

**LA CONVERSIONE CONCORDATARIA DEI DEBITI  
IN CAPITALE DI RISCHIO:  
TRE RIFLESSIONI (ED ALTRETTANTE PROPOSTE)  
SULLE PECULIARITÀ DELLA DISCIPLINA  
APPLICABILE ALLE OPERAZIONI DI *DEBT TO  
EQUITY SWAP* (\*)**

di GIUSTINO DI CECCO

1. L'oggetto e le finalità dell'analisi dedicata alle concrete modalità attuative delle operazioni concordatarie di *debt to equity swap*. – 1.1. La rilevanza sistematica dell'istituto delle proposte concorrenti di *debt to equity swap* su proposta dei creditori. – 1.2. La delimitazione dell'oggetto dell'analisi. – 2. Il primo profilo di indagine: la tutela delle ragioni patrimoniali dei soci. – 2.1. Le ragioni patrimoniali dei soci meritevoli di protezione. – 2.2. Le modalità di tutela delle ragioni patrimoniali dei soci. – 3. Il secondo profilo di indagine: la tutela (generale) delle ragioni dei creditori assicurata dal principio di parità di trattamento. – 4. Il terzo profilo di indagine: la tutela (particolare) delle ragioni dei creditori privilegiati (dissenzienti). – 4.1. La diversità dei diritti incorporati nei titoli offerti ai creditori privilegiati. – 5. Le ragioni che lasciano preferire il ricorso alla conversione diretta in luogo di quella indiretta e l'individuazione del naturale campo di applicazione di ciascuna delle due modalità attuative del *debt to equity swap*. – 6. Qualche considerazione conclusiva.

**1. L'oggetto e le finalità dell'analisi dedicata alle concrete modalità attuative delle operazioni concordatarie di *debt to equity swap*.**

Nella tumultuosa proliferazione degli interventi legislativi “non sistematici” in tema di regolazione della crisi d'impresa, non è raro che talune novità colpiscano l'attenzione degli studiosi molto di più di quanto suscitino l'interesse degli operatori.

Nel caso, tuttavia, delle proposte concorrenti aventi ad oggetto aumenti di capitale con esclusione o limitazione del diritto d'opzione (di cui all'art. 163, commi 4 e 5, l. fall.) il divario tra le pagine dedicate all'argomento ed il numero dei casi concreti giunti al vaglio dei tribunali fallimentari, dopo tre anni dall'introduzione della novella normativa, assume proporzioni tali da evocare, non a torto, l'identico (ed assai più noto) destino che ha segnato l'esperienza dei patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all'art. 2447-*bis* c.c.<sup>1</sup>.

A fronte, infatti, di una quantità rilevante (e vieppiù crescente) di approfondimenti di vario genere e pregio sul tema specifico<sup>2</sup>,

---

(\*) Lo scritto è destinato agli Studi in ricordo del Prof. Michele Sandulli, in corso di pubblicazione.

<sup>1</sup> Il parallelismo è evidenziato anche da SANZO, D. BURRONI, *op. cit.*, p. 1. L'accostamento tra le due fattispecie è, peraltro, molto meno singolare di quanto possa apparire di primo acchito. Nonostante l'assoluta eterogeneità dei rispettivi contenuti, i due istituti condividono, infatti, la medesima modalità alternativa di conseguimento degli effetti garantiti da ciascuna di esse e, dunque, anche le identiche motivazioni che dovrebbero o potrebbero sorreggerne l'utilizzazione preferenziale. In ambedue i casi, infatti, i medesimi risultati si possono conseguire anche con il conferimento in una società controllata della parte di patrimonio che si intende "segregare" (nel primo caso per destinarlo allo specifico affare individuato e, nel secondo, per offrire le relative azioni o quote della controllata ai creditori della conferente in crisi: sul punto v. *infra*).

