operazioni sul capitale della società in crisi, ma in base alla disciplina previgente la novella del 2015, MAUGERI (*supra*, n. 5), 418 (ove anche ampi riferimenti), il quale ritiene che in tale contesto rimanga ferma la regola che vuole “riservata” anzitutto ai soci la scelta se effettuare un nuovo investimento nell’attività, poiché la perdita del capitale non esclude il valore prospettico ossia attualizzato della partecipazione. L’autore sostiene, infatti, che nella riorganizzazione dell’impresa e nella prospettiva di una sua continuazione la partecipazione sociale non può dirsi del tutto priva di rilievo economico, proprio in quanto espressione di un interesse correlato alla produzione di flussi finanziari futuri (ancora) ricavabili dall’attività il cui valore complessivo si assume, per ipotesi, superiore al valore “parcellizzato” dei singoli beni appartenenti al patrimonio sociale (e v. HU-WESTBROOK, “Abolition of the Corporate Duty to Creditors”, *Colum. L. Rev.* 107 (2007), 1321 ss., 1329 ss., 1382 e 1403).

[83] V. oltre per i necessari riferimenti.

[84] L’argomento non è da considerare pacifico. È controverso l’art. 160, 2° comma, legge fall. recepisca una regola analoga all’*absolute priority rule USA*. In dottrina v. le contrapposte opinioni di VATTERMOLI (*supra*, n. 22), 417 ss. e di AMBROSINI (*supra*, n. 63), 203 nt. 7; e da ultimo sia consentito rinviare in argomento a BENEDETTI, *lfinanziamenti dei soci e infragruppo alla società in crisi* (Milano, 2017), 179 ss.]. È anche controverso se il divieto sancito all’art. 160, 2° comma, legge fall. sia appli-

14. Segue: la possibilità per i soci di evitare la diluizione o l'elisione della loro partecipazione

Oltre a quanto già esposto, la preoccupazione di contemperare l'interesse della massa dei creditori con l'esigenza di non sacrificare quei "soci che potrebbero ancora manifestare interesse all'... aumento di capitale ... racchius[o] nella proposta di concordato" [85] appare ingiustificata e, in quanto tale, inidonea a determinare un'interpretazione restrittiva – che ritenga cioè applicabili i limiti civilistici all'esclusione del diritto di opzione – della disciplina in esame, poiché i soci possono ricapitalizzare la società – nel rispetto delle regole di diritto sostanziale – prima dell'apertura del concordato.

Al riguardo, risulta di fondamentale importanza dedicare qualche cenno ai rapporti fra amministratori e soci nella fase "crepuscolare" dell'impresa societaria.

Nel nostro ordinamento sono rintracciabili indici normativi sufficienti a fondare il dovere degli amministratori, una volta accertato che la società è in crisi e quantomeno nell'ipotesi in cui intendano adottare decisioni incidenti sull'investimento azionario, di convocare tempestivamente l'assemblea, se non altro per rendere edotti i membri della compagine sociale della situazione e per chiedere un interpellato o una "ratifica" in merito all'indirizzo da adottare. Dovere che assolve la specifica funzione di consentire ai soci di intervenire attivamente per superare la crisi, anche e soprattutto, apportando risorse finanziarie [86]: si tratta di garantire ai soci la scelta se proseguire lungo il percorso di risanamento progettato dagli amministratori – che potrebbe comprendere anche i provvedimenti ablativi della partecipazione sociale qui in esame –; se revocare gli amministratori qualora non ne condividano le scelte; o se interrompere anticipatamente l'attività della società e deliberarne lo scioglimento [87].

cabile al rapporto creditori/soci (in senso contrario v. FERRI *jr* (*supra*, n. 5), 486 e *ID.*, "Il trattamento dei creditori nel concordato tra competenze collettive e interessi individuali", *Osservatorio di diritto civile e commerciale*, 2015, 377; MAUGERI (*supra*, n. 5), 400 nt. 238, il quale correttamente rileva che la legittimità della partecipazione dei soci al plusvalore generato dall'esercizio dell'impresa riorganizzata dipende dall'interpretazione preferita per l'art. 124, 3° comma (o 160, 2° comma), legge fall.

[85] A. ROSSI (*supra*, n. 69), 21, che per tale motivo propone un'applicazione dell'art. 2441 c.c. anche nel caso disciplinato dall'art. 163, 5° comma, legge fall.

[86] BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi* (Torino, 2015), 231-232; PACILEO, "Doveri informativi e libertà d'impresa nella gestione di una s.p.a. in «fase crepuscolare»", *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 83 ove a nt. 37 ulteriori riferimenti.

[87] BRIZZI (*supra*, n. 86), 232; *ID.* (*supra*, n. 64), 335 ss.; SFAMENI, *Perdita del capitale sociale e bilancio straordinario* (Milano, 2004), 65 ove a nt. 180 ulteriori riferimenti; DE LUCA, "Riduzione del capitale ed interessi protetti. Un'indagine comparatistica", *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 595 ss. Sulla revocabilità degli amministratori come strumento di soluzione dei conflitti soci/amministratori in merito allemodalità con le quali affrontare la crisi v. anche la massima 58, cit. Com'è noto, secondo alcuni autori,

Più specificamente, la dottrina ha richiamato al proposito gli artt. 2446, 1° comma e 2447 c.c., la cui *ratio* viene individuata proprio nell'esigenza di coinvolgere i soci nelle iniziative volte al risanamento dell'impresa almeno a fini informativi [88]; e ha ritenuto significativo che, al fine di salvaguardare le menzionate esigenze informative, l'art. 182-*sexies* legge fall. faccia salva l'applicazione della prima disposizione [89]. Tutte queste regole vengono ritenute capaci di dare contenuto ai parametri della correttezza e della diligenza nella gestione della società in stato di crisi [90], secondo una ricostruzione che trova corrispondenza nei principali ordinamenti stranieri, nei quali l'evoluzione interpretativa è orientata verso un coinvolgimento dei soci quantomeno nelle decisioni relative a una crisi non ancora sfociata nell'insolvenza e incidenti sulla loro posizione, nonché sulla struttura e sull'oggetto delle impresa societaria [91].

possono rientrare negli opportuni provvedimenti non solo le operazioni sul capitale, ma anche le vere e proprie decisioni aziendali e, dunque, per questa via altresì le soluzioni negoziali della crisi come il concordato preventivo: in tema cfr. CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenza dell'assemblea* (Milano, 1985), 117 ss.; ABBADESSA, "L'assemblea: competenze", in ABBADESSA-PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni* (TORINO, 1994), 3*, 60 ss.; ID., "La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.: dal codice alla riforma", in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras (Torino, 2010), 4 ss.; ABBADESSA-MIRONE, "Le competenze dell'assemblea", *Riv. soc.*, 2010, 282 ss.; PORTALE, "Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione", in COLOMBO-PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso (Torino, 2006), 2, 29 ss.; GUERRERA, "Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi", *Riv. soc.*, 2013, 1126; MAUGERI, "Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.", *Riv. soc.*, 2013, 406 ss.

[88] BRIZZI (*supra*, n. 86) 231-232; ID. (*supra*, n. 64), 335 ss., ove si valorizzano i principi di buona fede e correttezza che regolano i rapporti obbligatori (artt. 1175 e 1375 c.c.) ovvero quelli della disciplina del mandato (art. 1710, 2° comma, c.c.); SFAMENI (*supra*, n. 87), 18; PACILEO (*supra*, n. 86), 79 ss., ove a nt. 29 ulteriori richiami e che valorizza anche gli artt. 2484, 1° comma, n. 2 e n. 6 e 2487, 1° comma, lett. c), c.c. In generale sulla funzione informativa della convocazione dell'assemblea per la riduzione obbligatoria del capitale v. MIOLA, "La tutela dei creditori e il capitale sociale: realtà e prospettive", *Riv. soc.*, 2012, 298; STANGHELLINI, "Director's Duties and the Optimal Timing of the Insolvency. A Reassessment of the «Recapitalize or liquidate» Rule", in BENAZZO-CERA-PATRIARCA, *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze* (Torino, 2011), 761 ss.

[89] PACILEO (*supra*, n. 86), 80; e sul rapporto fra art. 182 *sexies* legge fall. e 2447 c.c. NIGRO, "Riduzione o perdita del capitale della società in crisi", *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 574; STRAMPELLI, "Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi", *Riv. soc.*, 2012, 654.

[90] SFAMENI (*supra*, n. 87), 63 e nt. 176; BRIZZI (*supra*, n. 86), 234 e nt. 228 e 229 per ult. rif.; PACILEO (*supra*, n. 86), 81.

[91] Si afferma, infatti, che al fine di assicurare una regolare direzione dell'impresa, gli amministratori hanno il dovere di informare i soci sull'esistenza di una situazione di crisi e sulle possibilità di risanamento. I dati normativi valorizzati al riguardo in Germania sono i §§ 49, *Abs. 2, GmbHG* e 91, *Abs. 1, AktG*, che impongono un obbligo di convocare l'assemblea se dal bilancio predisposto al termine o nel corso dell'esercizio risulti la perdita della metà del capitale sociale. Si fa, inoltre, riferimento, alla clausola generale contenuta nel § 49, *Abs. 3, GmbHG* per cui l'assemblea deve essere convocata (a parte le ipotesi specificate all'*Abs. successivo*) quando ciò appaia nell'interesse della società. V. BORK,

Se i soci non hanno sfruttato questo “primo *round*” [92], ricapitalizzando la società o sostituendo gli amministratori di cui non condividano le scelte in merito alla gestione della crisi – dunque non hanno sfruttato l’opportunità di evitare *ex ante* l’avvio di una procedura – non si vede per quale motivo il loro interesse a partecipare alla “ri-negoziazione” relativa alla struttura finanziaria dell’impresa debba essere preservato una volta aperto il concordato [93].

In tale ottica, peraltro, la previsione di una regola che sacrifica l’interesse dei vecchi soci a rimanere in società o a non subire diluizioni della loro partecipazione appare pienamente coerente con altre previsioni concorsuali, la cui *ratio* può essere individuata nel favorire un ricambio della compagine societaria alla quale è in ultima istanza riconducibile – almeno per la scelta dei gestori – l’insorgere della crisi. Si pensi, in particolare, all’art. 182 *quater*, 3° comma, 2° periodo, legge fall., che accorda la prededucibilità per intero a chi abbia acquistato una partecipazione sociale in esecuzione del concordato o dell’accordo di ristrutturazione, così come, a livello comparatistico, al § 39, *Abs* 4, *Inso* [94].

15. Segue: il sovrapprezzo

Il testo dell’art. 163, 5° comma, legge fall. non richiama espressamente nessuna delle garanzie e delle condizioni [95], che il diritto comune prevede in caso di deli-

“Pflichten der Geschäftsführung in Krise und Sanierung”, *ZIP*, 2011, 107 ss.; SCHMIDT, in SCHMIDT-UHLENBRUCK (hrsg.), *Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz* (Köln, 2016), 381, secondo il quale l’obbligo ex § 49, *Abs*. 2, *GmbHG* comprende, nella fase del tentativo di superamento della crisi, un dovere di relazione e di progettazione degli amministratori nei confronti dei soci; *BGB*, 20 febbraio 1995-II ZR 9/94, *GmbHR*, 1995, 300; SEIBT, “§ 49”, in SCHOLZ, *GmbHG* (Köln, 2010), Rz. 23: i gestori devono adottare ogni decisione strategica, che non sia imposta dalla legge, in accordo con i soci. Per ulteriori ampi riferimenti alla dottrina spagnola e *USA v. PACILEO* (*supra*, n. 86), 81 nt. 33.

[92] L’espressione è utilizzata da STANGHELLINI (*supra*, n. 8), 178 ss.

[93] Sul punto, v. BENAZZO (*supra*, n. 80), 241 ss. (al quale appartiene l’espressione fra virgolette) ove la chiara distinzione di due passaggi successivi: nel primo i soci – sollecitati dagli amministratori secondo le regole del diritto societario – rimangono titolari del potere esclusivo di determinare l’assetto finanziario della società in crisi; nel secondo – che si realizza solo in caso di loro inerzia o disinteresse – quel potere viene traslato a favore di terzi; FABIANI (*supra*, n. 64), 40. Quanto si sostiene nel testo trova corrispondenza nella riflessione di PÜHL (*supra*, n. 15), 135, il quale rileva che il “Zugriff auf die Anteile” del piano è legittimo in quanto i vecchi soci hanno, sia prima che durante la procedura di insolvenza, la possibilità di riappropriarsi della società (economicamente divenuta dei creditori), ricapitalizzandola e soddisfacendo i suoi debiti.

[94] Per la ricostruzione di entrambe le disposizioni come volte a incentivare il ricambio della compagine sociale sostituendola con altri soggetti che introducano nuove strategie imprenditoriali v. BENEDETTI (*supra*, n. 84), 90 ss. e per riferimenti ntt. 300 ss.

[95] Le condizioni alle quali si fa riferimento nel testo consistono, nel modello azionario (v. oltre per le s.r.l.), in particolare in quello privo di azioni quotate in mercati regolamentati, i) in una relazione

berazioni di aumento del capitale a titolo oneroso.

Il dato letterale non pare, tuttavia, sufficiente né a escludere la possibile applicabilità anche all'aumento di capitale oggetto del piano concordatario delle regole *ex art. 2441, 6° comma, c.c.*, né a ritenerle senz'altro estendibili a tale operazione per il solo fatto che l'art. 163, 5° comma, legge fall. non menziona alcuna deroga al riguardo. Si deve piuttosto verificare se nel contesto della procedura concorsuale quelle regole possano assolvere o la medesima funzione esplicita nella società *in bonis* oppure addirittura assumerne una nuova e ulteriore, coerente con gli obiettivi del concordato.

Per quanto concerne il sovrapprezzo, esso sembra conservare anche nell'ambito di questa procedura la funzione di corrispettivo per la diluizione dei soci originari, poiché essa non contrasta con l'obiettivo, proprio della nuova disciplina concorsuale, di sopprimere il potere di veto di costoro rispetto a operazioni di riallocazione della proprietà della società. In altri termini, il sovrapprezzo, pur essendo un meccanismo compensativo previsto dal diritto comune, risulta uno strumento di tutela dell'interesse dei vecchi soci – laddove, nonostante lo stato di crisi, le loro partecipazioni incorporino un valore residuo – applicabile anche nella crisi della società, in quanto coerente con lo spostamento del baricentro della loro protezione dal piano organizzativo a quello meramente patrimoniale, che in quella situazione si mira a realizzare [96].

16. I flussi informativi a favore dei soci nel caso di limitazione o esclusione del diritto di opzione

In ordine ai profili procedimentali relativi all'aumento del capitale sociale, appare da condividere la tesi secondo la quale, nel silenzio dell'art. 163, 5° comma, legge fall., sono applicabili – in quanto compatibili con il contesto concorsuale nel quale l'operazione è realizzata, al pari, come detto, del sovrapprezzo – le previsioni dell'art. 2441, 6° comma, c.c. [97] concernenti i flussi informativi, di cui sono de-

dell'organo amministrativo, illustrativa delle ragioni dell'esclusione o della limitazione del diritto ovvero del conferimento in natura; ii) nel parere dell'organo interno di controllo sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni; iii) nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto (art. 2441 c.c.).

[96] Conf. VITALI (*supra*, n. 71), 870 ss.; e per uno spunto anche ARATO (*supra*, n. 66), 3371; di avviso contrario, BENAZZO (*supra*, n. 80), 272, il quale menziona l'assenza di "meccanismi compensativi di diritto comune, prima fra tutti il sovrapprezzo".

[97] La norma recita: «le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del primo periodo del quarto comma o del quinto comma del presente articolo, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare

stinatari, fra gli altri, i soci in caso di esclusione o limitazione del loro diritto di opzione [98].

Non si vedono ragioni, infatti, per negare l'applicazione estensiva di quella previsione, in quanto – come si preciserà oltre – la disciplina concorsuale vigente impone la previa convocazione dei soci nella fase di esecuzione del concordato omologato, prima di consentire il ricorso al meccanismo coattivo dell'esercizio del voto in loro sostituzione da parte dell'amministratore giudiziario (art. 185, 6° comma, legge fall.). Pertanto, le informazioni previste dall'art. 2441, 6° comma, c.c. conservano anche nel nuovo contesto la funzione di consentire ai soci di votare in modo consapevole l'aumento di capitale oggetto della soluzione negoziale della crisi omologata [99] [100].

le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. La relazione deve essere comunicata dagli amministratori al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea. Entro quindici giorni il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. Il parere del collegio sindacale e, nell'ipotesi prevista dal quarto comma, la relazione giurata dell'esperto designato dal Tribunale ovvero la documentazione indicata dall'articolo 2343-ter, terzo comma, devono restare depositati nella sede della società durante i quindici giorni che precedono l'assemblea e finché questa non abbia deliberato; i soci possono prenderne visione».

[98] Si tratta dell'aspetto procedurale più direttamente attinente con il trattamento dei soci nelle procedure concorsuali, oggetto del presente lavoro. Per ulteriori approfondimenti in ordine agli adempimenti procedurali per attuare l'aumento di capitale nel concordato si rinvia alle condivisibili osservazioni di FABIANI (*supra*, n. 64), 34 ss., ove si afferma che il diritto societario va rispettato quanto alle modalità procedurali (e in particolare per quanto attiene al flusso informativo) anche nella crisi; BENAZZO (*supra*, n. 80), 241; VITALI (*supra*, n. 71), § 8; RANIELI, *Prove di contendibilità nel concordato preventivo e fallimentare* (Milanofiori-Assago, 2017), 236.

[99] Così anche VITALI (*supra*, n. 71), 870 ss., il quale rileva che l'applicazione nella fase esecutiva del concordato dell'art. 2441, 6° comma, c.c. si rivela funzionale anche all'esercizio del potere dei soci di proporre opposizione all'omologa.

[100] La tesi proposta nel testo sembra anticipare la regola prevista dall'art. 6, 2° comma, lett. b) della legge delega n. 155/2017, ai sensi del quale, in caso di nomina di un amministratore provvisorio incaricato di eseguire il concordato, i soci devono essere garantiti da adeguati strumenti di informazione: fra questi può senz'altro essere annoverata anche l'informativa in merito alle ragioni dell'esclusione del diritto di opzione, alle condizioni economiche, nonché ai criteri di determinazione e alla congruità del prezzo di emissione delle azioni. Si noti che i soci non hanno alcun diritto di essere informati sugli sviluppi della procedura concordataria, né in base alla disciplina vigente, né in base a quanto previsto nella legge delega cit. f: STANGHELLINI, "Aspetti societari dell'esecuzione del concordato", relazione al corso NDF, Università di Firenze, 2016; VITALI (*supra*, n. 71), 870 ss. Ma ammette che in alcuni frangenti i soci debbano essere informati dagli amministratori anche nel corso della procedura per garantire la competizione fra proposte concordatarie diverse, che la legge ha voluto introdurre con la novella del 2015, FABIANI (*supra*, n. 64), 47.

17. Le modalità operative di esecuzione dell'aumento di capitale

Un supplemento di riflessione merita la cadenza procedimentale degli adempimenti preliminari all'aumento di capitale previsto nel piano concordatario.