<sup>2</sup> Nella già vasta letteratura sul tema, cfr., tra gli altri, D. GALLETTI, *Le proposte concorrenti nel concordato preventivo: il sistema vigente saprà evitare il pericolo di rigetto?*, in *ilfallimentarista*, 15 settembre, 2015, p. 1 ss.; F. GUERRERA, *La ricapitalizzazione "forzosa" delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, in *Dir. fall.*, 2016, I, p. 421 ss.; D. VATTERMOLI, *Soluzioni negoziate della crisi e capitalizzazione dei crediti*, in *giustiziacivile.com* 14 aprile 2016, p. 1 ss.; P. BASTIA, R. BROGI, *Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*, Milano, 2016, p. 264 ss.; P. BENAZZO, *Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 241 ss.; R. SACCHI, *Le operazioni straordinarie nel concordato preventivo*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, p. 776 ss.; A. BLANDINI, O. DE CICCO, E. LOCASCIO ALIBERTI, *Socio e Società nella società per azioni (in crisi): dal diritto di opzione al bail-in<sup>[LSEP]</sup> (con notazioni sulle ragioni di Mazarò)*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, p. 749 ss.; M.L. VITALI, *Profili di diritto societario delle «proposte concorrenti» nella "nuova" disciplina del concordato preventivo*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 870 ss.; D. CILLO, *Le operazioni sul capitale sociale e le operazioni straordinarie a servizio del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Riv. not.*, 2017, p. 691 ss.; G. COVINO, L. MARTINO, *Conversione del credito in capitale*, in *ilfallimentarista*, 8 Settembre 2017; V. PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. soc.*, 2017, p. 100 ss.; L. BENEDETTI, *La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere<sup>[LSEP]</sup> di sacrificarsi (o di sopportare) (Aufopferungs- o Duldungspflicht)?*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, I, p. 725 ss.; S. SANZO, D. BURRONI, *Proposte concorrenti nel concordato: inquadramento normativo e primo caso pratico*, in *ilfallimentarista.it*, 2 agosto 2018, p. 1 ss.

le decisioni giurisprudenziali che, sinora, si sono occupate delle proposte concorrenti in generale si possono contare sulle dita di una sola mano e in nessun caso hanno avuto ad oggetto il vaglio di una progettata operazione di conversione dei crediti in capitale di rischio<sup>3</sup>.

L'apparente paradosso, tuttavia, non può stupire.

Le ragioni che animano le riflessioni della letteratura sono agevolmente individuabili – oltre che nella naturale vocazione per le novità normative – nel particolare rilievo che la disciplina recata dagli artt. 163 e 185 l. fall assume (del tutto indipendentemente dalla sua concreta rilevanza applicativa) nella costruzione (o, meglio, nella ricostruzione critica) del sistema normativo dedicato alla crisi delle società di capitali.

Di contro, il sostanziale disinteresse degli operatori è da ricondursi tanto alle numerose criticità che ne caratterizzano la concreta attuabilità, quanto, alla scarsa portata dei vantaggi concreti che il nuovo istituto offre rispetto alle modalità alternative già note alla prassi.

Se quest'ultima affermazione risulterà più chiara in esito alle riflessioni che ci si accinge a sviluppare, la prima osservazione merita qualche ulteriore considerazione preliminare.

### **1.1. La rilevanza sistematica dell'istituto delle proposte concorrenti di *debt to equity swap* su proposta dei creditori.**

E' noto che la conversione dei debiti in capitale di rischio è un'operazione di ristrutturazione finanziaria che può essere realizzata attraverso due diverse (ed alternative) modalità attuative: il conferimento di parte o dell'intero attivo della società in concordato ad una società conferitaria (anche di nuova costituzione) e la successiva assegnazione a titolo di *datio in solutum* delle partecipazioni di quest'ultima ai creditori della prima (conversione c.d. "indiretta") oppure l'aumento di capitale della società

---

<sup>3</sup> Cfr. Trib. Ancona, 26 novembre 2015, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Bergamo, 28 gennaio 2016, *ivi* e Trib. Reggio Emilia, 28 giugno 2017, *ivi*. La prima (e, sinora, unica) decisione che, invece, ha preso in esame una proposta concorrente è quella di Trib. Napoli, 2 febbraio 2018, reperibile su [ilfallimentarista.it](http://ilfallimentarista.it), che, tuttavia, ne ha disposto l'inammissibilità sia per il difetto di legittimazione attiva del proponente (considerato mero mandatario dei creditori e non anche cessionario dei loro crediti), sia per le rilevate carenze della relazione di attestazione in merito alla fattibilità del piano concorrente non oggetto di verifica da parte del commissario giudiziale.

in concordato con l'offerta in sottoscrizione delle partecipazioni emesse a tutti o alcuni dei creditori concordatari e la conseguente estinzione parziale o totale dei relativi crediti (conversione c.d. "diretta").

Ed è parimenti noto che l'idea di superare la crisi di una società ricorrendo alla "trasformazione" degli *stakeholders* in *shareholders*<sup>4</sup> vede le sue origini nella composizione delle numerose insolvenze che sul finire dell'Ottocento coinvolsero le grandi compagnie di trasporto ferroviario statunitense<sup>5</sup> e trova da tempo espressa ed articolata disciplina in molte legislazioni straniere<sup>6</sup>. In Italia, dopo la felice esperienza del gruppo Parmalat agli inizi del Duemila<sup>7</sup> e, più recentemente, dopo la l'espressa menzione di una tale possibilità nel testo dell'art. 160 l. fall. riformulato nel 2007, la conversione "indiretta" ha avuto diverse applicazioni concrete<sup>8</sup>.

Ciò non di meno, è stata l'introduzione, nel 2015, della disciplina delle proposte concorrenti e della possibilità per i creditori di ricorrere anche alla conversione "diretta" dei debiti in capitale

---

<sup>4</sup> L'espressione è di F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 74, il quale ricorda altresì che una tale modalità di soluzione delle crisi è anche auspicata dalle organizzazioni internazionali di *soft law*: cfr. ONU, *Legislative Guide on Insolvency Law*, 215-216: «*Since debt-for-equity conversion can be an important feature of reorganization, it would be necessary to eliminate the prohibition, at least in the insolvency context, if such provisions were to be included in a plan and approved*».

<sup>5</sup> Come ricorda L. STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, p. 212 ss.

<sup>6</sup> Per un brillante ed analitico esame delle norme dedicate all'istituto in Germania, Stati Uniti, Francia e Spagna (oltre che anche in Grecia, Repubblica Ceca e Olanda) cfr. L. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 725 ss., ove anche ampi riferimenti alla dottrina essenziale.

<sup>7</sup> In tal caso, infatti, il piano concordatario predisposto dal commissario straordinario ha previsto il conferimento dell'attivo e di parte del passivo di sedici diverse società del gruppo in un'unica società di nuova costituzione (destinata alla quotazione in borsa) e l'attribuzione delle relative azioni ai creditori delle prime: sull'operazione, per tutti, cfr. L. STANGHELLINI, *op. cit.*, p. 215 ss.

<sup>8</sup> Benché, in vero, in molti casi si sia trattato più di esperienze problematiche che di esempi di soluzioni convincenti: v., ad esempio, delle proposte di concordato di Viaggi del Ventaglio s.p.a., di Sochoterm s.p.a., (su cui, per tutti, v. F. BONELLI, *Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, a cura di F. Bonelli, Milano, 2011, p. 1 ss.) e di Seat Pagine Gialle s.p.a. (su cui cfr. P. BASTIA, R. BROGI, *op. cit.*, p. 274 ss.).

di rischio (senza il necessario assenso dei soci e degli amministratori della società debitrice) ad aver dato decisivo impulso alle riflessioni sull'istituto e sulle conseguenze della sua rilevante portata sistematica.

Da più parti non si è mancato di sottolineare, infatti, che il combinato disposto delle due norme di cui all'art. 163, comma 4, e 185 l. fall. rappresenta la cartina di tornasole più evidente della radicale inversione, nelle società in crisi, del rapporto gerarchico sussistente tra gli interessi dei soci e quello dei creditori. Mentre, infatti, nelle società *in bonis* la preminenza dei primi sui secondi non consente ai creditori alcuna forma di ingerenza diretta nelle scelte gestorie ed organizzative della società debitrice, l'apertura di una crisi – o, meglio, di una crisi “qualificata”<sup>9</sup> – produce l'immediata postergazione degli interessi, e dunque dei diritti, dei soci (i.e. dei creditori di ultima istanza) rispetto a quelli del ceto creditorio inciso dall'insolvenza e legittima, dunque, l'assunzione da parte dei creditori di decisioni anche direttamente incidenti sui profili corporativi del debitore<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Dal fatto che la relativa soluzione non prevede (per impossibilità oggettiva o per semplice volontà della società) una soddisfazione superiore alle “soglie di criticità” del quaranta o trenta per cento del debito chirografario