Un problema di notevole rilevanza pratica è quello della situazione patrimoniale da porre alla base della delibera di ricapitalizzazione (art. 2447 c.c.) [101]. Al riguardo, si ritiene che quest'ultima debba evidenziare la perdita da coprire e tener conto, a tal fine, *di tutti gli effetti derivanti dal concordato* (escluso l'aumento di capitale), compresa la falcidia dei creditori [102].

Nonostante riscuota ampio consenso nella nostra giurisprudenza teorica e pratica, tale tesi risulta però discutibile alla luce della riflessione sulla valutazione dell'impresa compiuta dalla dottrina tedesca, la quale si interroga sulla necessità di tener conto al riguardo a) dei provvedimenti di risanamento (*Sanierungsmassnahmen*) previsti nell'*Insolvenzplan*, sebbene l'opinione dominante propenda per la soluzione negativa [103] e b) degli incrementi di valore (*Wertzuwächse*) dovuti dalla riorganizzazione [104].

La soluzione prospettata per il nostro ordinamento, peraltro, comporta che la situazione patrimoniale di cui si discute rileva, in sostanza, un trasferimento di ricchezza dai creditori ai soci esistenti, giacché l'incremento del patrimonio netto conseguente alla sopravvenienza attiva determinata dalla falcidia dei creditori è suscettibile di incrementare il valore delle partecipazioni sociali [105].

Sorge, allora, la questione della legittimità di un esito del genere, in effetti contestata da chi ha sostenuto che "il trasferimento di ricchezza da classi *senior* a classi *junior* crea dubbi di ... incompatibilità con il principio della *absolute priority ru-*

[101] Per approfondimenti sul punto v. la massima n. 58, cit., § 3.

[102] Quanto si dice nel testo significa che la perdita rilevata nella situazione patrimoniale posta a base della ricapitalizzazione dovrà essere decurtata, rispetto a quella risultante *ante* concordato, in misura pari all'importo dei crediti falcidiati. Sul punto v. la massima 58, cit.; la massima P.B.1 "Deliberazioni sulle perdite di società soggetta a concordato preventivo o a un accordo di ristrutturazione dei debiti omologati" del Consiglio notarile delle tre Venezie ("nel predisporre la situazione patrimoniale di una società che abbia visto omologato un piano di ristrutturazione dei debiti è necessario tenere conto anche degli effetti legali del piano"); Trib. Ancona, 12 aprile, 2012, *Fallimento*, 2013, 110 ("In tema di concordato preventivo, la riduzione dell'ammontare dei debiti per effetto della ristrutturazione proposta a seguito dell'omologazione del concordato è suscettibile di determinare una sopravvenienza attiva nel patrimonio sociale necessariamente destinata ad essere utilizzata per abbattere la perdita maturata prima dell'ingresso della società in procedura ..."); ARATO (*supra*, n. 66), 3371; STANGHELLINI (*supra*, n. 100).

[103] Per tutti i necessari riferimenti alle opinioni contrapposte v. PÜHL (*supra*, n. 15), 342 ss. ntt. 1673-1674-1676

[104] PÜHL (*supra*, n. 15), 344 ss.

[105] Per uno spunto BENAZZO (*supra*, n. 80), 241 ss.

le (almeno fra creditori) espresso dall'art. 160, comma 2, ultima parte" [106].

L'effetto appena descritto, tuttavia, potrebbe essere corretto tramite l'imposizione a carico soltanto dei vecchi soci [107] – naturalmente nel caso in cui il diritto di opzione sia stato non già escluso, ma limitato – di un sovrapprezzo, da quantificare in base al valore del patrimonio netto – come prescrivono il 4° e 6° comma dell'art. 2441 c.c. per i casi in cui il sovrapprezzo è obbligatorio – determinato tenendo conto degli effetti del concordato, così da neutralizzare il trasferimento di ricchezza sopra descritto [108]. Al sovrapprezzo, infatti, viene riconosciuta la funzione di “impedire il depauperamento del valore reale del titolo” a danno dei vecchi soci in caso di differenza fra la consistenza del patrimonio della società e l'importo del capitale sociale [109], dunque, proprio la funzione di evitare un trasferimento di ricchezza a vantaggio dei terzi che sottoscrivessero le nuove azioni al valore nominale.

Nel concordato esso assumerebbe, però, una connotazione parzialmente nuova, poiché il suo pagamento tutelerebbe non i soci originari, ma i creditori che entrano nella compagine sociale in esecuzione della procedura concorsuale [110].

In alternativa, il problema qui esaminato potrebbe trovare una diversa soluzione, ammettendo che la riduzione del capitale sociale in misura pari alle perdite venga realizzata prima dell'omologazione del concordato, così da non incorrere nell'inconveniente, già descritto, cagionato dalla necessaria rilevazione degli effetti del concordato nella situazione patrimoniale da porre alla base dell'operazione: effetti che, in tale ipotesi, ancora non si sarebbero prodotti (arg. ex art. 184, 1° comma,

[106] STANGHELLINI (*supra*, n. 100); MAUGERI (*supra*, n. 5), 400 e nt. 238. Ma si è già in precedenza ricordato come sia dubbio che l'art. 160, 2° comma, legge fall. recepisca la regola di matrice anglosassone dell'*absolute priority rule* e che, anche così opinando, l'art. 160, 2° comma, legge fall. sia suscettibile di regolare la distribuzione dei valori concordatari fra creditori e soci.

[107] Quanto si afferma nel testo recepisce uno spunto reperibile in PÜHL (*supra*, n. 15), 198, il quale si chiede se, qualora i vecchi soci partecipino all'aumento di capitale previsto nell'*Insolvenzplan*, essi acquistino le azioni al valore nominale o con un “Agio” (corrispondente al nostro sovrapprezzo). L'autore sembra propendere per quest'ultima soluzione, poiché dopo il risanamento non sussiste più la crisi dell'impresa, il che comporta l'insorgere di plusvalori.

[108] In sostanza, il pagamento del sovrapprezzo da parte dei soci imporrebbe loro di versare in società quel plusvalore di cui si sono appropriati – *sub specie* di incremento del valore delle loro partecipazioni – in conseguenza della falcidia dei debiti sociali registrata nel bilancio straordinario *ante* riduzione, posto a base del conseguente aumento del capitale. Per uno spunto, ARATO (*supra*, n. 66), 3371. La possibilità di prevedere il pagamento di un sovrapprezzo solo per taluni soci è ammessa dallo studio del CNN, n. 12-2008/I, sulla base della legittimità, a seguito della riforma, di conferimenti non proporzionali. Se ciò vale per i conferimenti, imputati a capitale – si sostiene – dovrebbe *a fortiori* essere ammissibile anche per il sovrapprezzo, imputato a riserva.

[109] La differenza menzionata nel testo è dovuta all'accumulo di riserve o alla presenza di valori latenti: Cass., 13 luglio 2001, n. 9523, *Società*, 2002, 189 ss.

[110] Parla di “una (ri)valorizzazione di precetti e di funzioni tradizionali del diritto delle società non in crisi, ripresi e utilizzati in una nuova semantica”, BENAZZO (*supra*, n. 80), 241 ss.

legge fall.) [111]. Soluzione quest'ultima non preclusa dall'art. 182-*sexies* legge fall., che ammette, ma non impone la sospensione dell'applicazione delle norme civilistiche sulla riduzione obbligatoria del capitale per perdite.

Tale opzione, però, genera un ulteriore dubbio al quale si può in questa sede fare soltanto un cenno.

Occorre cioè chiedersi se si possa ricavare dal vigente art. 185, 6° comma, legge fall. (o dall'art. 6, 2° comma, lett. *b*)), della legge delega n. 155/2017, sui quali v. oltre) un principio di scardinamento delle prerogative dei soci nelle fasi di svolgimento della procedura, cioè nelle fasi anteriori al momento in cui l'ipotesi di risanamento divenga obbligatoria per effetto dell'approvazione da parte dei creditori e dell'omologazione del tribunale; oppure, al contrario, se in quelle fasi restino impregiudicate, insuscettibili di compressioni o interferenze, le ordinarie prerogative dei soci della società, che, perciò, sarebbero chiamati ad approvare la delibera di riduzione del capitale *ante* omologazione.

La risposta a tale quesito è particolarmente complicata, contrapponendosi al riguardo due considerazioni parimenti rilevanti e fondate.

Da un lato, quella per cui, a ben vedere, la prospettiva nella quale si muovono tanto la disciplina vigente (art. 185, 2° comma, legge fall.) quanto la legge delega per la riforma organica della legge fallimentare è limitata a un caso specifico ed è ispirata alla necessità di garantire l'adempimento di una proposta – che può provenire anche da un terzo – ormai cristallizzata dall'approvazione e dal provvedimento di omologazione: le prerogative di diritto sostanziale dei soci possono essere aggirate solo in attuazione del dovere (sancito già dall'art. 185, 3° comma, legge fall. e ribadito dall'art. 6, 2° comma, lett. *b*) della legge delega n. 155/2017) del debitore – e se esso ha forma societaria, di tutti i suoi organi – di eseguire il concordato *omologato* [112]. La compressione della libera volontà dei soci sarebbe giustificata dal fatto che la società si è obbligata in via definitiva, irrevocabile e immodificabile a conformare i propri comportamenti gestionali agli obiettivi e ai contenuti della proposta. Soltanto in questi limiti sarebbe ammesso, alla luce del dato positivo, uno stravolgimento rispetto alla tradizionale architettura delle competenze relative all'organizzazione societaria, giustificato dalla necessità di non pregiudicare gli obiettivi di risanamento promessi ai creditori, da questi accettati e omologati dall'autorità giudiziaria [113].

[111] Devo il rilievo al prof. FERRI *jr*, in occasione della discussione del presente lavoro al convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del diritto Commerciale, tenutasi a Roma nel febbraio 2016.

[112] ABRIANI (*supra*, n. 53), 390 ss.; D'ATTORRE (*supra*, n. 5), 1170; da ultimo MEO, "I soci e il risanamento. Riflessioni a margine dello Schema di legge-delega proposto dalla Commissione di riforma", *Giur. comm.*, 2016, I, 286.

[113] Così, quasi alla lettera, MEO (*supra*, n. 112), 287.

Si ritiene, invece, che una generale elisione delle prerogative di diritto sostanziale dei soci non trovi una base sicura nell'assunto per cui la sussistenza di una situazione di crisi innescherebbe una gerarchia di valori tra gli interessi coinvolti diversa da quella ordinaria, ponendo al vertice quello alla soluzione della crisi (o, secondo altra impostazione, alla soluzione della crisi che salvaguardi la continuità aziendale). A dimostrare "questa modificazione di inclinazione dell'asse deontologico del «diritto societario delle crisi»" non viene ritenuto sufficiente, infatti, il riconoscimento, nelle situazioni di crisi, di una particolare colorazione – e neppure di un'accentuazione – di certe categorie di interessi rispetto a quelli proprietari [114].

D'atro canto, tali considerazioni sembrano confliggere con quanto emerge dall'analisi comparatistica. Da quanto precedentemente esposto si ricava come le nuove regole introdotte tanto in Germania quanto in Francia in merito alla posizione dei soci nelle procedure concorsuali siano espressione della scelta di fondo di realizzare l'antergazione dell'interesse dei creditori sociali alla migliore regolazione possibile della crisi rispetto a quello dei soci (c.d. *Vorrangregel* [115]) *per il solo fatto che la società venga a trovarsi in una situazione di crisi*. In attuazione di tale scelta di fondo, l'*Insolvenzordnung* accorda ai soci il potere di prendere parte all'approvazione dell'*Insolvenzplan* e dei provvedimenti connessi incidenti sulla loro partecipazione, che risulta tuttavia, in sostanza, meramente "eufemistico" [116]; e in Francia le prerogative dei soci possano essere "bypassate" nel corso della procedura di *redressement*, prima della decisione sul piano del tribunale (v. artt. L631-9-1 e L631-19 *c. comm*).

Le soluzioni normative adottate negli ordinamenti continentali stranieri sembrano, pertanto, ammettere un radicale stravolgimento delle competenze di diritto sostanziale dei soci relative all'organizzazione societaria, giustificato dalla necessità di non pregiudicare gli obiettivi di risanamento, già in pendenza della procedura di ristrutturazione (prima dell') e a prescindere dall'insorgere di obblighi di esecuzione di quest'ultima a seguito della sua approvazione giudiziale.

[114] MEO (*supra*, n. 112), 287, secondo il quale la crisi "influisce, ovviamente, sulle finalità e sull'assetto dei doveri di gestione delle procedure di crisi e, almeno in certa misura, può condizionare i doveri di comportamento degli amministratori nell'imminenza e durante una procedura di risanamento. Non «funzionalizza», invece, gli interessi dei soci né nel senso di imporre loro di adottare talune misure in funzione di tali diversi interessi (i soci non hanno mai l'obbligo di adottare alcunché) né in quello di assorbire l'interesse personale dei soci nel preteso interesse superiore e di diluirlo in esso (con la conseguenza che la delibera dei soci possa risultare inutile, e quindi la relativa competenza possa essere rimossa, o che essa debba essere espressa in modo conforme al superiore interesse anche se contrastante con quello dei soci)".

[115] PÜHL (*supra*, n. 15), 131 ss.; GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 169 ss.

[116] SCHMIDT (*supra*, n. 25), 1607; ALTMIPPEN (*supra*, n. 76), 9; PÜHL (*supra*, n. 15), 83 ss.

18. L'ammissibilità di aumenti di capitale senza previa riduzione per perdite nel concordato

L'art. 163, 5° comma, legge fall. si riferisce a un aumento di capitale da eseguirsi dopo l'omologazione del concordato, quando la sospensione degli obblighi di riduzione del capitale *ex art. 182-sexies* legge fall. è ormai cessata [117].

Occorre, perciò, riflettere sulle ripercussioni al riguardo dell'orientamento del Consiglio Notarile di Milano che ammette, nelle società *in bonis*, aumenti del capitale sociale senza la previa deliberazione di riduzione, pur in presenza di perdite superiori a un terzo del capitale o addirittura tali da ridurlo al di sotto del minimo legale. La massima del Notariato milanese rileva ai fini del problema qui indagato "in quanto l'attuazione dell'aumento di capitale senza la preventiva riduzione consente evidentemente di *mantenere inalterate le partecipazioni preesistenti*" [118] dei "vecchi" soci, i quali saranno pertanto più facilmente indotti a votare a favore della ricapitalizzazione [119].

Sono stati sollevati dei dubbi sulla compatibilità fra il divieto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione *ex art. 160, 2° comma, legge fall.* e la soluzione ammessa dalla massima milanese, poiché essa consentirebbe di preservare a favore dei soci una parte del valore residuo dell'impresa [120]. Tali perplessità appaiono, tuttavia, superabili, se si ritiene condivisibile la tesi secondo la quale quel divieto è del tutto estraneo al rapporto fra soci e creditori [121].

[117] Massima 58, cit.

[118] Il risultato indicato nel testo può essere conseguito senza rendere necessari meccanismi di assegnazione non proporzionale delle partecipazioni di nuova emissione (*ex artt. 2346, 4° comma e 2468, 2° comma, c.c.*), non unanimemente ritenuti ammissibili in caso di totale mancanza di conferimenti da parte di uno o più soci, e comunque non sempre agevoli sul piano attuativo (massima 122, Consiglio Notarile Milano, cit., che aggiunge: "proprio la necessità di coinvolgere nelle operazioni di ricapitalizzazione soggetti in tutto o in parte diversi dai «vecchi» soci, infatti, ha evidenziato l'importanza di poter liberamente negoziare le modalità di esecuzione degli aumenti di capitale volti alla raccolta di nuovi capitali, pur in presenza di perdite").

[119] Massima 122, cit., ove ulteriori approfondimenti; e v. anche STANGHELLINI (*supra*, n. 100).

[120] Massima 122, cit., dove si legge che con l'operazione ammessa nella massima stessa "i vecchi soci vedono riconosciuto il valore «latente» ancora presente in società". Sui dubbi menzionati nel testo v. STANGHELLINI (*supra*, n. 98).

[121] FERRI *jr* (*supra*, n. 5), 486 ss., secondo il quale l'esigenza preservata dal divieto *ex art. 160, 2° comma, legge fall.* è del tutto estranea al rapporto fra soci e creditori in quanto le cause di prelazione "rappresentano ... regole volte a risolvere un conflitto che si esaurisce all'interno della categoria dei creditori", per cui è impossibile "non soltanto ... ricostruire, ancorché a fini meramente descrittivi, la posizione dei creditori sociali in termini di titolari di una sorta di prelazione collettiva nei confronti dei soci ... ma anche, e conseguentemente, ... ricostruire il rapporto tra le relative categorie di pretese sulla falsariga di quello intercorrente tra crediti privilegiati e, rispettivamente, chirografari"; e in quanto il divieto in esame assume il peculiare significato di "vincolo al potere della maggioranza" in merito al

L'aumento senza previa riduzione del capitale, ove ritenuto ammissibile anche in situazioni di crisi, non vale, tuttavia, a superare il problema della diluizione forzata della partecipazione dei vecchi soci, in quanto tale effetto consegue comunque a qualunque aumento del capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione pur senza previa riduzione, la mancanza della quale impedisce solo l'eventuale estinzione delle partecipazioni originarie; e in quanto la soluzione ritenuta ammissibile dalla massima del Consiglio Notarile di Milano non è imposta dalla legge e potrebbe comunque non essere praticabile ove – come spesso accade – i terzi si rendano disponibili a subentrare ai vecchi soci nell'ambito della ristrutturazione solo a condizione di estromettere questi ultimi dalla società.

19. Segue: le operazioni sul capitale nel concordato della s.r.l.

Qualche cenno deve essere dedicato al raffronto fra le nuove regole di diritto societario della crisi e la disciplina – autonoma rispetto a quella della s.p.a., dopo la riforma societaria – dell'esclusione del diritto dei soci di s.r.l. di sottoscrivere gli aumenti di capitale.