<sup>10</sup> Sull'argomento, tra i moltissimi, v., in particolare, G. FERRI JR., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, p. 762 ss.; L. STANGHELLINI, *op. cit.*, p. 212 ss.; G. GIANNELLI, *Le soluzioni giudiziarie delle crisi d'impresa. La gestione della crisi nel diritto spagnolo e italiano*, in *Dir. fall.*, 2009, p. 130 (al quale si deve la felice intuizione secondo cui nelle operazioni di *debt to equity swap* in luogo della vendita virtuale del patrimonio del debitore al mercato si ha una vendita fittizia del patrimonio ai creditori); F. FIMMANÒ, *op. cit.*, p. 56 ss. e, da ultimo, le acute riflessioni di A. BLANDINI, O. DE CICCO, E. LOCASCIO ALIBERTI, *op. cit.*, p. 749 ss., ai quali si rinvia anche per i necessari ulteriori riferimenti. Senza dilungarsi su un tema già ampiamente (ed acutamente) analizzato, è sufficiente rilevare che alla diffusa affermazione secondo cui la legittimazione attiva dei creditori a proporre soluzioni alternative a quella ideata dal debitore rappresenta null'altro che il naturale corollario della circostanza che, con l'azzeramento del patrimonio, il reale capitale di rischio dell'impresa diviene quello apportato dai creditori (su cui già B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi d'impresa*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 327) si possono aggiungere almeno altre due considerazioni. In particolare, si può osservare, per un verso, che: (a) la mancata previsione di una soddisfazione integrale dei creditori fa “degradare” (se non proprio azzerare) ogni tutela “privatistica” delle ragioni dei soci (A. BLANDINI, O. DE CICCO, E. LOCASCIO ALIBERTI, *op. cit.*, p. 761), tanto da potersi anche dubitare della persistenza del “diritto individuale” del socio di conservare il proprio *status* e del conseguente divieto di escludere il diritto di opzione nell'aumento di capitale eseguito dopo il suo azzeramento (*contra*, tuttavia, v. D. VATTERMOLI, *Soluzioni negoziate*, cit., p. 4); e, per altro verso, che (b) il fatto che la conversione

## 1.2. La delimitazione dell'oggetto dell'analisi.

La straordinaria possibilità di procedere alla rimodulazione concordataria dei rapporti giuridici nati anteriormente alla crisi<sup>11</sup> (anche ove ciò ne comporti addirittura la novazione<sup>12</sup>) è regolata dal complesso e frammentato quadro normativo rinveniente dal combinato effetto delle regole codicistiche e delle norme concorsuali.

Se ogni tentativo di ricondurre ad unità le confliggenti disposizioni ed i non univoci principi che costituiscono e sorreggono i due segmenti normativi che compongono il sotto-sistema normativo del (nuovo) “diritto societario della crisi”<sup>13</sup> incontra difficoltà di non poco conto, nel caso delle proposte concordatarie recanti l'ipotesi di conversione diretta dei debiti in capitale di

---

possa riguardare anche i creditori che non vi acconsentano segna il superamento del dogma del diritto societario «della volontarietà nell'assunzione della qualità di socio» (così, efficacemente, A. BLANDINI, O. DE CICCO, E. LOCASCIO ALIBERTI, *op. cit.*, p. 772). L'ultima affermazione, peraltro, conferma l'idea che i creditori di un soggetto “fallibile” (per uno spunto di M. SANDULLI in merito alla diversità ontologica tra “credito commerciale” e “credito civile” cfr. G. D'ATTORRE, *Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, p. 359 ss. ove il tributo al pensiero del primo Autore) si trovano naturalmente esposti al rischio di divenire, anche “coattivamente”, componenti omogenei di una organizzazione sottoposta alla regola maggioritaria che caratterizza i codici societari (sul punto, per tutti, v. L. STANGHELLINI, *op. cit.*, p. 161 e F. FIMMANÒ, *op. cit.*, p. 77). Il che, come correttamente rilevato da A. BLANDINI, O. DE CICCO, E. LOCASCIO ALIBERTI, *op. cit.*, p. 773, «potrebbe sfociare nell'originale paradosso per cui il socio, in procinto di essere estromesso, che voglia partecipare alla ricapitalizzazione della società e mantenere, così, la sua qualità di azionista, non possa farlo (poiché è escluso il suo diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione) e, viceversa, i creditori della società, sia pur dissenzienti, siano costretti a sottoscrivere le nuove azioni per conversione del loro credito».