Appare più arduo conciliare la previsione del nuovo art. 163, 5° comma, legge fall. con la disciplina della s.r.l. che con quella dell'art. 2441 c.c. per le s.p.a., poiché dalle norme applicabili al primo tipo sociale – nel quale l'esclusione (o la limitazione) del diritto di opzione è consentita soltanto se prevista da un'apposita clausola statutaria o, in mancanza di essa, da una delibera approvata all'unanimità

contenuto della proposta, come tale del tutto inapplicabile al trattamento riservato ai soci, non legittimati a votarla. Il medesimo autore precisa anche che l'attribuzione di valore ai soci nel concordato non lede nemmeno "i principi che regolano la destinazione del valore del patrimonio sociale"; ID. (*supra*, n. 84), 377 ss.; MAUGERI, "Sul regime concorsuale dei finanziamenti soci", *Giur. comm.*, 2010, I, 826 ss. il quale approfondisce ampiamente l'impossibilità di ricondurre il rapporto fra creditori chirografari e soci (nel caso di postergazione del loro credito, ma il discorso vale anche considerando i soci semplicemente come *residual claimant* rispetto all'appropriazione dei valori inglobati nell'impresa) al rapporto fra privilegiati e chirografari; D'ATTORRE, "Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore", *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 380. La tesi prospettata nel testo non è, tuttavia, pacifica: v. in senso contrario FABIANI (*supra*, n. 64), 22; PINTO (*supra*, n. 4), 138 nt. 169, ad avviso del quale la necessità di estendere l'*absolute priority rule* anche ai rapporti fra soci e creditori trova conferma nell'adozione del medesimo criterio, ai fini di un'allocatione della perdita "fair and equitable" fra i diversi gruppi interessati, nella disciplina dettata dal d.lgs. 16 novembre 2015, n. 18, sul risanamento e sulla risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento (cfr. art. 22, 1° comma, lett. a), b) e c), d.lgs. n. 180/2015); BAIRD, *Elements of Bankruptcy* (St. Paul, 2010), 71 ss. (: "general creditors are entitled to be paid before shareholders" e 254 ss. (: "under a regime of absolute priority, old equity cannot receive any «property» if a dissenting class was not paid in full") e il saggio cit. oltre a nt. 212. Sulla possibilità che i soci mantengano il c.d. *surplus* da concordato in continuità aziendale, senza che tale esito si scontri con i principi in materia di responsabilità patrimoniale del debitore, v. anche FABIANI (*supra*, n. 64), *passim*.

tà [122] – emerge come il diritto di sottoscrizione costituisca un diritto soggettivo perfetto dei soci [123], la cui esclusione può conseguire soltanto alla rinuncia dei suoi titolari e non all’esistenza di interessi specifici della società [124].

Ulteriori elementi di frizione fra le regole in esame sono costituiti dal divieto *ex art. 2481-bis*, 1° comma, c.c. di escludere il diritto di opzione dei quotisti nel caso in cui l’aumento sia diretto a ricostituire il capitale sceso al di sotto del minimo legale per perdite [125]; e *ex art. 2482-quater c.c.* [126] di modificazione delle quote di partecipazione e dei diritti spettanti ai soci. Divieti entrambi che non trovano corrispondenza fra le regole vigenti per la s.p.a. [127].

Attribuendo la giusta rilevanza alla *ratio* che ispira tali prescrizioni, però, diventa plausibile sostenere che l’art. 163, 5° comma, legge fall. trovi applicazione anche nelle s.r.l. nei termini già delineati in relazione alle s.p.a., soppiantando la disciplina di diritto sostanziale.

La disposizione generale del 2481-*bis*, 1° comma, c.c. è espressione del “carattere personalistico” della s.r.l. [128]. Qualunque sia il significato da attribuire a questa espressione [129], la *ratio* della norma attiene all’interesse dei componenti la compagine sociale che però, al sopraggiungere della crisi, non può costituire un ostacolo alla realizzazione di soluzioni funzionali al miglior soddisfacimento pos-

[122] Sul diritto di sottoscrizione dei soci di s.r.l. e sulla sua esclusione v. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger* (Milano, 2010), II, 1530 ss.

[123] ZANARONE (*supra*, n. 122), 1552; RACUGNO, “Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l.”, *Riv. soc.*, 2003, 820 nt. 38. Il diritto di opzione degli azionisti è invece qualificato come mero “interesse occasionalmente protetto”: BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell’azionista* (Napoli, 1965), 285.

[124] L’esclusione del diritto di opzione nella s.r.l. non può nemmeno aver luogo, secondo la dottrina prevalente, nel caso in cui le quote debbano essere liberate in tutto o in parte mediante conferimenti in natura: per tutti ZANARONE (*supra*, n. 122), 1530 nt. 8

[125] Divieto al quale la dottrina attribuisce natura di norma imperativa: ZANARONE (*supra*, n. 122), 1726.

[126] Dalla norma citata nel testo si ricava l’impossibilità di escludere, senza il consenso unanime, il diritto di opzione nel caso di reintegra del capitale previo azzeramento di quello esistente (MARCHETTI (*supra*, n. 67).

[127] MARCHETTI (*supra*, n. 69), osserva che il sistema normativo sul diritto di opzione nelle s.r.l. è radicalmente diverso dalle regole prescritte per le s.p.a.

[128] Relazione al d.lgs. n. 6/2003, §11; conf. RACUGNO (*supra*, n. 123), 819.

[129] Per l’esposizione delle diverse tesi v. ZANARONE (*supra*, n. 122), 1536. A una conclusione opposta a quella adottata nel testo perviene – prima della novella del 2015 – MAUGERI (*supra*, n. 5), 416 ss., considerando gli artt. 2481-*bis* e 2482-*quater* diretti a risolvere non solo il conflitto tra maggioranza e minoranza, ma anche a disciplinare, nel caso dell’impresa soggetta a concordato preventivo, il rapporto tra i soci e i creditori, riaffermando la rilevanza dell’interesse dei primi ove la soluzione della crisi debba passare attraverso una continuazione della gestione dell’impresa.

sibile di quello, divenuto preminente, dei creditori sociali [130].

Ancora, non appare costituire un ostacolo insormontabile alla tesi qui sostenuta il diritto di recesso che lo stesso art. 2481-*bis*, 1° comma, c.c. riconosce ai “soci che non hanno consentito alla decisione” di aumento di capitale “attuato mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi”. Le paventate complicazioni o incertezze in ordine all’attuazione del piano, legate specialmente alla valutazione delle plusvalenze occulte della società in crisi ai fini della liquidazione delle partecipazioni dei soci recedenti, appaiono in verità superabili i) in quanto il patrimonio sociale nel concordato deve essere “preso in considerazione non solo a valori contabili (...), ma a valori effettivi” [131] e ii) adottando la soluzione prospettata in Francia, ove il valore delle partecipazioni oggetto di cessione coattiva o di quei soci che, non interessati da quest’ultima, abbiano chiesto di recedere dalla società deve essere determinato, in mancanza di diverso accordo fra gli interessati, da un esperto designato dal tribunale su domanda della parte più diligente, del pubblico ministero o dell’amministratore della procedura [132].

In alternativa, si potrebbe addirittura ipotizzare una soluzione ancora più radicale, ossia la disapplicazione della menzionata disposizione civilistica, che accorda il diritto di recesso ai soci, giustificata dalla sua incompatibilità con le specifiche esigenze connesse alla s.r.l. in concordato [133].

Il divieto prescritto dall’art. 2482 *quater* c.c., infine, viene spiegato dalla relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 6/2003 con l’esigenza di evitare “prassi non commendevoli ... per ridurre sostanzialmente o addirittura eliminare la partecipazione della minoranza”. Anche un rischio del genere, tuttavia, non ricorre qualora si proceda a un azzeramento con successiva ricostituzione del capitale prevista nel piano di concordato, trattandosi di un’operazione necessaria alla ristrutturazione

[130] In senso contrario a quanto si sostiene nel testo v. però GUERRERA, “La ricapitalizzazione «forzosa» della società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative”, *Dir. fall.*, 2016, 420 ss.; su posizione vicina a quella sostenuta nel testo VITALI (*supra*, n. 71), 870 ss., il quale propone di prevedere nel piano anche la modifica statutaria richiesta dalla norma di diritto sostanziale per limitare o escludere il diritto di opzione e che, però, a nt. 48 evidenzia anche le difficoltà insite in tale soluzione.

[131] Massima 58, cit.

[132] Per la valorizzazione del recesso, tanto nelle s.r.l. quanto nella s.p.a. (ove dovrebbe essere introdotto per statuto) nelle ipotesi di capitalizzazione coattiva nel concordato, v. ABRIANI (*supra*, n. 53), 365 ss.

[133] Uno spunto importante a favore dell’ultima delle soluzioni proposte nel testo proviene dal principio 6.2, lett. c), n. 3 del disegno di legge Rordorf e della sua relazione di accompagnamento. La disposizione del disegno di legge (recepita nella legge delega n. 155/2017, art. 6, 2° comma, lett. c), n. 3), riferendosi alle operazioni straordinarie, precisa che l’esclusione del recesso a favore dei soci si giustifica con la necessità di evitare oneri di rimborso per la società non prevedibili al momento della formulazione della proposta di concordato, con ovvie ripercussioni sulla fattibilità dello stesso. Un’argomentazione dello stesso tenore appare valida anche in relazione alla questione affrontata nel testo.

dell'impresa e pianificata in un contesto caratterizzato dalla presenza di plurime garanzie idonee a escludere che essa si risolva in un abuso ai danni della minoranza. Dunque, non sussistendone la *ratio*, quel divieto non deve trovare applicazione nel concordato [134].

20. L'art. 185, 6° comma, legge fall.: l'ambito di applicazione oggettivo

Altro argomento tanto importante quanto complesso proposto dalla nuova disciplina è il collegamento fra la previsione dell'art. 163, 5° comma e l'art. 185 legge fall., dedicato all'esecuzione del concordato omologato.

Qualora il piano concordatario preveda il compimento dell'operazione di cui alla prima disposizione, trova applicazione la previsione di cui al 5° comma dell'art. 185 legge fall. (v. sopra) [135] [136].

Quest'ultimo autorizza, in sostanza, l'amministratore giudiziario a sostituirsi o i) al solo organo amministrativo, che non abbia provveduto alla convocazione dei soci per l'adozione della deliberazione di loro competenza (in base al diritto sostanziale) necessaria per l'esecuzione delle previsioni concordatarie [137]; oppure

[134] VITALI (*supra*, n. 71), 870 ss., il quale al fine di evitare strappi fra la regola di diritto societario cit. nel testo e il sistema concorsuale propone di subordinare l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione al consenso unanime dei soci o di quanti vedrebbero modificata la propria partecipazione per effetto dell'approvazione di tale deliberazione (sul punto, in generale, v. anche ZANARONE (*supra*, n. 122), 1760-1761). Il pericolo del veto dei soci sarebbe comunque superabile applicando il meccanismo di esecuzione coattiva dell'art. 185, 6° comma, legge fall.; FABIANI (*supra*, n. 64), 34 ss. Su posizione radicalmente diversa GUERRERA (*supra*, n. 130), 426, secondo il quale l'art. 2482-*quater* c.c. non può dirsi derogato dalla norma concorsuale (art. 163, 5° comma, legge fall.).

[135] "Fermo restando il disposto dell'articolo 173, il tribunale, sentiti in camera di consiglio il debitore e il commissario giudiziale, può 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 è stato nominato il liquidatore a norma dell'articolo 182, i compiti di amministratore giudiziario possono essere a lui attribuiti". Si noti che si è in presenza di una nuova e incisiva deroga al tradizionale insegnamento che afferma la sostanziale neutralità delle vicende concorsuali rispetto al contratto e all'organizzazione sociale (al riguardo v. NIGRO, "Diritto societario e procedure concorsuali", in ABBADESSA-PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso (Torino, 2007), I, 189), potendo adesso il tribunale incidere non solo sul patrimonio sociale, ma anche sugli organi della società.

[136] Non è pacifico quale relazione intercorra tra il 6° comma dell'art. 185 e il comma precedente. Si tratta di una questione non attinente all'argomento trattato nel testo, sulla quale si può, dunque, rinviare alle diverse opinioni di D'ATTORRE (*supra*, n. 5), 1179; BOZZA (*supra*, n. 53), 71; A. ROSSI (*supra*, n. 71), 14 nt. 26.

[137] Si ritiene che, prima che il tribunale proceda alla nomina dell'amministratore giudiziario su

ii) a sostituirsi anche agli aventi diritto al voto, qualora vi sia stata la convocazione ad opera dell'organo amministrativo, dei sindaci o dello stesso amministratore giudiziario, ma l'assemblea non abbia deliberato in senso conforme a quanto previsto dal concordato omologato (in caso di mancata partecipazione all'adunanza o di voto contrario) [138].

Dunque, l'eventuale aumento di capitale senza diritto di opzione può essere attuato senza il voto dei soci [139].

In merito all'ambito di applicazione della disposizione in esame, si è sostenuto che il ricorso alla figura dell'amministratore giudiziario sia possibile solo ove sia stata omologata una proposta concorrente e non quando questa manchi o comunque sia stata scelta e omologata quella del debitore [140]. Per cui, se la proposta di concordato proviene dal debitore, in caso di inadempimento, dovrebbero utilizzarsi i rimedi ordinari; mentre se si intende evitare in via preventiva la possibile contrarietà dei soci all'attuazione delle operazioni straordinarie indicate nel piano, occorrerebbe utilizzare i meccanismi condizionali e altri accorgimenti che la dottrina e la prassi hanno escogitato [141].

Un appiglio per tale conclusione viene individuato nella lettera dell'art. 185, 3°

istanza del commissario giudiziale o del creditore proponente (ai sensi del 4° e 5° comma dell'art. 185 legge fall.), debbano essere i sindaci a doversi attivare procedendo alla convocazione dell'assemblea, in base all'art. 2406, 1° comma, c.c.: ABRIANI (*supra*, n. 53), 365 ss.

[138] ABRIANI (*supra*, n. 53), 365 ss.; massima 58, cit.; G. BOZZA (*supra*, n. 53), 72-73.

[139] Il contenuto della disposizione, peraltro, è simile a quello dell'art. 6, 2° comma, lett. b), della legge delega n. 155/2017. Il che non sorprende, poiché le novità introdotte dall'ultima novella della legge fallimentare in materia di posizione dei soci nel concordato mirano a favorire la ristrutturazione delle imprese, risultando, perciò, perfettamente coerenti con il favor per la continuità aziendale e per la conservazione delle imprese, indicato come uno degli obiettivi strategici della nuova riforma organica (v. CALVOSA, "Crisi d'impresa e insolvenza: prospettive di riforma", in CALVOSA (a cura di), *Crisi d'impresa e insolvenza: prospettive di riforma* (Pisa, 2017), 15 ss., che richiama l'art. 2.1, lett. g) del disegno di legge Rordorf).

[140] E infatti BOZZA (*supra*, n. 53), 70 afferma che "si presume che, in tal caso, il debitore collabori all'adempimento. Purtroppo la realtà ha dimostrato che così non è e che sono numerosi i concordati nei quali, pur non essendo stata esercitata alcuna concorrenza, si riscontrano inadempimenti ripetuti, di fronte ai quali i creditori, unici legittimati a proporre l'azione di risoluzione, rimangono inerti per non farsi carico delle spese di una iniziativa giudiziaria, il più delle volte di scarsa utilità. Si è persa l'occasione per estendere lo stesso modello di commissario ad ogni ipotesi di inadempimento in qualsiasi fattispecie concordataria, atteso che questa nuova funzione attribuita al commissario non è diretta a tutelare l'interesse del singolo creditore proponente ma dell'intera massa creditoria, che ha le stesse aspettative di adempimento anche in mancanza di proposte alternative"; conf. LAMANNA, *La legge fallimentare dopo il "Decreto sviluppo"* (Milano, 2012), 34; ARATO (*supra*, n. 66), 3776, il quale tuttavia non manca di sottolineare che l'applicazione dell'art. 185, 6° comma, legge fall. solo in caso di proposte concorrenti crea una disparità di trattamento irragionevole.

[141] 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", *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 1, 181 ss.

comma, legge fall., che limita l'obbligo del debitore di dare esecuzione alla proposta di concordato approvata e omologata al solo caso in cui essa provenga dai creditori.

Pare difficile, tuttavia, in base a un ragionamento *a fortiori*, non ricavare dalla menzionata disposizione il principio generale per cui il debitore è tenuto all'esecuzione anche della sua proposta, compiendo tutti gli atti a ciò necessari [142]. È infatti irragionevole ritenere che gli strumenti di esecuzione coattiva previsti dall'art. 185, 6° comma, legge fall. siano esperibili esclusivamente in caso di proposta del creditore e non in caso di proposta della stessa società debitrice [143] [144]: a ben

[142] R. SACCHI, "Le operazioni straordinarie nel concordato preventivo", in ARATO-DOMENICHINI (a cura di), *Le proposte di legge per una riforma della legge fallimentare* (Milano, 2017), 44 ss., il quale ritiene che l'estensione analogica dell'art. 185, 6° comma, c.c. debba prevalere sugli indici testuali ricavabili dallo stesso, che parrebbero deporre per attribuire alla norma una portata applicativa limitata; ABRIANI, "Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari", Relazione tenuta al convegno *Imprese e mercato della crisi di impresa: nuovi percorsi del "diritto fallimentare"*, Venezia, Grand Hotel Molino Stucky, 29 novembre 2015, il quale ritiene ricavabile dall'art. 185, 3° comma, legge fall. un principio generale, poiché pur disponendo per l'ipotesi di proposta concorrente, ove i rischi di inadempimenti ostruzionistici sono più evidenti, esso deve ritenersi non meno cogente e pregnante qualora a essere approvata e omologata sia stata la proposta presentata dalla stessa società debitrice; massima 58, cit.; VITALI (*supra*, n. 71), 870 ss. Per una tesi diversa da quella proposta nel testo v. PEZZANO, "Commento all'art. 185", in AA.VV., *La nuova riforma del diritto concorsuale* (Torino, 2015), 319 ss., il quale afferma che "ove anche l'aumento di capitale risultasse riportato nella proposta concorrente omologata, va ricordato che il perimetro del giudizio d'omologa ... non dovrebbe poter andare oltre i chiari limiti soggettivi sanciti dall'art. 184, comma 1, che, infatti, fa espresso riferimento alla sola categoria dei creditori anteriori ... Quindi i terzi ... non possono essere pregiudicati da statuizioni eventualmente contenute nel predetto decreto ...". L'argomento non pare dirimente: la doverosità di attuare l'aumento di capitale dopo l'omologazione può essere fondata rispetto ai soci (effettivamente non compresi nella previsione dell'art. 184 legge fall.) sull'art. 185, 3° comma, legge fall. tanto in caso di proposta concorrente, quanto, se si accede all'interpretazione estensiva che se ne propone nel testo, in caso di proposta della società.

[143] Tale rilievo consente di superare la differente conclusione che parrebbe legittimata dalla lettera dell'art. 185, 5° comma, legge fall., la quale induce a considerare il meccanismo coercitivo ivi previsto limitato alla sola ipotesi di proposta presentata dai creditori. Il 5° comma si riferisce al "soggetto che ha presentato la proposta" che, in presenza di ritardi o omissione del debitore, può avviare l'iter ivi disciplinato. È chiaro che tale soggetto, a dispetto del termine generico, non può essere il debitore stesso, perché non avrebbe senso dettare una previsione per il caso in cui il debitore si dolga della sua inadempienza. Da ciò si dovrebbe ricavare che il 5° comma dell'art. 185 legge fall. detta una disciplina per l'esecuzione coattiva di una proposta presentata non dal debitore, ma da un terzo (i creditori). Condividendo questa interpretazione, ne consegue che anche il 6° comma dell'art. 185 legge fall. dovrebbe considerarsi suscettibile di essere applicato soltanto in caso di proposta concorrente, poiché in tale disposizione si fa riferimento all'"esecuzione alla suddetta proposta" che è quella menzionata al comma precedente. Dunque, se riferendosi a quest'ultima si indica quella formulata solo dai creditori, ma non dal debitore, ciò restringe la portata applicativa anche del 6° comma.

[144] Nell'ambito della discussione avvenuta in occasione della presentazione della massima 58 del Consiglio Notarile dei distretti di Firenze, Prato e Pistoia, il prof. TOFFOLETTO ha espresso un'opinione molto interessante in merito alla previsione del commissario *ad acta* circoscritta solo al caso di

vedere, è la persona giuridica, che ha inteso avviare e proseguire la procedura concordataria, a dover eseguire puntualmente le obbligazioni previste nel piano in funzione dell'esatto adempimento del concordato approvato dai creditori e omologato dal tribunale, a prescindere da chi abbia formulato la proposta [145]; e tale dovere grava tanto sugli amministratori quanto sull'assemblea quali organi della società [146].

Un simile ragionamento non conduce, tuttavia, a dover estendere necessariamente la portata applicativa dell'art. 185, 6° comma, legge fall. anche all'ipotesi, letteralmente non contemplata, della proposta proveniente dalla società debitrice.

È plausibile – anzi preferibile perché maggiormente rispettosa della portata limitata della norma citata – anche una diversa ricostruzione, che mira a ricavare “un principio generale che, nel «microsistema» del diritto speciale delle società in concordato, impone di attribuire al promotore dell'iniziativa concordataria omologata – sia esso un soggetto terzo o un organo della società debitrice – *esattamente, e tutto, quel potere sull'organizzazione sociale* necessario a dare attuazione coattiva, anche contro la volontà di tutti i soci, agli scopi organizzativi immediati del piano approvato dai creditori e omologato dal tribunale” [147].

esecuzione di proposte concorrenti (v. nt. prec.). Tale figura (nella quale mi pare si possa far rientrare anche l'amministratore nominato dal tribunale ai sensi dell'art. 185, 6° comma, legge fall.) esplicherebbe la propria funzione, secondo l'autore, quando si configura una situazione di conflitto di interessi. Nel caso della norma cit. il conflitto fra i creditori proponenti il concordato e i soci che si vedono incisi nella loro partecipazione sociale sussisterebbe solo in presenza di una proposta concorrente. Dal che TOFFOLETTO ricavava che la previsione del meccanismo coercitivo dell'art. 185 legge fall. si deve applicare solo al caso di proposta concorrente, non a quello della proposta presentata dalla società.

Ma a chi scrive sembra che l'osservazione, pur interessante, sia vera solo in parte. Se è condivisibile che la funzione del commissario *ad acta* presuppone un conflitto di interessi, pare allora che ciò confermi e non smentisca l'applicabilità del 185 legge fall. anche al caso di proposta presentata dalla società: la proposta pertiene (di regola) agli amministratori, i quali sono tenuti nella crisi (presupposto del concordato) a agire nell'interesse dei creditori, posponendo quello dei soci. Dunque è ben possibile che si configuri quel conflitto di interessi che presuppone la nomina del commissario *ad acta* anche nel caso di proposta proveniente dalla società, la quale non deve agire in situazione di crisi per il perseguimento dell'interesse sociale inteso come interesse dei soci espresso a maggioranza. E la fattispecie disciplinata dagli ultimi due commi dell'art. in esame è proprio quella nella quale i soci facciano ostruzionismo per preservare i loro interessi dall'attuazione di un concordato approvato, invece, dai creditori.

[145] Una conferma si ricava, d'altronde, dall'art. 6, 2° comma, lett. b) della legge delega n. 155/2017, che prevede il dovere per gli organi della società di dare esecuzione “alla proposta omologata” senza specificazione rispetto alla sua provenienza dal debitore o dai creditori.

[146] ABRIANI (*supra*, n. 53), 386 ss.

[147] PINTO (*supra*, n. 4), 130 per il quale “nel tradurre il principio generale summenzionato in una specifica *regola* di «diritto societario della crisi» non può prescindere dall'adattarne i contenuti al nuovo ambito in cui esso è chiamato ad operare, con un'opera interpretativa che può condurre anche alla creazione di una norma non esattamente coincidente con quella originaria, ma pur sempre espressione del medesimo principio”.

Qualora la proposta provenga dalla società debitrice, dunque, i provvedimenti societari previsti nel concordato debbono essere eseguiti *direttamente dagli amministratori*, senza necessità di ricorrere all'applicazione del 6° comma dell'art. 185 legge fall., ma ottenendo lo stesso effetto di superare il potere di veto dei soci rispetto all'esecuzione del concordato [148]. Si riconosce, così, nel concordato omologato un titolo giuridico di per sé sufficiente ad assicurarne la completa esecuzione, che consiste nella produzione di effetti di tutte le operazioni – ivi comprese quelle di competenza dei soci ai sensi del diritto societario sostanziale – prefigurate nel piano.

Infine non pare azzardato concludere, in base a considerazioni fondate sulla ragionevolezza e sul *favor* per la realizzazione delle soluzioni concordate della crisi, che il meccanismo sostitutivo del normale *iter* societario per l'approvazione di operazioni incidenti sull'organizzazione sociale possa essere applicato i) non soltanto all'aumento di capitale *ex art.* 163, 5° comma, legge fall., ma a ogni operazioni societaria (fusione, scissione ...) che coinvolga la medesima competenza deliberativa dei soci [149] e ii) non soltanto alle operazioni che siano specificamente previste

[148] Ragionando come si fa nel testo, si applica una soluzione che era già stata sostenuta anteriormente alla novella del d.l. n. 83/2015 e che, a fronte del rinnovato dato legislativo nel quale sono stati introdotti dei meccanismi di esecuzione coattiva del concordato, ottiene una conferma decisiva. Il potere attribuito agli amministratori di deliberare in ordine alla proposta concordataria, salva diversa previsione statutaria – si afferma – “non soltanto si risolve in quello di decidere in ordine sia alla presentazione di quest'ultima, sia, e prima ancora, alla confezione del suo contenuto, ma nel quale si tratta, se non altro al fine di non pregiudicarne l'effettiva operatività, di ricomprendere anche la competenza a compiere tutti gli atti volti a darvi esecuzione”: FERRI *jr* (*supra*, n. 4), 101, ove si precisa che “far rientrare nel potere di presentare la proposta di concordato quello di procedere direttamente ed autonomamente alla sua esecuzione...significa riconoscere all'organo competente e, dunque di regola agli amministratori, il potere di deliberare in ordine a tutti gli atti legittimamente previsti nella proposta: compresi ... quelli che richiederebbero, sulla base della disciplina sostanziale, l'adozione di una deliberazione ... dell'assemblea”. Anche ID. (*supra*, n. 5), 482 ove si ammette la possibilità di riconoscere al provvedimento giudiziale di omologazione una rilevanza organizzativa del tutto analoga a quella che caratterizza le deliberazioni assembleari aventi a oggetto interventi sul capitale proprio, così che le relative vicende trovino il loro titolo non nella deliberazione dei soci, ma nel decreto di omologazione. Tale soluzione è accolta, in reazione al nuovo contesto normativo successivo al 2015, anche da PINTO (*supra*, n. 4), 131 ss., secondo il quale “l'estensione ai conflitti interni all'organizzazione sociale del principio di integrazione dei poteri di chi promuove la proposta concordataria – conseguente al trasferimento in ambito societario del valore sottostante alla disciplina dell'esecuzione del concordato – presuppone che la regola dell'art. 185, 6° comma, legge fall. sia applicata in modo *adeguato* a un contesto in cui il problema risiede non più nella posizione di terzietà del proponente rispetto al soggetto esecutore del piano, ma nella non coincidenza – tipica delle società di capitali – fra i titolari del potere di iniziativa concordataria (gli amministratori) e coloro che sono chiamati a deliberare le modifiche strutturali ad essa essenziali (i soci)”.

[149] Massima 58, cit. Del resto, la conclusione del testo pare implicitamente recepire nell'art. 6, 2° comma, lett. b) della legge delega n. 155/2017, dove l'applicazione del meccanismo esecutivo della nomina dell'amministratore provvisorio è estesa ad ogni proposta omologata, senza alcuna specifica-

nel piano concordatario, ma anche a tutte quelle che risultino comunque prodromiche alla sua esecuzione una volta approvato dai creditori e omologato [150].

21. Considerazioni sul sistema italiano derivanti dall'analisi di diritto comparato

La ricostruzione proposta delle nuove prescrizioni introdotte dal d.l. n. 83/2015 fa emergere una disciplina della posizione dei soci nel concordato ampiamente tributaria delle soluzioni adottate negli ordinamenti stranieri.

zione limitativa in merito al suo contenuto. PINTO (*supra*, n. 4), 132 nt. 57, esprime, invece, un'opinione parzialmente diversa rispetto a quanto si sostiene nel testo. Mente l'autore concorda con l'estensione del principio ricavabile dall'art. 185, 6° comma, legge fall. a tutte le operazioni funzionali alla ristrutturazioni ulteriori all'aumento di capitale in caso di proposta proveniente dalla società, egli perviene, invece, a una conclusione differente in caso di proposta concorrente. L'autore parte dal presupposto che l'art. 185, 6° comma, legge fall. persegue lo scopo di conferire al creditore proponente un piano concordatario alternativo tutto (e solo) quel potere di coazione sull'organizzazione sociale necessario al fine di superare la sua originaria condizione di terziarietà rispetto alla società da ristrutturare. Per conseguire tale scopo, dunque, sarebbe strumento sufficiente attribuire al terzo il potere di imporre solo l'aumento di capitale, poiché in tal modo il creditore potrebbe acquisire quel controllo societario e, con esso, il potere di decidere in assemblea eventuali ulteriori modifiche strutturali tese alla riorganizzazione dell'impresa. Una ricostruzione del genere, pur plausibile, appare, tuttavia, controvertibile, perché a) nelle ipotesi di operazioni diverse dall'aumento di capitale oggetto di una proposta concorrente ricorre la medesima *ratio* sottesa al combinato disposto degli artt. 163, 5° comma e 185, 6° comma, legge fall. concernente il solo aumento di capitale, per cui sembra corretto estendere analogicamente la disciplina ivi prescritta; e perché b) non si vedono ragioni che giustifichino l'aggravio procedurale per il creditore che proponga una proposta concorrente derivante dalla ricostruzione appena descritta e consistente nel dover, prima, tramite la procedura concordataria, conseguire il controllo societario per poi realizzare le ulteriori modificazioni organizzative necessarie per la ristrutturazione dell'ente tramite le forme prescritte dal diritto societario sostanziale. Più vantaggiosa, perché più immediata, per il creditore appare la soluzione che gli consenta di ricorrere al meccanismo dell'art. 185, 6° comma, legge fall. per tutte le operazioni societarie prodromiche alla ristrutturazione previste nel piano concordatario. Opzione interpretativa quest'ultima da ritenere preferibile se si pensa che la disciplina in esame è chiaramente volta a privilegiare l'interesse dei creditori, per cui esso deve essere anche il criterio fondamentale per ricostruirne la portata applicativa.

[150] L'osservazione vale, per es., per la riduzione del capitale sociale, posto che l'aumento di cui all'art. 163, 5° comma, legge fall. si colloca nella fase esecutiva del concordato quando la sospensione degli obblighi di riduzione del capitale sociale per perdite ai sensi dell'art. 182 *sexies* legge fall. è cessata e tornano ad applicarsi le previsioni degli artt. 2446, 2° comma e 2447 c.c. per le s.p.a. e 2482 *bis*, 4° comma e 2482 *ter* c.c. per le s.r.l. V. FABIANI (*supra*, n. 64), 30; ABRIANI (*supra*, n. 53), 390; ARATO (*supra*, n. 66), 3371; GUERRERA (*supra*, n. 130), 420 ss., che considera la riduzione obbligatoria del capitale per perdite come una modificazione statutaria strettamente collegata alla (e in certo senso implicita nella) ricapitalizzazione della società (sebbene vi sia anche chi ha ritenuto che l'art. 163, 5° comma, legge fall. riguardi solo l'aumento non preceduto dall'azzeramento: RANIELI (*supra*, n. 98), 270 e v. sopra § 18). Nel senso del testo sembra deporre il generico tenore letterale tanto del vigente art. 185, 6° comma, legge fall. quanto della disciplina prefigurata dall'art. 6, 2° comma, lett. b) della legge delega n. 155/2017. La prima norma menziona ogni "atto necessario a dare esecuzione alla ... proposta"; la seconda l'"attuazione alla proposta omologata".

In Germania, in sostanza, il socio prende parte all'approvazione del piano (e dei provvedimenti ivi previsti), ma la sua volontà può essere "bypassata" applicando l'*Obstruktionsverbot* (§ 245) o il § 246a *InsO*, quindi la sua partecipazione al processo decisionale è ritenuta una mera finzione.

Simile allora appare la disciplina italiana, dove, sebbene i soci non partecipino all'approvazione del piano, sono chiamati in causa ai sensi del 6° comma dell'art. 185 legge fall. [151]. A essi viene imposto un dovere di (*facere* ossia di) cooperare all'attuazione del contenuto del concordato omologato (art. 185, 3° comma, legge fall.), avente per oggetto l'espressione del voto favorevole all'aumento di capitale previsto nel piano [152]. Tale obbligo, qualora non adempiuto dai soci spontaneamente, può essere eseguito coattivamente tramite l'intervento sostitutivo dell'amministratore giudiziario [153].

Il *Duldungspflicht* imposto ai soci dall'*Insolvenzordnung* pare, dunque, poter descrivere anche la posizione degli stessi soggetti nel concordato italiano, con la sola precisazione che in quest'ultima procedura i titolari delle partecipazioni sociali hanno dopo l'omologazione un *dovere* di cooperare all'esecuzione dei contenuti del piano, pena, in caso contrario, la sua esecuzione forzata "in forma specifica" [154] [155].

[151] La previsione anticipata dal d.l. n. 83/2015 (inserendo il nuovo art. 185, 6° comma, legge fall.) e lì limitata all'aumento di capitale, è confermata, come detto, dall'art. 6, 2° comma, lett. b) della legge delega n. 155/2017.

[152] Dovere ricavabile dall'art. 185, 3° comma, legge fall. che sancisce il principio – al quale si è riconosciuta portata generale – per cui "Il debitore è tenuto a compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla proposta di concordato" approvata e omologata. Così già ABRIANI (*supra*, n. 140); D'ATTORRE (*supra*, n. 5), 1170.

[153] Per una analoga ricostruzione del modello italiano introdotto dalla novella del 2015 v. PINTO (*supra*, n. 4), 121 ss.

[154] La differenza fra l'ordinamento tedesco e quello italiano sembra essere la collocazione temporale e procedimentale dell'obbligo di cooperazione, suscettibile, in caso di inadempimento, di esecuzione forzata. Mentre nel primo il socio è inserito formalmente fra i partecipanti all'approvazione dell'*Insolvenzplan* e in tale contesto ha la possibilità di cooperare con i creditori, pena l'applicazione dei §§ 245 e 246a *InsO*; nel secondo i soci sono esclusi dalla fase di approvazione del concordato e sono chiamati in causa rispetto a una soluzione della crisi già definitivamente efficace, che essi sono tenuti a eseguire, pena l'esecuzione forzata dell'obbligo. Sul punto v. PINTO (*supra*, n. 4), 121 ss. il quale individua la differenza fra il modello tedesco e quello italiano nel fatto che l'art. 185 legge fall. non legittima, diversamente dal § 225a *InsO*, il trasferimento del potere di approvare le operazioni societarie inserite nel piano concordatario al di fuori dell'organizzazione sociale.

[155] Sulla necessaria – e per così dire consustanziale – correlazione logico-giuridica fra obbligo e sanzione, v., da ultimo e per tutti, GUASTINI, *La sintassi del diritto* (Torino, 2014), 59 ss. ove altri rif.: ciò è appunto quanto prevede l'art. 185, 6° comma, legge fall., che richiede ai soci in assemblea una prestazione (oggetto del generale obbligo di dare esecuzione al concordato omologato ex art. 185, 3° comma, legge fall.) e, poi, consente il ricorso a un meccanismo di esecuzione coattiva della stessa contro la volontà dell'obbligato. Sotto il profilo dell'inquadramento sistematico dell'art. 185, 6° comma,

Il meccanismo di esecuzione coattiva previsto all'art. 185, 6° comma, legge fall., ricalca poi, anche da un punto di vista operativo, le regole degli artt. L631-9-1 e L631-19-2 *c. comm.*, consistenti nella nomina di un *mandataire ad hoc* incaricato di convocare l'assemblea dei soci, ma anche di votare in loro sostituzione [156].

22. La tutela dei soci

Il combinato disposto degli artt. 163, 5° comma e 185, 6° comma, legge fall. pone il problema dell'individuazione di adeguati strumenti di tutela della posizione dei soci [157], oggetto di approfondimento anche negli ordinamenti stranieri. Si tratta, infatti, di prefigurare delle misure di protezione non contrastanti con il perseguimento dell'obiettivo dell'eliminazione del loro potere di veto e con lo spostamento della loro tutela dal piano partecipativo a quello essenzialmente patrimoniale [158].

La disciplina concorsuale italiana non riconosce ai membri della compagine so-

legge fall. è interessante l'osservazione di PINTO (*supra*, n. 4), 120 nt. 41, secondo il quale gli effetti che la norma citata collega all'omologazione non si esauriscono in una modifica dei diritti e doveri dei soci, ma – nell'ambito di una più ampia prospettiva oggettivistica – gli effetti del concordato sulla società sembrano tradursi in una modifica delle regole dell'attività sociale funzionale ad adeguarne la portata a una nuova fase, nella quale l'azione societaria è vincolata all'attuazione del piano concordatario nell'interesse dei creditori.

[156] La legge delega n. 155/2017, pur ponendosi in continuità con le scelte già introdotte dalla miniriforma del 2015, sembra legittimare una soluzione ancora più rigorosa di quella attualmente vigente. L'art. 185, 6° comma, legge fall., infatti, prevede in ordine all'esecuzione del concordato un duplice passaggio: 1) uno, preliminare, rispettoso delle competenze proprie dei soci ai sensi del diritto sostanziale, in quanto comprendente "la convocazione dell'assemblea straordinaria dei soci avente ad oggetto la delibera di aumento del capitale": occorre comunque offrire ai soci la possibilità di votare l'operazione prevista nel piano; 2) se i soci non votano in modo coerente con la necessità di eseguire il concordato omologato, scatta il meccanismo sostitutivo consistente nell'esercizio del voto da parte dell'amministratore giudiziario.

Al contrario, la legge delega, nel prevedere la nomina di un amministratore "dotato dei poteri spettanti all'assemblea" (art. 6, 2° comma, lett. b)), non sembra imporre il preventivo ricorso all'assemblea contemplato, invece, dall'art. 185, 6° comma, legge fall., seppur ridotto a mero simulacro formale. La necessità del preliminare passaggio assembleare ai sensi della disciplina vigente è sottolineata da STANGHELLINI (*supra*, n. 98), e da PRESTI, "Concordato preventivo: dal monopolio del debitore alle proposte concorrenti fino all'iniziativa dei terzi", in *Le proposte* (*supra*, n. 142), 91 ss.

[157] D'ATTORRE (*supra*, n. 5), 1170 ss. ove ulteriori approfondimenti.

[158] PINTO (*supra*, n. 4), 137, che richiama anche (a nt. 65) il considerando 29 della proposta UE di direttiva sull'insolvenza del 22 novembre 2016 ove si legge che, sebbene sia necessario tutelare gli interessi legittimi dei soci e degli altri titolari di strumenti di capitale, gli Stati Membri devono assicurare che i soci non possano ingiustificatamente bloccare l'adozione di un piano di ristrutturazione che potrebbe condurre il debitore verso il risanamento.

ciale alcun diritto di *voice* rispetto all'approvazione della soluzione della crisi [159].

Si può però sostenere che, così come in Germania viene estesa al socio la legittimazione a proporre opposizione all'approvazione dell'*Insolvenzplan* e a impugnare il provvedimento giudiziale che disponga in tal senso (§§ 251 e 253 *InsO*) [160], nel nostro ordinamento si dovrebbe accordare al medesimo soggetto una forma di tutela analoga. Soluzione che può essere agevolmente fondata, pur in mancanza di una specifica prescrizione in proposito, sull'art. 180, 2° comma, legge fall., ove si legittima a proporre opposizione all'omologazione "qualsiasi interessato": in questa categoria residuale sono oggi certamente annoverabili anche i soci [161], in quanto costoro possono patire gli effetti determinati dal concordato omologato ai sensi del combinato disposto degli artt. 163, 5° comma e 185, 6° comma, legge fall.

Naturalmente, qualora siano i soci a proporre l'opposizione all'omologazione, il tribunale dovrà compiere un giudizio differente da quello al quale è tenuto nel caso in cui il rimedio venga esperito dai creditori. In quest'ultima evenienza il giudice, oltre alle verifiche sulla regolarità della procedura, può sindacare il merito della proposta nell'ipotesi prevista dall'art. 180, 4° comma, legge fall., che però è dettato per l'opposizione non dei soci, ma dei creditori e riguarda, perciò, una valutazione comparativa fra il soddisfacimento delle loro pretese nel concordato rispetto a quello conseguibile nelle alternative concretamente praticabili. Una valutazione del genere non interessa ai soci, per cui occorre ripensare la funzione del tribunale in sede di giudizio di opposizione proposto da costoro: il giudice dovrebbe verificare se la partecipazione sottenda ancora un valore al momento dell'apertura del concordato e se tale procedura ponga i soci in posizione peggiore di quella che avrebbero



[159] A chi scrive pare che una simile scelta sia pienamente giustificata dall'interesse disomogeneo che i soci hanno rispetto ai componenti la massa dei creditori, per cui la loro esclusione dal voto costituisce il portato della necessaria esistenza di un'*Interessengemeinschaft* per legittimare l'applicazione del meccanismo di votazione a maggioranza. Per maggiore approfondimento sulla questione sia consentito rinviare a BENEDETTI (*supra*, n. 84), cap. II.

[160] Ma v. anche l'art. L661-1, n. 6 *bis*, c. *comm.* francese.

[161] Prima delle novità introdotte in merito alla capacità del concordato omologato di incidere sulla partecipazione dei soci era incerto se questi fossero legittimati all'opposizione: per orientamenti contrastanti v., in senso contrario, Trib. Bologna, 17 novembre 2011, *ilcaso.it*; in senso favorevole, Trib. Roma, 7 luglio 1999, *Fallimento*, 1999, 12. Probabilmente, anche in base alle pronunce della Corte di Cassazione (6 novembre 2013, 24970; 26 luglio 2013, 13284, entrambe su *dejure.it*), prima del d.l. n. 83/2015 la legittimazione dei soci avrebbe dovuto essere esclusa, condividendo l'assunto dell'estraneità dei soci rispetto agli effetti delle procedure concorsuali. Ammettendo invece – come è oggi necessario a seguito delle novità del d.l. n. 83/2015 – che il concordato incide anche sulla posizione dei soci, diventa inevitabile considerarli come "qualunque interessato" legittimato attivo all'opposizione all'omologazione (e v. in tal senso chiaramente FERRI *jr* (*supra*, n. 4), 104). A favore della soluzione proposta nel testo D'ATTORRE (*supra*, n. 5), 1164; FABIANI, "Riflessioni sistematiche sulle addizioni legislative in tema di crisi d'impresa", *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 21 nt. 29; *contra* BOZZA (*supra*, n. 53), 7 nt. 11.

nelle soluzioni della crisi alternative concretamente praticabili, ovvero se il concordato consenta loro di conservare l'eventuale valore positivo dell'impresa in misura non inferiore rispetto alle alternative praticabili [162] [163].

Nell'effettuare tale comparazione – ossia nel verificare se le alternative concretamente praticabili consentano ai soci di conservare il valore insito nell'impresa in misura maggiore rispetto al concordato – il tribunale sembra comunque tenuto a considerare anche se le soluzioni diverse dal concordato assicurino ai creditori una soddisfazione di importo almeno pari rispetto a quella garantita da quest'ultimo, dato che l'interesse dei creditori dovrebbe comunque essere considerato preminente in situazione di crisi [164].



[162] SACCHI (*supra*, n. 142), 43, il quale, dato il diverso tipo di giudizio al quale il tribunale è chiamato in caso di opposizione proposta dai soci rispetto a quella proposta dai creditori, auspica l'introduzione *de jure condendo* di una disciplina specifica per l'opposizione dei soci; e già FERRI *jr* (*supra*, n. 5), 488, prima della riforma del 2015, il quale distingue chiaramente la portata del potere di opporsi all'omologa proprio dei soci rispetto a quello dei creditori dissenzienti e rileva che i soci "devono...ritenersi legittimati a investire il tribunale del potere di valutare anche nel merito la proposta, limitatamente alla sussistenza di un valore netto positivo che, in caso di liquidazione, sarebbe loro spettato"; conf. sembrano anche D'ATTORRE (*supra*, n. 5), 1171; VITALI (*supra*, n. 69), 870 ss. La possibilità di ricorrere solo agli strumenti di tutela propri della disciplina concorsuale e dei creditori è stato anche l'obiettivo perseguito dall'ESUG (v. sopra). Tanto in Germania, quanto in Italia, la tutela dei soci (come già dei creditori) si risolve nell'affidare al tribunale il c.d. "best interest test" originariamente previsto nel Chapter 11 USA e recepito anche nella proposta di direttiva UE sull'insolvenza (v. artt. 10-11-12).

[163] VITALI (*supra*, n. 71), 870 ss., suggerisce, come ulteriore possibile strumento di tutela dei soci, l'estensione del giudizio di ammissibilità da parte del tribunale ex artt. 162-163 legge fall. Non sembra che la tesi differisca molto da quella che sposta la tutela dei soci in sede di omologazione, almeno se si accoglie l'opinione delle Sez. Un. della Cassazione secondo le quali lo scrutinio riservato al giudice in entrambe le fasi è analogo (Cass., Sez. Un., 23 gennaio 2013, n. 1521, *ilcaso.it*). La soluzione suggerita appare conformarsi perfettamente – tanto da costituire un utile base di lavoro per il legislatore delegato – alla previsione dell'art. 6, 2° comma, lett. b), della legge delega n. 155/2017, dove, a fronte della previsione di un meccanismo di esecuzione coattiva del concordato omologato analogo a quello introdotto nell'art. 185, 6° comma, legge fall., si impone la previsione di "adeguati strumenti ... di tutela, in sede concorsuale, dei soci".

[164] Quanto si afferma nel testo traspare in particolare nelle indagini dedicate ai doveri degli amministratori di una società in crisi: MIOLA, "Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali", *Riv. soc.*, 2005, 1290; MAZZONI, "Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo", in BALZARINI-CARCANO-VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi: tradizione attualità e prospettive* (Milano, 2016), 524 ss.; ABRIANI, "La crisi dell'organizzazione societaria fra riforma delle società di capitali e riforma delle procedure concorsuali", *Fallimento*, 2010, 397 ss.; FABIANI, "Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa", *Riv. soc.*, 2015, 298. V. altresì, FERRI *jr* (*supra*, n. 4), 105; SACCHI (*supra*, n. 142), 45; VATTERMOLI, "Concordato con continuità aziendale, «Absolute Priority Rule e New value Exception»", *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 340 ss.; A. PATTI, "Il miglior soddisfacimento dei creditori: una clausola generale per il concordato preventivo?", *Fallimento*, 2013, 1099 ss. ove si afferma che il miglior soddisfacimento dei creditori viene individuato come una delle componenti fondamentali della causa concreta del concordato in Cass., Sez. Un., 23 gennaio 2013, n. 1521, cit.; Trib. Prato, 7 ottobre 2015, *ilcaso.it*, il quale ha ritenuto ammissibile la deroga al divieto di alterare

D'altro canto, la legittimazione all'opposizione dei soci sembra poter essere scissa da qualunque soglia di possesso azionario (analoga alla soglia del 20% richiesta dall'art. 180, 4° comma, legge fall.), che avrebbe poco senso a fronte della necessità di tutelare un interesse individuale del singolo socio [165].

Appaiono, altresì, esperibili a tutela dei soci i mezzi di impugnazione del decreto di omologa (reclamo in appello e ricorso in Cassazione [166]) che, oltre a essere coerenti con l'attuale sistema concorsuale e con quello venturo (essendo già utilizzabili dai creditori e sussumibili nella generica previsione in materia contenuta nella legge delega n. 155/2017 riproducono nel nostro ordinamento forme di protezione accordate ai soci sia in Francia che in Germania (v. sopra).

Qualora si accertasse, poi, che le partecipazioni dei soci incise dal concordato incorporano eccezionalmente un valore residuo [167], si potrebbe ricorrere a una soluzione modellata sul § 251, Abs. 3, *InsO*, per cui l'opposizione all'omologazione dovrebbe essere comunque respinta se nel piano siano previsti dei mezzi economici che compensino il socio dell'eventuale posizione deteriore, al quale costui sarebbe assoggettato. Siffatta previsione appare, da un lato, capace di temperare la tutela del socio con l'esigenza di non ostacolare la realizzazione della riorganizzazione concordata con (e approvata da) i creditori; dall'altro, risulta coerente da un punto di vista sistematico con la scelta di fondo di sostituire la tutela reale alla tutela risarcitoria propria della riforma del diritto societario sostanziale, confermata, peraltro, anche dalla legge delega n. 155/2017 art. 6, 2° comma, lett. c), n. 2, per le operazioni straordinarie nel concordato.

Un rimedio del genere potrebbe, invero, sollevare dei dubbi – condivisi anche da parte della dottrina tedesca – a causa dell'attribuzione di risorse patrimoniali ai soci a discapito della soddisfazione preferenziale dei creditori. Dubbi, tuttavia, da ritenere superabili, perché la scelta di riservare parte del valore dell'impresa ai soci è soggetta all'approvazione dei creditori e non determinerebbe alcun *vulnus* né al divieto di alte-

l'ordine delle cause legittime di prelazione (inteso in senso rigoroso: puoi pagare il creditore di rango successivo solo se hai pagato integralmente quello avente rango poziore) se ciò rende possibile realizzare il principio, ritenuto prevalente in ambito concordatario, del miglior soddisfacimento possibile dei creditori, ossia quando il pagamento di crediti di rango inferiore comporti una soddisfazione per gli altri creditori migliore di quella ricavabile in caso di osservanza del divieto ex art. 160, 2° comma, legge fall.

[165] Irrilevante appare anche l'ulteriore pre-requisito di cui all'art. 180, 4° comma, legge fall. (appartenenza a una classe dissenziente), dato che i soci non sono ammessi a votare sulla proposta. Così SACCHI (*supra*, n. 142), 44.

[166] Sui quali da ultimo ARATO (*supra*, n. 66), 3712 ss.

[167] Ossia, qualora il socio riesca a dimostrare che la sua posizione sarebbe migliore realizzando una soluzione alternativa al concordato, in quanto la sua partecipazione ha un valore residuo che in caso di liquidazione concorsuale potrebbe percepire: v. FERRI jr (*supra*, n. 5), 479; ABRRIANI, "Dalle proposte alle domande concorrenti", in CALVOSA (a cura di), *Crisi d'impresa* (*supra*, n. 139), 111 ss.

rare il c.d. “ordine delle cause legittime di prelazione” (art. 160, 2° comma, legge fall.) né ai principi che regolano la destinazione del patrimonio sociale [168].

Si potrebbe ipotizzare, ancora, un ulteriore strumento di difesa dei soci rilevandolo dal fatto che, anche qualora sia nominato l'amministratore giudiziario, l'art. 185, 6° comma, legge fall. sembra imporre il rispetto del procedimento assembleare: esso è normativamente prescritto quando i soci non abbiano votato in senso conforme al piano omologato e pertanto l'assemblea sia “riconvocata” per deliberare con il voto dell'amministratore giudiziario [169]. Se non si vuole ritenere che la norma imponga soltanto un simulacro rituale privo di sostanza e contenuti effettivi, potrebbe desumersi dalla previsione che i soci sono privati, in quella circostanza, della sola legittimazione al diritto di voto, ma conservano le prerogative corporative loro ordinariamente riconosciute, fra le quali è compreso il diritto di impugnare la delibera per abuso di diritto, qualora per effetto di essa, siano espropriati senza ragione di un valore economico implicito [170].

Questa soluzione, però, appare contraria all'obiettivo che ispira l'intervento riformatore della legge fallimentare per quanto attiene alla posizione dei soci nel concordato: cancellare (sul modello delle legislazioni continentali straniere) il potere di veto dei soci (derivante loro proprio dalle prerogative di diritto societario sostanziale) rispetto alla realizzazione di soluzioni riorganizzative approvate dai creditori. Se si attribuisse ai soci uno strumento di tutela reale, si reintrodurrebbe surrettiziamente quel potere di veto che, tramite l'intervento coattivo dell'amministratore giudiziario, si è voluto eliminare. Tanto varrebbe, allora, mantenere inalterato il potere esclusivo dei soci di approvare l'aumento di capitale.

Del resto, la preclusione per i soci a esperire, dopo l'*ESUG*, rimedi invalidatori di diritto societario è condivisa dalla dottrina tedesca [171]; e nella stessa direzione sembra orientata anche la legge delega n. 155/2017 che, a fronte dell'intervento coattivo dell'amministratore provvisorio, accorda ai soci solo strumenti di tutela endoconcorsuale.

[168] V. FERRI *jr* (*supra*, n. 5), 486, il quale, sotto il primo profilo, rileva che il fatto che il concordato sia approvato solo dai creditori con esclusione dei soci fa venir meno qualsiasi esigenza di tutela dei creditori rispetto alla scelta esaminata nel testo (riservare parte del valore dell'impresa ai soci); sotto il secondo profilo, che l'esigenza di non alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione è del tutto estraneo al rapporto creditori/soci e vale a dirimere esclusivamente conflitti interni alla categoria dei creditori. Per uno spunto analogo anche MAUGERI (*supra*, n. 5), 396.

[169] V. la disposizione in esame dove si dice che l'amministratore giudiziario ha il potere di compiere ogni atto necessario all'esecuzione del concordato “ivi inclus[o]...l'esercizio del voto nella stessa”(corsivi aggiunti). Sulle perplessità che può generare la formulazione della legge v. ARATO (*supra*, n. 66), 3768 ss.

[170] Così FABIANI (*supra*, n. 64), 37 ss.; ARATO (*supra*, n. 66), 3371; VITALI (*supra*, n. 71), 879 ss.

[171] Sull'*Anfechtungsrechtlichen Rechtsschutz* v. GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 155; PÜHL (*supra*, n. 15), 111-112.

Coerente con la soppressione del potere di veto dei soci risulta, invece, l'attribuzione a essi di *warrants*, la titolarità dei quali consente di sottoscrivere partecipazioni a un prezzo prestabilito [172].

Si deve, infine, considerare che esiste anche una garanzia per così dire indiretta dei diritti dei soci a fronte di una proposta "ostile" proveniente dai creditori e eventualmente capace di elidere le loro partecipazioni. Sebbene l'art. 152 legge fall. attribuisca agli amministratori la competenza a deliberare la richiesta di ammissione al concordato – salva diversa previsione statutaria –, all'interno della società esistono i meccanismi perché i soci possano incidere su determinazioni di questa importanza (v. sopra § 14), per cui si può affermare che "di solito, la proposta concordataria che proviene dalla società sia presentata dagli amministratori ma condivisa, almeno, dai soci di maggioranza". Ciò posto, a fronte della legittimazione dei creditori a presentare una proposta competitiva rispetto a quella iniziale rimessa, in via esclusiva, all'iniziativa della società, a questa e ai suoi soci deve essere concessa la possibilità di modificare la proposta originale in *melius*, escludendo i provvedimenti che elidono le loro partecipazioni. Così il procedimento di concordato offre ai soci la possibilità di difendere il loro investimento dalle proposte ostili [173].

23. La valutazione della partecipazione nella società in concordato

È opportuno dedicare qualche considerazione a un problema più volte evocato nel corso dell'indagine e la cui soluzione affanna anche gli autori stranieri che si sono dovuti confrontare con riforme concernenti la posizione dei soci nelle procedure concorsuali analoghe a quella italiana. Problema che influisce, come si dirà tra breve, sulla tutela endoconcorsuale degli interessi dei soci.

Già prima dell'*ESUG* la valutazione dell'impresa nell'*Insolvenz(plan)verfahren* era una questione rilevante per l'applicazione della clausola, ricorrente in numerose disposizioni dell'*Insolvenzordnung*, che impone di verificare se i creditori possano ricevere un trattamento migliore di quello previsto nell'*Insolvenzplan*.

La stessa questione si ripropone, dopo la novella dell'*ESUG*, rispetto ai soci ai quali, come gruppo che prende parte alla procedura d'insolvenza, sono state estese le disposizioni (§§ 245, 251, 253 *InsO*) che prevedono la valutazione comparativa



[172] Si tratta di una misura prefigurata da STANGHELLINI (*supra*, n. 13), adottata a favore dei vecchi soci nei casi di ristrutturazione del Banco Ambrosiano e prospettata anche per i vecchi azionisti di BPVI.

[173] FABIANI (*supra*, n. 64), 39 ss., che richiama i termini per la presentazione delle proposte concorrenti (art. 163 legge fall.) e per la loro modifica (art. 172 legge fall.); conf. BRIZZI (*supra*, n. 64), 335 ss. Sulle possibili ingerenze dei soci nella formulazione della proposta e del piano concordatari, sia consentito rinviare a BENEDETTI (*supra*, n. 84), cap. II.

fra lo scenario della ristrutturazione e quello liquidatorio (c.d. *Vergleichsklausel*). La valutazione delle partecipazioni dei vecchi soci condiziona in modo determinante, come precedentemente rilevato, la possibilità di esperire con successo gli strumenti di tutela loro accordati nella procedura d'insolvenza e, di conseguenza, la questione assume un'importanza centrale affinché tramite quei rimedi non si realizzi una surrettizia reintroduzione del loro potere di veto rispetto all'attuazione di una soluzione concordata della crisi.

Un esito di questo genere viene scongiurato in quanto ai sensi dell'*Insolvenzordnung* i soci, per azionare con successo i mezzi di protezione ivi disciplinati, hanno l'onere di provare che, in mancanza dell'attuazione del piano, godrebbero di una posizione migliore. Onere considerato, in pratica, insuscettibile di essere assolto, se non in casi del tutto eccezionali, in conseguenza del fatto che il termine di paragone è costituito dal trattamento che essi riceverebbero nel *Regelverfahren* ossia in un *Liquidationszenario* [174] e che il criterio per la valutazione delle partecipazioni in situazione di crisi è il *Liquidationswert* [175] e non il *Fortführungswert* [176]. Per cui la possibilità per i soci di ricorrere a un rimedio che potrebbe ostacolare la realizzazione dell'*Insolvenzplan* (per es., la vittoriosa opposizione all'omologa) viene considerata meramente teorica.

Analogamente, il codice di commercio francese autorizza interventi ablativi della partecipazione dei soci se un *redressement* avente tale contenuto costituisca l'unica soluzione seria per il salvataggio dell'impresa (v. art. L639-19-2 *c. comm.*). Sull'esistenza di questo presupposto è chiamato a pronunciarsi il giudice adito in sede di omologazione o a seguito dell'esperimento dei mezzi di impugnazione della soluzione della crisi predisposti dalla legge (v. sopra).

Nel nostro ordinamento il problema della sussistenza di un valore netto positivo nel patrimonio sociale spettante ai soci in caso di liquidazione – a fronte del quale

[174] V. sopra in nt. 27.

[175] Definito come il valore spettante al socio, dopo la liquidazione della società ovvero quello previsto al § 199, S. 2, *Inso*. L'utilizzo di tale criterio rende del tutto eccezionali i casi in cui si può dimostrare che le partecipazioni incorporano un valore residuo, del quale i soci non possono essere espropriati tramite l'esecuzione coattiva della procedura concorsuale.

[176] Definito come il valore da attribuire alle *Anteile* in considerazione della riorganizzazione alla quale la società viene sottoposta, eventualmente idonea a determinare un riacquisto di valore. La dottrina afferma che, applicando questo criterio, non si perviene automaticamente a un valore positivo dell'azione, ma si presuppone comunque che, grazie alla *Reorganisation*, il patrimonio superi i debiti: SPETZLER (*supra*, n. 9), 446 e VERSE (*supra*, n. 7), 311. Ma in senso contrario a quanto si sostiene nel testo v. MAUGERI (*supra*, n. 5), 395 ss. Per completi riferimenti alla dottrina tedesca v. GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 120 ss. e 158 ss., dove si indicano come argomenti dirimenti a favore dell'adozione del primo criterio il raffronto con il § 225, *Abs. 5, S. 1, Inso* (che si riferisce proprio al valore di liquidazione) e la volontà del legislatore; KLEINDIEK, "Debt– Equity-Swap im Insolvenzplanverfahren", in *FS Hommelhoff* (Köln, 2012), 558; e da ultimo PÜHL (*supra*, n. 15), 322 ss.

costoro possono legittimamente pretendere tutela per il loro interesse partecipativo – può essere risolto valorizzando il principio secondo il quale il giudice può omologare il concordato, di cui sia stata contestata la convenienza, qualora ritenga che il credito possa essere soddisfatto in misura non inferiore alle alternative concretamente praticabili (art. 180, 4° comma, legge fall.; e anche art. 182-*septies*, 4° comma, lett. c), legge fall. per l'omologazione degli accordi di ristrutturazione con gli intermediari finanziari). Tale criterio di decisione è riferito solo al trattamento dei creditori probabilmente perché fino alle più recenti riforme i soci erano del tutto trascurati dalla normativa concorsuale. Ma nel momento in cui la loro partecipazione sociale diviene disponibile nell'ambito della ristrutturazione, quel criterio potrebbe essere applicato estensivamente anche a essi [177].

Al riguardo, nella nostra letteratura si afferma in modo pressoché unanime come, nel valutare le “alternative concretamente praticabili” menzionate dall'art. 180, 4° comma, legge fall., il tribunale debba confrontare la soluzione concordataria con quella fallimentare [178]; e anche la disciplina del *bail-in* considera come termine

[177] V. per la diversa configurazione del giudizio del tribunale menzionato nel testo sopra § 22. Una conferma può trarsi, del resto, dalla disciplina del *bail-in* bancario, che comprende il principio secondo il quale nessun creditore o *azionista* deve sostenere perdite maggiori di quelle che avrebbe subito se l'ente fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza (art. 87, d.lgs. n. 180/2015) (per la trasponibilità del principio previsto per il *bail-in* nel concordato preventivo in relazione ai soci v. PRESTI, “Il *bail-in*”, *Banca, impresa, società*, 2015, 345 nt. 15 e 348 nt. 22, dove si propone una assimilazione della procedura per la risoluzione delle crisi bancarie a un concordato preventivo coatto in continuità aziendale (346 ss.)).

[178] L'interpretazione accolta in Germania e in Francia in merito al presupposto per l'attivazione della tutela dei soci è trasponibile anche nel nostro ordinamento, perché identico è il problema che si affronta e analoghe sono le discipline relative alle procedure concordate nei diversi sistemi giuridici. Per l'interpretazione accolta nel testo del criterio delle “alternative concretamente praticabili”, v. AMBROSINI (*supra*, n. 63), 246 ss.; PIRISI, “L'omologazione del concordato”, in CAGNASSO-PANZANI (diretto da), *Crisi d'impresa e procedure concorsuali* (Torino, 2016), 3707; RIVOLTA-PAJARDI, “Art. 180 l. fall.”, in BOCCHIOLA-PALUCHOWSKI (a cura di), *Codice del fallimento* (Milano, 2013), 2011; ZANICHELLI, *I concordati giudiziali* (Torino, 2010), I, 477 ss.; CENSONI, in *Autonomia negoziale e crisi d'impresa* (Milano, 2010), 519. Teoricamente e soprattutto dopo il d.l. n. 83/2015, che ammette le proposte concorrenti, la valutazione comparativa potrebbe tener conto anche di queste ultime, oltre che del fallimento. Tuttavia, una simile interpretazione dell'art. 180, 4° comma, legge fall. è da rifiutare soprattutto perché esso parla di alternative *concretamente* praticabili e tali non sarebbero quei piani concordatari che non sono stati formulati o non sono stati approvati dai creditori. Dunque l'unica alternativa che residua per la regolazione della crisi è il fallimento, perché eventuali proposte alternative a quella della cui omologa si tratta o non sono state presentate o sono state respinte (ZANICHELLI, cit. e MAUGERI (*supra*, n. 5), 400). A favore del criterio suggerito nel testo v. ora, in giurisprudenza Trib. Firenze, 2 novembre 2016, *Fallimento*, 2017, 313 ss. con nota adesiva di D'ATTORRE, “Le utilità conseguite con l'esecuzione del concordato in continuità spettano solo ai creditori o anche al debitore?”, *ivi*, 324 ss. (ove ulteriori approfondimenti), il quale afferma che la proposta di concordato deve assicurare “la ‘migliore’ soddisfazione ai creditori rispetto alla liquidazione, non la massima soddisfazione astrattamente possibile” e ove il richiamo della previsione della proposta di direttiva UE sull'insolvenza che, all'art. 10, vincola

di raffronto del trattamento accordato agli azionisti la procedura ordinaria di insolvenza [179]. Tale considerazione sembra autorizzare l'interprete – ovvero il tribunale, se si ritiene di poter mutuare la soluzione praticata nell'ordinamento francese – a utilizzare il *Liquidationswert* per determinare il valore della partecipazione dei soci che si oppongono alla soluzione extrafallimentare della crisi.

Sembra, inoltre, trasponibile anche nel nostro ordinamento il criterio utilizzato all'estero per verificare se l'impresa sociale incorpori ancora un valore di cui i soci possano essere espropriati: si sostiene che il debitore (e i suoi soci, se quest'ultimo è un ente) viene realmente "espropriato", perché l'impresa incorpora ancora un valore residuo, solo allorquando egli intenda (e possa) pagare tutti i suoi debiti [180]. Al riguardo, non pare corretto, invece, fare riferimento all'eventuale esistenza di una situazione d'insolvenza [181]: quest'ultima è un fenomeno finanziario, non patrimoniale, sicché possono ben darsi casi in cui il patrimonio del debitore insolvente può essere liquidato con soddisfazione integrale di tutti i creditori e permane un residuo attivo, la cui destinazione andrebbe allocata a favore dei soci, in quanto aventi diritto

l'approvazione del piano di ristrutturazione al "best interest of creditors test" ossia all'attribuzione di una soddisfazione non inferiore a quella ricavabile in sede di liquidazione.

[179] L'utilizzo di tale criterio di valutazione appare idoneo a superare una possibile complicazione derivante dal sempre più esasperato tentativo, da parte del legislatore, di anticipare l'emersione della crisi, il quale rende più probabile la conservazione, al momento dell'apertura della procedura, di un valore residuo delle partecipazioni sociali: BENAZZO (*supra*, n. 80), 241 ss., il quale rileva che l'esasperato perseguimento dell'anticipazione della crisi determina anche come conseguenza che la "traslazione espropriativa di interessi e di diritti a favore [dei] ... i creditori sociali potrebbe avere luogo anche ben prima di una effettiva e obiettiva manifestazione di incapacità e di insuccesso della proprietà che ha fondato e retto l'impresa". Diverso da quello proposto nel testo appare – se ben si è inteso – il criterio di valutazione delle partecipazioni alla società in crisi indicata da FABIANI (*supra*, n. 64), 45, il quale, affermando che in caso di concordato in continuità "il c.d. *surplus* ... resta nel patrimonio del debitore ... per tale ragione non pare potersi condividere che il valore della quota o dell'azione sia necessariamente, dal punto di vista economico, un valore evanescente", sembra propendere per quello che gli autori tedeschi indicano come *Fortführungswert*.

[180] GALLETTI (*supra*, n. 53), 4 ss.; in senso analogo v. anche la dottrina francese cit. sopra: VERMEILLE (*supra*, n. 38), nt. 14, secondo la quale quando l'indebitamente dell'impresa è superiore al valore dell'impresa "la valeur réelle de l'action est déjà réduite à «néant»". L'autrice però è particolarmente critica con la scelta del legislatore francese che ammette l'evizione delle partecipazioni sociali sulla base del semplice presupposto (del *redressement*) della cessazione dei pagamenti, allorché un'impresa potrebbe essere ancora "solvable" e dunque le sue partecipazioni dotate di valore da indennizzare. V. anche PÜHL (*supra*, n. 15) 337 ss. sulla scorta di quanto afferma la relazione all'*ESUG* (Reg-*ESUG*, bt-Drs, 17/5712, 32).

[181] È la scelta originariamente compiuta dal disegno di legge Rordorf, che all'art. 6.1, lett. b) ammetteva, prima della sua approvazione alla Camera nel febbraio 2017, le domande concorrenti dei creditori solo in caso di insolvenza perché in tal caso l'impresa veniva ritenuta priva di valore, motivo per cui il successo dell'iniziativa dei creditori non avrebbe comportato l'esproprio dell'imprenditore. V. nt. successiva.

di ricevere tutto ciò che rimane una volta che siano stati pagati i creditori [182].

In base a tali premesse si può allora concludere che gli artt. 163, 5° comma e 185, 6° comma, legge fall. disciplinano una fattispecie nella quale è ragionevole presumere l'assenza di qualunque valore spettante ai soci, perché lo stato di crisi – presupposto per l'accesso al concordato nella cui disciplina quelle norme si collocano – legittima la falcidia dei creditori cioè la loro soddisfazione non integrale [183].

Inoltre, a conferma della marginalità delle ipotesi nelle quali con il concordato preventivo i soci possono essere espropriati di valori impliciti ancora incorporati nelle rispettive partecipazioni, occorre considerare – oltre alla sussistenza di una crisi finanziaria dell'impresa e alla formulazione di una proposta che prevede una falcidia rilevante dei crediti – che il patrimonio sociale, in quel contesto, deve essere “preso in considerazione non solo a valori contabili (...), ma a valori effettivi: e ciò sia dal professionista nominato ai sensi dell'art. 161, 3° comma, l. fall., che deve dare un'attestazione (penalmente sanzionata) di veridicità dei dati aziendali (che pacificamente sono quelli effettivi e non quelli contabili), sia dal commissario giudiziale, che deve effettuare una propria valutazione del patrimonio sociale sia al fine di evidenziare eventuali atti di occultamento o dissimulazione dell'attivo (art. 173 l. fall.), sia al fine di poter offrire ai creditori gli elementi di comparazione rispetto all'alternativa del fallimento, che la legge oggi espressamente gli chiede (cfr. art. 172 l. fall.)” [184].

Nella nuova disciplina concorsuale, dunque, appaiono del tutto eccezionali i casi nei quali i vecchi soci possono dimostrare di essere espropriati per mezzo del concordato di valori ancora incorporati nella propria partecipazione e, perciò, sono legittimati a impedire l'attuazione della soluzione della crisi approvata dai creditori. Si può, cioè, prospettare per il nostro ordinamento una soluzione assai vicina a

[182] Può accadere, pertanto, che il debitore sia insolvente, e ciò nonostante l'iniziativa del terzo risulti egualmente “espropriativa”: FERRI *jr* (*supra*, n. 5), 479 (: “valore netto (positivo) del patrimonio della società (che, per quanto insolvente, ben potrebbe risultare tuttora capiente)”); GALLETTI (*supra*, n. 53), 4 ss. (anche se con riferimento alla legittimità delle proposte concorrenti dei creditori); BOZZA (*supra*, n. 53), 8; VITIELLO, “Le proposte concorrenti nel concordato preventivo: le possibili soluzioni alle primissime questioni interpretative”, *ifallimentarista.it*, 4 dicembre 2015. Sostengono, invece, che l'impresa insolvente sia priva di valore – per cui in tal caso sarebbe legittimo un esproprio dei soci privo di indennizzo, per quanto detto nel testo – FABIANI, “L'ipertrofica legislazione concorsuale fra nostalgia e incerte contaminazioni ideologiche”, 8, *ilcaso.it*, 8, che ritiene di dover distinguere le ipotesi in cui non sussista l'insolvenza ma lo stato di crisi; e probabilmente anche PANZANI, “Introduzione”, in AMBROSINI (a cura di), *La nuova crisi d'impresa: la l. 132/2015 e prossima riforma organica* (Bologna, 2016), 12.

[183] V. FABIANI (*supra*, n. 182), 9; VITIELLO (*supra*, n. 183); D'ATTORRE (*supra*, n. 5), 1164; LAMANNA, “La miniriforma (anche) del diritto concorsuale secondo il decreto «contendibilità e soluzioni finanziarie» n. 83/2015: un primo commento. Parte II”, *ifallimentarista.it*, 11 dicembre 2015.

[184] Massima n. 58, cit.; ABRIANI (*supra*, n. 167), 111 ss.

quella delineata nella letteratura tedesca per quanto concerne il bilanciamento fra le contrapposte istanze di tutela dei soci incisi nella loro partecipazione, da un lato, e di attuazione di una soluzione della crisi approvata dai creditori e omologata, dall'altro.

24. La conciliabilità dell'espropriazione della partecipazione dei soci con la tutela costituzionale del diritto di proprietà

La dottrina soffermatasi sull'esame "a caldo" delle disposizioni introdotte dall'art. 163, 5° comma e 185, 6° comma, legge fall. ha manifestato forti perplessità in merito alla loro legittimità costituzionale rispetto all'art. 42 Cost., nella parte in cui quelle norme consentono un totale assoggettamento della partecipazione dei soci all'altrui potere di disposizione, che può tradursi in un intervento ablativo della proprietà di quel bene non giustificato da un interesse generale e senza un indennizzo a favore dei soci estromessi [185].

Si tratta di un rilievo ricorrente sia nella letteratura italiana sia in quella di altri ordinamenti che comprendono, da un lato, una disciplina dedicata alla posizione dei soci nelle procedure concorsuali e, dall'altro, una tutela di rango costituzionale del diritto di proprietà assimilabile a quella italiana [186].

Si può perciò pensare di trarre dalle esperienze giuridiche straniere delle soluzioni per la questione in esame valide anche per l'ordinamento italiano.

Non sembra corretto ipotizzare un contrasto con l'art. 42 Cost. sotto il profilo



[185] Per dubbi sulla legittimità costituzionale delle interpretazioni che consentono l'omologazione di un piano di risanamento con effetti diluitivi delle partecipazioni dei soci, cfr. PORTALE, "Le società di capitali nella crisi: spigolature", relazione al convegno *Il diritto societario nell'era della crisi*, Napoli, 11-12 ottobre 2013; BOZZA (*supra*, n. 53), 7 ss.; sul problema, in relazione in generale alle proposte concorrenti, v. anche GALLETTI (*supra*, n. 53), 2 ss.; AMBROSINI, *Il diritto della crisi d'impresa nella legge n. 132 del 2015 e nelle prospettive di riforma*, *ilcaso.it*, 30 novembre 2015, 27 ss. ove ult. rif.; D'ATTORRE (*supra*, n. 5), 1164; LO CASCIO, "Introduzione", in AA.VV., *Decreto giustizia: le novità in materia fallimentare* (Milano, 2017), 4. Si noti che il problema della violazione del diritto di proprietà dei soci risultava acuito dalla versione originaria del disegno di legge Rordorf, il quale prevedeva la possibilità di proporre domande concorrenti di concordato (e non solo, come fa la disciplina vigente, di proposte condizionate all'iniziativa del debitore), motivo per cui non si poteva più sostenere la legittimità costituzionale della proposta dei creditori per il fatto che comunque la prima mossa spetta al debitore. La previsione relativa alle domande concorrenti (sulle quali v. ABRIANI (*supra*, n. 167), 111 ss.) è stata, tuttavia, eliminata a seguito dell'approvazione del disegno di legge da parte della Camera nel gennaio/febbraio 2017. Oltre all'art. 42 Cost., v. anche l'art. 17 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea e l'art. 1 del Protocollo Addizionale della Convenzione per la Salvaguardia dei Diritti dell'Uomo e delle Libertà Fondamentali (CEDU).

[186] V. per la dottrina tedesca GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 177 ss. e in part. nt. 1095 per ampie citazioni di autori che hanno rilevato un possibile contrasto fra l'*ESUG* e i §§ 9 e 14 GG; e PRUSKO (*supra*, n. 6), 93 ss., ove ampi riferimenti. I dubbi di legittimità costituzionale sono estesi in Germania anche al rispetto della libertà di associazione (PRUSKO (*supra*, n. 6), 101 ss.).

della mancanza di un interesse generale capace di giustificare l'espropriazione della proprietà. A ben vedere, infatti, esso può essere individuato nell'interesse alla conservazione sul mercato dell'impresa in crisi, costituente l'obiettivo che si prefiggono tutti gli interventi normativi qui passati in rassegna, il cui conseguimento è, a sua volta, funzionale alla tutela del credito, che trova copertura costituzionale sia nell'art. 47 Cost. sia nella disposizione costituzionale che garantisce il diritto di proprietà [187].

Più articolata deve essere, invece, la riflessione relativa all'equo indennizzo che, ai sensi del dettato costituzionale, dovrebbe essere corrisposto all'espropriato.

Occorre, intanto, rilevare che le norme della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo, per il tramite dell'art. 117 Cost., possono costituire parametro del sindacato di legittimità costituzionale; sicché, anche ai fini del diritto interno, entra in gioco quella nozione allargata di proprietà che si è affermata presso la Corte di Strasburgo e che arriva a comprendere anche i diritti relativi, ma pure la tendenza – propria del diritto interno – ad assecondare un sempre più accentuato processo di oggettivazione dei diritti correlati al finanziamento e all'investimento in iniziative imprenditoriali, che oramai si ascrivono alla categoria dei c.d. beni di secondo grado. Con la conseguenza che tali diritti si prestano a essere considerati come oggetto di una situazione di appartenenza riconducibile al paradigma proprietario e suscettibile di essere tutelata in applicazione diretta dell'art. 42 Cost. [188].

Del resto la tutela della proprietà delle partecipazioni societarie da parte del § 14



[187] L'interesse generale "si identifica nella soddisfazione di bisogni imputabili ... all'intera società o, più precisamente, a quel gruppo od a quel soggetto che nella singola fattispecie si presenta come investito dell'interesse sociale"; laddove questo è quell'interesse che fa capo mediatamente o immediatamente alla collettività nazionale e non esclusivamente a singole categorie di operatori economici (Corte cost., 10 giugno 1969, n. 97, *Giur. cost.*, 1969, 1243). Più precisamente si sostiene che sono di utilità sociale quegli "interessi o diritti costituzionalmente tutelati", che impongono un bilanciamento con altri interessi aventi pari rango costituzionale (LUCIANI, *La produzione economica privata nel sistema costituzionale* (Padova, 1983), 38). Tale è quello dei creditori, che rileva in caso di crisi dell'impresa, sia perché dotato di specifica protezione in Costituzione (art. 47), sia perché le pretese creditorie sono anch'esse rientranti nell'ambito di tutela del diritto di proprietà (come insegna la dottrina tedesca, che anzi considera la tutela costituzionale del diritto di proprietà – in questo caso dei creditori – come uno dei fondamenti della previsione delle procedure di insolvenza (GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 179; ADAM, "Insolvenzrecht und Grundgesetz", *DZWIR*, 2009, 445; STÜRNER, "§§ 1-102", in KIRKOFF-LWOWSKY-STURNER (hsrg), *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung* (Köln, 2007), 77; WERRES, *Grundrechtsschutz in der Insolvenz* (Berlin, 2007), 21 ss.; BVerfG, *NZI*, 2004, 222; PRUSKO (*supra*, n. 6), 105 e 122, ove si afferma che la disciplina concorsuale costituisce un limite legittimo al diritto di proprietà a causa del conflitto di interessi con i creditori). Sul rilievo che lo scopo del risanamento riveste per garantire la legittimità costituzione della disciplina introdotta dall'ESUG rispetto all'art. 14 della Cost. tedesca, v. PÜHL (*supra*, n. 15), 147 e BVerfG, *NJW*, 2007, 3270.

[188] GUIZZI, "Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?", *Corr. giur.*, 2015, 1490 ss. ove ampi riferimenti.

GG è principio consolidato anche nella giurisprudenza della *BVerfG* tedesca [189].

Da questa premessa risulta di immediata evidenza la delicatezza del tema e il perché si possa di primo acchito dubitare della legittimità di una disciplina come quella introdotta dal decreto 83/2015, che sostanzialmente autorizza l'esproprio – per mezzo dell'esecuzione di un concordato omologato – dei vecchi soci senza prevedere il pagamento di un indennizzo.

Come correttamente affermato in merito alla medesima questione relativa alla nuova disciplina del *bail-in* [190], tuttavia, il contrasto fra la norma ordinaria e quella sovraordinata è, a ben vedere, solo apparente.

La corresponsione dell'indennizzo rappresenta un presupposto ineludibile per garantire la legittimità dell'intervento espropriativo solo a fronte di entità dotate pur sempre di un valore intrinseco, sia esso di uso o di scambio, che si possa esprimere in forma monetaria e in termini positivi [191].

Tale paradigma mal si adatta, invece, quando ci si confronta con i beni di secondo grado, come appunto gli strumenti finanziari, il cui valore costituisce sempre una grandezza derivata, che dipende cioè da quello del patrimonio dell'impresa a cui si partecipa [192]: nella fattispecie in esame la mancata corresponsione dell'indennizzo, più che essere espressione di una disapplicazione della regola per motivate ragioni di interesse generale, potrebbe essere considerata più semplicemente il riflesso del fatto che l'indennizzo dovuto è eguale a zero, appunto perché quello è il valore del bene espropriato quando il patrimonio sociale si riveli privo di consistenza [193].

Quanto all'individuazione dei casi in cui quest'ultima circostanza può dirsi realizzata e dunque può affermarsi la piena legittimità dell'esproprio delle partecipazioni sociali funzionale alla soluzione negoziata della crisi in mancanza del pagamento di un indennizzo, è sufficiente fare uso dei criteri sopra proposti (v. § 23).

[189] Per ampi riferimenti si rinvia a PRUSKO (*supra*, n. 6), 94 ss.

[190] GUIZZI (*supra*, n. 189), 1491, il quale trae conforto per la propria conclusione anche dal principio, rinveniente dall'elaborazione della Corte di Strasburgo, secondo cui in presenza di motivate ed eccezionali ragioni di interesse generale si possono ammettere interventi ablatori non solo con un indennizzo inferiore al c.d. valore equo del bene, di base coincidente con il prezzo di mercato, ma financo senza riconoscimento di alcun controvalore all'espropriato (v. *op. cit.* per gli opportuni riferimenti).

[191] Tipicamente ciò si realizza per i beni fondiari, che avevano in mente i costituenti: GUIZZI (*supra*, n. 189), 1491 ss.; MARINI, "Il caso Northern Rock", *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 493 ss.

[192] MAUGERI, "Partecipazione sociale, quotazione di borsa e valutazione delle azioni", *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 93 ss.; seguito da GUIZZI (*supra*, n. 189), 1492.

[193] Così, con grande chiarezza, GUIZZI (*supra*, n. 189), 1492 e nt. 24 ove si precisa che la regola non sarebbe tanto quella "dell'esproprio senza indennizzo" bensì quella "dell'esproprio con indennizzo zero", perché zero è il valore del bene; ABRIANI (*supra*, n. 53), 382; FABIANI (*supra*, n. 64), 29.

La conclusione qui sostenuta trova conforto nella letteratura tedesca, dove si è posto il problema, analogo a quello qui esaminato, di conciliare le previsioni dell'*ESUG* con l'art. 14 *GG*, accordando ai soci, che subiscano un "Eingriff in ihre Anteile", un diritto al risarcimento [194].

La dottrina tedesca afferma che la sussistenza di siffatta pretesa dipende dal criterio adottato per la valutazione delle partecipazioni, che può essere o il *Liquidationswert* o il *Fortführungswert*.

L'opinione prevalente e le indicazioni provenienti dal legislatore storico inducono a privilegiare il primo criterio, per cui si conclude che "im Insolvenzplanverfahren regelmässig von einer Wertlosigkeit der Anteile auszugehen. In diesem Fall ist auch eine Entschädigung nicht erforderlich" [195]. In altri termini: siccome applicando il criterio del valore di liquidazione, il valore incorporato nella partecipazione è, normalmente, pari a zero, si ritiene giustificata, anche ai sensi del § 14 *GG*, la mancata corresponsione di un qualsivoglia risarcimento al socio che ne venga privato [196].

[194] Ampie cit. in GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 156 nt. 1000-1001 e 1002 anche per riferimenti alla giurisprudenza del *BVerGE*; THOLE (*supra*, n. 15), 65.

[195] Relazione all'*ESUG* 17/5712, S. 32.

[196] GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 162; PÜHL (*supra*, n. 15), 144 ss. ove a pag. 159 ss. si esclude (con ampi riferimenti alla dottrina) che la tutela costituzionale del diritto di proprietà comprenda il diritto di opzione dei vecchi soci (ma in senso contrario SIMON-MERKELBACH, "Gesellschaftsrechtliche Strukturmassnahmen im Insolvenzplanverfahren nach dem ESUG", *NZG*, 2012, 125 ss.); SPLIEDT, "§225a", in SCHMIDT (hrsg.), *Insolvenzordnung* (München, 2013), *Rdn.* 8 ss.; JAFFÉ, "§ 225a", in WIMMER (hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum Insolvenzordnung* (Köln, 2015), *Rdn.* 30 ss. Vi sono autori che hanno ipotizzato che la disciplina delle proposte concorrenti di cui al nuovo art. 163, 5° comma, legge fall. contrasti anche con l'art. 41 Cost.: PANZANI (*supra*, n. 183), 12, il quale sostiene che "l'imprenditore è titolare dell'impresa e trovare una soluzione alla crisi spetta prima di tutto a lui"; conf. RATTI, "Art. 163. Proposte concorrenti", in AA.VV., *La nuova riforma del diritto concorsuale. Commento operativo al d.l. n. 132/2015 conv. in l. n. 132/2015* (Torino, 2015), 137. Anche tale tesi appare opinabile. Non si deve dimenticare che la libertà di iniziativa economica privata incontra il limite dell'utilità sociale (art. 41, 2° comma, Cost.). Tale limite è stato ritenuto espressione non di un mero interesse settoriale o corporativo – rispetto al quale il richiamo all'utilità sociale prevista dalla Costituzione sarebbe risultato non pertinente –, ma un *interesse sociale*. Il referente oggettivo del concetto di utilità sociale, infatti, "si identifica nella soddisfazione di bisogni imputabili k. all'intera società o, più precisamente, a quel gruppo od a quel soggetto che nella singola fattispecie si presenta come investito dell'interesse sociale" (CELOTTO, "Sub 41", in BIFULCO-CELOTTO-OLIVETTI (a cura di), *Commentario alla Costituzione* (Torino, 2006), 356; BALDASSARRE, voce "Iniziativa economica privata", *Enc. dir.* (Milano, 1971), XXI, 603. Conf. anche OPPO, "Iniziativa economica", *Riv. dir. civ.*, 1988, I, 322); laddove questo è quell'interesse che fa capo mediatamente o immediatamente alla collettività nazionale e non esclusivamente a singole categorie di operatori economici (Corte cost., 10 giugno 1969, n. 97, *Giur. cost.*, 1969, 1243). Si sostiene, infatti, che sono di utilità sociale quegli "interessi o diritti costituzionalmente tutelati, la cui tutela imponga nel bilanciamento con l'iniziativa economica privata, una limitazione di quest'ultima proprio alla stregua del 2 co. dell'art. 41 Cost." (LUCIANI (*supra*, n. 188), 38). Fra essi appare da annoverare anche l'interesse dei creditori sociali sussumibile nell'art. 47, 1° comma, Cost. (per

In Francia, in aggiunta, a dispetto dei rilievi fortemente critici da parte della dottrina [197], l'innovativa disciplina che legittima il *redressement* a disporre delle partecipazioni dei soci ha ottenuto un decisivo avallo, quanto alla sua conformità al dettato costituzionale, da parte del *Conseil Constitutionnel* [198].

Sull'argomento merita ricordare, infine, che la dottrina tedesca si è posta anche l'ulteriore problema della tutela costituzionale dei diritti amministrativi incorporati nella partecipazione sociale oltre che di quelli patrimoniali [199], arrivando a so-

la riconducibilità della tutela del credito al paradigma dell'art. 41 Cost., ROPPO, "Tutela costituzionale del credito e procedure concorsuali", *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1999, 1; D'ALESSANDRO, "La crisi delle procedure concorsuali", *Giur. comm.*, 2001, I, 331; sulla stessa linea, dal versante processuale, LANFRANCHI, "Civile giurisdizione e procedure concorsuali", *Corr. giur.*, 2007, 877). Sembra, dunque, assolutamente conforme con tale ricostruzione una previsione che, nell'interesse dei creditori sociali, costituente l'obiettivo fondamentale di qualunque soluzione della crisi, sacrifichi la libertà di iniziativa economica privata dei soci. Sul punto v. CALVOSA (*supra*, n. 139), 15 ss., la quale afferma che "risponde all'utilità sociale che le iniziative per risolvere le crisi di impresa siano assunte con la necessaria tempestività"; FABIANI, "Riflessioni sistematiche sulle addizioni legislative in tema di crisi d'impresa", *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 20, ove a nt. 26 ampi riferimenti alla dottrina che riconduce all'art. 41 Cost. anche la tutela del credito; ID. (*supra*, n. 64), 25.

[197] Si è affermato, infatti, che l'evizione delle azioni dei vecchi azionisti non costituisce un attentato al loro diritto di proprietà – tutelato all'art. 17 della DDHC – se la *procedure de sauvetage* consente di ottenere un incremento di valore rispetto alla *liquidation judiciaire*; precisandosi che per constatare l'esistenza di tale "surcroit" di valore gli economisti utilizzano il concetto di "valore d'impresa" (pari ai flussi di tesoreria futuri derivanti dalla prosecuzione dell'attività, valutati al loro valore attuale) (MARTINEZ-VERMEILLE, "La réforme en cours du droit des entreprises en difficulté, quand la Constitution s'en mêle", *RTDF*, 2014, 33-36; VERMEILLE, "Le volet droit des faillites de la loi «Macron»: une intention louable au départ, mais un résultat dangereux à l'arrivée", *Recueil Dalloz*, 19 février 2015, n. 7, 4-5). Per giustificare l'evizione dei vecchi soci, secondo tale dottrina, il valore dell'impresa deve essere *i*) superiore al valore di liquidazione dell'impresa (inteso come la somma dei prezzi di cessione dell'attivo dell'impresa, venduto separatamente); *ii*) inferiore alla somma dei debiti della società (situazione nella quale la società è detta "insolvable"). Al ricorrere di una situazione siffatta gli azionisti possono essere spossessati delle azioni, il cui valore è nullo. Si sottolinea, ancora, che il concetto di insolvenza (utilizzato per giustificare l'evizione degli azionisti) deve essere tenuto distinto da quello di "cessation des paiements" che costituisce il presupposto dell'apertura del *redressement judiciaire*, nell'ambito del quale la *loi Macron* prevede l'evizione dei soci. Per cui nell'ordinamento francese il presupposto di applicazione dell'art. L631-19-2 *c. comm.* (che è lo stesso del *redressement*) non coincide con l'esistenza di una situazione di insolvenza, in cui il valore delle partecipazioni è, ad avviso della tesi in esame, necessariamente nullo.

[198] Il quale ha affermato – allineandosi, peraltro, ai principi ricorrenti nella propria giurisprudenza in materia di esproprio – che "les deux dispositifs de «dilution forcée» et de «cession forcée» institués par le législateur, qui contribuent par ailleurs à préserver les droits des créanciers de l'entreprise, ne portent pas une atteinte manifestement disproportionnée au droit de propriété des associés et actionnaires": decisione 2015-486 QPC consultabile su *conseil-constitutionnel.fr*.

[199] In verità, si assiste in Germania alla contrapposizione fra due diverse tesi: quella che sostiene l'esclusivo rilievo, rispetto alla tutela costituzionale della proprietà, degli aspetti patrimoniali della partecipazione, e quella che ritiene invece che debba essere compresa nella tutela costituzionale la componente gestoria, che rimarrebbe immutata nonostante la situazione di insolvenza (per completi riferimenti GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 177).

stenere che lo scopo del miglior soddisfacimento dei creditori – che trova come detto copertura costituzionale nello stesso § 14 GG – legittima solo un intervento sui secondi ma non l’annullamento dei primi [200].

Quest’ultima conclusione pare però controvertibile nella sua perentorietà, potendosi obiettare che le prerogative corporative della partecipazione sociale trovano giustificazione se e in quanto permanga integro l’investimento di capitale di rischio effettuato dal socio, secondo il principio generale di corrispondenza fra rischio e potere; per cui laddove l’investimento del socio sia ormai perduto, come verosimilmente accade nella crisi, si giustifica una traslazione del potere sull’organizzazione sociale a favore dei creditori, ossia dei nuovi soggetti che sopportano il rischio dell’esercizio dell’impresa [201].

Peraltro, parte della dottrina tedesca individua un punto di equilibrio adeguato fra l’obiettivo della realizzazione delle procedure di riorganizzazione vantaggiose per gli interessi creditorii e la tutela, anche di rango costituzionale, delle prerogative dei soci nell’attribuzione a costoro del diritto alla *Reorganisationsbeteiligung* (partecipazione alla riorganizzazione), che – lo si è già detto – risulta tuttavia ridotto a una mera finzione [202].

Alla luce di quest’ultima osservazione, la composizione delle contrapposte esigenze appena menzionate sembra realizzato, dunque, anche nel nostro ordinamento, ove l’art. 185, 6° comma, legge fall. prevede, in prima battuta, l’intervento dei soci per la decisione sull’aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione: così attribuendo loro la facoltà di procedere in prima istanza ad adottare le decisioni necessarie all’esecuzione del concordato omologato, evitando l’intervento coercitivo dell’amministratore nominato dal tribunale.

[200] Fra i molti, MADAUS (*supra*, n. 9), 762 ss.; EIDENMÜLLER-ENGERT, “Reformperspektiven einer Umwandlung von Fremd-in Eigenkapital (Debt-Equity-Swap) im Insolvenzplanverfahren”, *ZIP*, 2009, 546 ss. Ma in senso contrario PINTO (*supra*, n. 4), 117 nt. 36.

[201] FERRI jr (*supra*, n. 5), 483, il quale rilevava – prima della novella del 2015 – che l’eliminazione del potere dei soci di incidere sulla realizzazione di operazioni funzionali alla ristrutturazione è coerente “con la diffusa tendenza a ricollegare il riconoscimento ai soci di specifiche, e rilevanti, prerogative organizzative alla posizione «residuale» nella quale costoro risultano collocati nei confronti del valore del patrimonio sociale ed al rischio al quale risultano conseguentemente esposti ...: una costruzione questa che ... presuppone che il patrimonio netto ... presenti un valore positivo, dal momento che, in caso contrario, in presenza cioè di un patrimonio netto negativo (come, in caso di crisi ... normalmente accade), il rischio in esame finirebbe per gravare piuttosto sui creditori sociali, venendo con ciò meno la stessa giustificazione sistematica dei poteri spettanti ai soci nell’ambito dell’organizzazione sociale”; STANGHELLINI (*supra*, n. 8), 210; D’ATTORRE (*supra*, n. 5), 1168 ss.; MAUGERI (*supra*, n. 5), 391.

[202] GRÄFIN VON SPEE (*supra*, n. 6), 181, ove si dice che, accordando tale diritto ai soci, si rende conforme alla tutela costituzionale del diritto di proprietà la sostanziale esclusione della competenza decisionale dei soci rispetto agli *Strukturmassnahmen*, al fine di eliminarne il potere di veto.

25. Segue: la conciliabilità della nuova allocazione del potere di determinare la struttura proprietaria e finanziaria della società con la normativa UE

La dottrina di vari paesi europei [203] ha correttamente rilevato come le discipline introdotte nei diversi ordinamenti – ad eccezione di quello spagnolo –, che sostanzialmente espropriano i soci del potere loro riservato dal diritto societario sostanziale di decidere le operazioni sul capitale della società, pongano un problema di compatibilità con la direttiva 2012/30/UE del 25 ottobre 2012.

Si individua, in particolare, un possibile contrasto con l'art. 25 della precedente versione della seconda direttiva UE sul capitale sociale, risalente al '76 (riprodotto, immutato, nel nuovo art. 29), che riserva, senza alcuna eccezione, la competenza a decidere gli aumenti di capitale all'assemblea [204]. Contrasto che appare confermato da una serie di sentenze rese dalla Corte di Giustizia in casi riguardanti alcune società greche [205]. In queste pronunce la Corte ha affermato l'illegittimità, per contrasto con la seconda direttiva, di prescrizioni dell'ordinamento greco ai sensi delle quali varie autorità amministrative avevano ricapitalizzato delle società senza ottenere il previo consenso dei soci.

Ciò nonostante, parte della dottrina straniera ha sostenuto che tali sentenze non escludono la compatibilità delle prescrizioni finora esaminate con la disciplina UE.

Si è osservato, infatti, che la Corte di Giustizia, dopo aver qualificato le operazio-

[203] PRUSKO (*supra*, n. 6), 113, che significativamente si interroga sul se la situazione di insolvenza possa costituire un limite di applicazione della direttiva; PÜHL (*supra*, n. 15), 241 ss., il quale sulla base di considerazioni largamente coincidenti con quelle riportate nel testo, nega il conflitto fra la normativa comunitaria e il nuovo sistema introdotto dall'ESUG. Osservazioni al riguardo possono leggersi anche nel commento alla *loi Macron* sul sito *droitetcroissance.fr* e nella relazione del senato francese.

[204] Al contrario la riduzione del capitale sociale non presenta le medesime difficoltà rispetto alla normativa europea, poiché l'art. 30 della seconda direttiva, pur prevedendo che tale operazione debba essere decisa dall'assemblea, contempla l'eccezione delle riduzioni "under a court order". Siccome il concordato – come anche l'*Insolvenzplan* o la riorganizzazione prevista dal *Czech Insolvency Act* – acquistano efficacia *erga omnes* solo a seguito dell'omologazione del tribunale, la riduzione in esso compresa può essere sussunta nell'eccezione prevista dalla seconda direttiva alla generale competenza decisionale dell'assemblea dei soci. V. anche RICHTER, "Reconciling the European Registered Capital Regime with a Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform", *ssrn.com*, 6.

[205] In un interessante contributo si rileva che laddove i soci approvino il piano nella classe nella quale sono raggruppati, la seconda direttiva può dirsi sostanzialmente rispettata, se si prescinde dal fatto che a stretto rigore i soci non sono riuniti in una assemblea ordinaria: RICHTER (*supra*, n. 205), 7. Per i più recenti sviluppi della giurisprudenza comunitaria, sia pure nello specifico ambito delle crisi bancarie idonee a incidere sul sistema finanziario nel suo complesso, v. Corte di Giustizia U.E., 8 novembre 2016, causa C-41/15, Dowling e altri, consultabile su *curia.europa.eu cit*. Si veda anche la *Proposal for Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU* del 22 novembre 2016.

ni che è stata chiamata a giudicare come “ordinary reorganization measures” [206], “straightforward rationalization measure[s]” [207] o “straightforward rejuvenation measure[s]” [208], le ha espressamente distinte dalle “execution [...] or liquidation measure[s]” [209]. In tutte le proprie decisioni la Corte ha ammesso che la seconda direttiva *non impedisce* l’attuazione di misure *esecutive o liquidatorie*, che pongano coattivamente la società in liquidazione a tutela dei creditori [210], mentre *la medesima normativa deve trovare applicazione* finché la società “continua ad esistere con strutture proprie” e “non vi sia stato spossamento degli azionisti e degli organi ordinari della società” [211].

Da tali premesse si ricava che il giudice europeo intende sostanzialmente sostenere – individuando nelle “execution [...] or liquidation measure[s] taken for the protection of creditors’ rights” un limite all’applicazione della seconda direttiva e pur utilizzando forse un linguaggio tecnicamente impreciso – che in caso di apertura di una procedura d’insolvenza i) la società non esiste più con la sua struttura originaria, ii) i soci possono essere spogliati dei loro poteri decisorii, iii) cosicché “whether and in what form the company will exist in the future is decided by the creditors or the court, not the shareholders” [212].

La stessa conclusione viene adottata anche rispetto al diritto di prelazione riconosciuto agli azionisti sulle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell’art. 29 della seconda direttiva (del 1976, oggi art. 33 della rifusione della direttiva del 2012), che prevede alcune eccezioni a tale diritto, nessuna delle quali però concerne situazioni di crisi: tale prescrizione non è ritenuta applicabile alle società in procedura d’insolvenza, la quale, quindi, deve essere considerata come presupposto di una deroga ulteriore rispetto a quelle espressamente contemplate al diritto di prelazione dei soci sulle quote di nuova emissione [213].

[206] C-441/93-12 marzo 1996, Pafitis, p.ti 57-58 leggibile sulla banca dati *on line* della Corte.

[207] C-381/89 del 24 marzo 1992, Syndesmos Melon, p.ti 27 and 28 leggibile sulla banca dati *on line* della Corte.

[208] C-19/90 a C 20-90 del 30 maggio 1991, Karella, p.to 30 leggibile sulla banca dati *on line* della Corte. Ulteriori citazioni in RICHTER (*supra*, n. 203), 4 nt. 10.

[209] Pafitis (p.to 58).

[210] RICHTER (*supra*, n. 205), 5, che cita Pafitis, p.to. 57, Syndesmos Melon, p.to 27, Karella, p.to 30.

[211] V. Syndesmos Melon, 27-28 e Karella, 30.

[212] RICHTER (*supra*, n. 205), 5. Ma considerazioni analoghe circa la compatibilità fra la seconda direttiva e la possibilità per il concordato di incidere sulle partecipazioni dei soci (riconosciuta esistente prima del d.l. n. 83/2015) si trovano anche in FERRI *jr* (*supra*, n. 4), 102 ss., il quale rileva che i) la seconda direttiva è vincolante solo per le s.p.a., non per gli altri tipi sociali; ii) che la giurisprudenza della Corte di Giustizia si riferisce (nei casi greci) solo a riorganizzazioni del capitale disposte dall’autorità amministrativa e non da quella giudiziaria; iii) la direttiva non si applica una volta intervenuto lo spossamento degli azionisti e degli organi della società.

[213] RICHTER (*supra*, n. 205), 7.

Si è, altresì, affermato a sostegno di quest'ultima conclusione che

– quando il piano di ristrutturazione preveda come operazione preliminare l'azzeramento del capitale sociale, i vecchi soci cessano di possedere partecipazioni – appunto rappresentative di una frazione del capitale stesso – nel momento in cui, successivamente, si procede a ricapitalizzare la società; per cui essi non sono tecnicamente più soci e non possono vantare alcuna prelazione sulla nuova emissione;

– la prelazione è un diritto con un proprio valore economico, la cui funzione è quella di preservare le pretese dei vecchi soci sui beni sociali. Nel caso in cui il piano di riorganizzazione sia “crammed down” rispetto a una classe di creditori antergati ai soci e *impaired*, l'*absolute priority rule* [214] esige che i soci non ricevano (e non mantengano) alcun valore nella società ristrutturata. Se questo è vero, a essi non può essere riconosciuto il diritto di prelazione sulle azioni di nuova emissione, pena in caso contrario, l'impossibilità per il tribunale di omologare il piano a fronte dell'opposizione di una classe di creditori *senior* a causa della violazione del menzionato principio [215].

L'opinione sinora descritta suscita, tuttavia, delle perplessità nel suo tentativo di legittimare le previsioni introdotte dai più recenti interventi di riforma concernenti la posizione dei soci nelle procedure d'insolvenza sulla base di sentenze in cui la



[214] Si tratta della regola per cui se il valore dell'impresa non copre per intero l'importo delle pretese vantate dai *senior creditors*, nessun soddisfacimento può essere accordato ai *junior creditors* né agli *equityholders*, salvo che vi sia il consenso espresso dei primi: LONGHOFFER-CARLSTROM, “Absolute Priority Rule Violations in Bankruptcy”, *Economic Review*, 1995, 31, 4, 21: “By definition, debt contracts require that creditors be paid before the firm's owners receive any value. In other words, creditors are assumed to have “priority” over a firm's equity holders. This principle is known as the absolute priority rule (APR). Simply stated, this rule requires that the debtor receive no value from his assets until all of his creditors have been repaid in full. The APR also states that senior creditors should be paid before junior creditors”. In giurisprudenza, *ex plurimis*, *In re Armstrong World Indus., Inc.*, 432 F.3d 507 (3rd Cir. 2005), secondo cui “absolute priority rule ... prevents a junior class from receiving a distribution ahead of the unsecured creditor class”; RICHTER (*supra*, n. 202), 6 secondo il quale “the absolute priority rule requires that where a reorganization plan is to be approved by a court over the objection of a class that is not receiving the full present value of its claims, the court asked to *cram-down* the plan on the objecting class must be satisfied that no class junior to the objecting class is receiving (or keeping) any value under the plan at all”; WARREN-WESTBROOK, *The Law of Debtors and Creditors, Text, Cases, and Problems* (New York, 2006), 655 ss.

[215] RICHTER (*supra*, n. 205), 8, il quale compie il seguente ragionamento: il diritto dei soci di sottoscrivere in via preferenziale le azioni di nuova emissione costituisce un'opzione avente un valore economico. Il diritto è funzionale a mantenere inalterato l'investimento originario dei soci, dunque esso rileva per il mantenimento di “valuable claim on the company's asset”. V. per l'applicazione dell'*absolute priority rule* prevista nel §§1129(b)(2)(B)(ii) del *b.c. USA* a un piano nel quale si riservava ai vecchi soci un aumento di capitale in cambio del mantenimento dell'intera proprietà della società debitrice ristrutturata la pronuncia di U.S. Supreme Court case of *Bank of America National Trust & Savings Association v. 203 North La Salle Street Partnership* 526 U.S. 434 (1999), consultabile su <https://www.law.cornell.edu/supct/html/97-1418.ZS.html>. Sull'argomento v. anche l'ampia riflessione di PÜHL (*supra*, n. 15), 206 ss., che sembra però propendere per una diversa tesi (224).

Corte di Giustizia utilizza un linguaggio superato e non perspicuo.

E comunque, laddove si intenda verificare la compatibilità di tali disposizioni con la disciplina della seconda direttiva, appare inevitabile domandarsi preliminarmente se le procedure nell'ambito delle quali esse sono applicabili integrino o meno gli estremi di quelle misure esecutive o liquidatorie individuate dalla giurisprudenza comunitaria come limiti di applicazione della direttiva stessa.

La risposta al riguardo pare dover essere negativa, poiché i connotati delle procedure nelle quali, ad avviso della Corte, la seconda direttiva continua a trovare applicazione – in particolare la loro finalizzazione al risanamento; il fatto che esse comportino uno spossessamento, sebbene limitato, degli azionisti e una limitazione delle prerogative degli organi sociali – sembrano coincidere con i tratti caratterizzanti gli strumenti di soluzione della crisi nell'ambito dei quali le recenti riforme hanno introdotto i meccanismi di evizione dei vecchi soci (l'*Insolvenzplan* in Germania, il concordato preventivo in Italia [216] e il *redressement* in Francia) [217].

D'altronde, anche la nostra dottrina ha rilevato in modo incisivo come il concordato preventivo è “una procedura concorsuale non imposta ma negoziata, quindi non contro la volontà del debitore”, ossia “*che non può iscriversi nel novero dei procedimenti espropriativi*, se si guarda a tale soluzione negoziale della crisi «nella sua fenomenologia generale»” (corsivi aggiunti) [218].

Ove ci si arrestasse a tali considerazioni, ne conseguirebbe l'impossibilità di giustificare la disapplicazione delle prescrizioni della seconda direttiva in merito

[216] Che la disciplina delle proposte concorrenti nel concordato ex art. 163, 6° comma, legge fall. sia finalizzata a “stimolare investitori a compiere operazioni di risanamento” è affermato da AMBROSINI (*supra*, n. 186), 27, che richiama la relazione illustrativa al d.l. n. 83/2015.

[217] Al contrario le affermazioni contenute per es. in Syndesmos Melon, 26-27-28 potevano essere lette in modo diverso come afferma la ricostruzione di RICHTER. Ma ciò pare superato da quanto affermato dalla corte in Pafitis, che costituisce, fra l'altro, un precedente più recente e pare confutare quell'interpretazione di Syndesmos proposta da RICHTER e, in corso di causa, anche da una delle parti.

[218] FABIANI, “Concordato preventivo”, in DE NOVA (a cura di), *Commentario Scialoja-Branca-Galgano* (Bologna, 2014), 78 ss.; e già NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese* (Torino, 2012), 148; GUERRERA, “Struttura finanziaria, classi di creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società di capitali”, in FORTUNATO-GIANNELLI-GUERRERA-PERRINO, *La riforma della legge fallimentare* (Milano, 2010), 262; FERRI jr (*supra*, n. 84) 382; DE SENSI, *La concorsualità nella gestione della crisi d'impresa* (Roma, 2009), 154. Del resto, che il concordato non sia in realtà mai stato una sorta di esecuzione coattiva sul patrimonio del debitore era già rilevato dalla dottrina più risalente (cfr. i rilievi di MAISANO, *Il concordato preventivo delle società* (Milano, 1980), 70 ss.; DE MARTINI, *Il patrimonio dell'imprenditore nelle procedure concorsuali* (Milano, 1956), 83). A favore di quanto si sostiene nel testo v., infine, STANGHELLINI, “Proprietà e controllo dell'impresa in crisi”, *Riv. soc.*, 2004, 1062 ss., il quale afferma che in funzione della massimizzazione del valore dell'impresa e del risultato complessivo per i creditori, la disciplina concordataria ammette significative deroghe ai criteri di priorità propri dell'attuazione della responsabilità patrimoniale, proprio in quanto il concordato non costituisce una procedura esecutiva.

alle operazioni sul capitale sociale sostanzialmente prevista nelle menzionate procedure volte alla soluzione della crisi, non aventi, però, i tratti della liquidazione concorsuale.

La conciliabilità delle nuove previsioni in materia di operazioni incidenti sulle partecipazioni sociali con le regole dell'ordinamento europeo sembra, tuttavia, poter essere recuperata con un ragionamento più semplice di quello articolato sulla base delle pronunce della Corte di Giustizia.

Le recenti scelte normative perseguono l'obiettivo, avvertito come ineludibile in tutti gli Stati membri, di imporre ristrutturazioni funzionali al risanamento dell'impresa e vantaggiose per gli interessi dei creditori anche contro la volontà dei soci. Pertanto, è plausibile sostenere che la seconda direttiva – la cui disciplina è suscettibile, ove operante, di ostacolare la soddisfazione di tale esigenza – detti una disciplina la cui applicazione deve intendersi circoscritta alle operazioni governate dal diritto sostanziale e che non possa essere estesa, al contrario, a quelle da realizzare in una situazione di crisi, delle quali, a ben vedere, la normativa in esame non si occupa.

In quest'ultimo contesto, si deve ammettere che possano valere regole differenti e derogatorie rispetto a quelle di diritto sostanziale, ossia regole (per usare una espressione ormai invalsa) di diritto societario della crisi, che tengano conto del nuovo e diverso arbitraggio degli interessi connessi all'impresa, nel momento in cui sopraggiunge una situazione nella quale si pone l'alternativa fra liquidarla ed eliminarla dal mercato [219] o adottare adeguate contromisure per assicurarne la sopravvivenza e ripristinarne il *going concern* [220].

[219] Al riguardo fondamentale è lo studio di 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), 835 ss.

[220] In sostanza questa è anche l'opinione di quella dottrina tedesca che considera la procedura di insolvenza come un limite di applicazione delle regole della seconda direttiva: in tale frangente il controllo della società viene assegnato ai creditori, per cui essa diviene un bene utilizzabile per la loro soddisfazione e non sussiste alcuna ragione di continuare a tutelare l'interesse dei soci all'organizzazione interna della stessa (EIDENMÜLLER-ENGERT *supra*, n. 201), 548; PRUSKO *supra*, n. 6), 119; VERSE *supra*, n. 7), 314, ad avviso del quale l'esenzione, se riferita alla sola liquidazione, sarebbe priva di senso, considerato che soltanto nelle procedure di risanamento si pone l'esigenza di deliberare un aumento del capitale e, dunque, una questione di conformità alla seconda direttiva; PINTO *supra*, n. 4), 123 nt. 45). In altri termini: si deve prendere atto che le prescrizioni della seconda direttiva devono essere interpretate – come pare possibile, tenuto conto anche del loro tenore letterale generico – in modo coerente con l'esigenza di ricostruire uno "statuto normativo speciale" della società in crisi, al quale risultano sottesi scelte e bilanciamenti di interessi diversi rispetto a quelli che informano le regole di diritto sostanziale SCHMIDT, "Bestellung und Abberufung des Vorstands in der Insolvenz einer Aktiengesellschaft", AG, 2011, 4; PRUSKO *supra*, n. 6), 1 ss. e 36 ss.; EIDENMÜLLER, "Die Eigenverwaltung im System des Restrukturierungsrecht", ZHR, 2011, 12 ss.; BORK, "Pflichten der Geschäftsführung in Krise und Sanierung", ZIP, 2011, 101 ss.; MADDAUS, *Der insolvenzplan* (Tübingen, 2010), 533 ss.; SCHMIDT-

In aggiunta alle superiori considerazioni, occorre rilevare che la soluzione già adottata dal legislatore italiano all'art. 185, 6° comma, legge fall. [221] appare comunque quella maggiormente conforme al perentorio dettato dell'art. 29 della seconda direttiva sul capitale sociale rispetto alle omologhe discipline straniere. Il nostro ordinamento è, infatti, l'unico a prevedere come necessario un passaggio assembleare per l'operazione di aumento di capitale (e, dunque, ad ammettere, come primo *step*, che essa sia approvata osservando le forme prescritte dal diritto sostanziale), pur ridotto a mero "simulacro formale" anteriore all'attuazione coattiva. Il problema della conformità alla disciplina europea – da risolvere nel modo già descritto – si pone, quindi, solo rispetto al possibile intervento sostitutivo dell'amministratore giudiziario.

UHLENBRUCK (*supra*, n. 91), 2009. Nella dottrina italiana v. PORTALE (*supra*, n. 79), 1 ss., che propende per considerare il diritto societario della crisi non come sistema contrapposto al diritto societario sostanziale, ma come corpo normativo nel quale vengono apportati "i necessari adattamenti dell'organizzazione societaria alle specificità della gestione della crisi d'impresa" (per una posizione sostanzialmente analoga in ordine al rapporto fra diritto societario e diritto della crisi v. FABIANI (*supra*, n. 64), 31) e TOMBARI, "Principi e problemi di «diritto societario della crisi»", in TOMBARI (a cura di) (*supra*, n. 4), 5 ss., ove al contrario si considera il diritto societario della crisi un sistema normativo retto da principi propri rispetto al diritto sostanziale).

[221] Soluzione verso la quale si è orientata la legge delega n. 155/2017, art. 6, 2° comma, lett. b) ove si impone al legislatore delegato di sancire per tutti gli organi della società, e quindi anche per l'assemblea dei soci, il dovere di dare tempestiva attuazione alla proposta di concordato omologato.