<sup>11</sup> Sul punto, tra i molti, v. le efficaci osservazioni di F. GUERRERA, M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «riorganizzazione»*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 23 ss.

<sup>12</sup> Si riferisce espressamente alla novazione “concordataria”, ad esempio, F. GUERRERA, *Il “nuovo” concordato fallimentare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, p. 539.

<sup>13</sup> Sull'argomento, tra i molti, cfr. le diverse ricostruzioni di U. TOMBARI, *Principi e problemi di «diritto societario della crisi»*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 1138 ss. e G.B. PORTALE, *Verso un “diritto societario della crisi”?*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Torino, 2014, p. 4 ss., oltre alle riflessioni di A. NIGRO, *Riduzione o perdita del capitale di società in crisi*, in *www.ilcaso.it*, 2014, p. 10; C. IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (Diritto societario quo vadis)*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 1026 ss. e P. MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 820 ss.

rischio le incertezze sono di particolare rilevanza<sup>14</sup>.

Il numero e la profondità dei contributi che la dottrina ha già (ampiamente) dedicato al tema non consentono (né renderebbero di alcuna utilità) l'analisi – ed invero neppure la semplice ricognizione – delle variegate criticità (e delle possibili soluzioni) che caratterizzano l'operazione.

Non ci vuol molto, tuttavia, a rilevare che molti dei dubbi avanzati ed avanzabili sul tema finiscono inevitabilmente per ruotare attorno a due nodi problematici di fondo (ed ai tre quesiti principali nei quali essi si articolano): l'individuazione, da un lato, dei mezzi di tutela che devono essere assicurati ai soci a protezione delle loro ragioni patrimoniali (sì da evitare ogni rischio di “espropri senza indennizzo” a loro danno e a tutto vantaggio dei creditori) e, dall'altro lato, la delimitazione dell'esatta portata dei principi generali che presidiano i diritti dei creditori (dissenzienti) sia nell'ipotesi in cui l'operazione riguardi i soli crediti chirografari, sia nel caso particolare in cui essa coinvolga anche quelli assistiti da garanzie sul patrimonio del debitore.

Le riflessioni che seguono sono, pertanto, dedicate esclusivamente all'analisi dei tre profili di indagine appena evidenziati (oltre che, in conclusione, a qualche cenno al tema dei concreti spazi applicativi di ciascuna delle due possibili modalità attuative delle proposte concordatarie aventi ad oggetto operazioni di *equity to debt swap*).

## **2. Il primo profilo di indagine: la tutela delle ragioni patrimoniali dei soci.**

L'espressa facoltà riconosciuta ai creditori dall'art. 163, comma 4, 1. fall. di formulare proposte concorrenti con esclusione o limitazione del diritto d'opzione impone di affrontare, prima di tutto, il tema della tutela delle ragioni patrimoniali dei soci eventualmente pregiudicate dalle proposte “ostili” dei creditori.

---

<sup>14</sup> Tanto da indurre qualcuno (A. ROSSI, *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria* a cura di S. Ambrosini, Torino, 2017, p. 305) a dubitare della stessa «effettiva operatività di una disciplina tanto interessante sulla carta quanto incerta sul piano applicativo».

A tale matrice concettuale sono, infatti, riconducibili, ad esempio, tutte le riflessioni sviluppatesi in dottrina con riguardo, da un lato, al dubbio se (A) il previsto aumento di capitale: i) consenta (o imponga) la preliminare riduzione per perdite del capitale sociale<sup>15</sup>; ii) legittimi o meno l'esame del merito della proposta da parte dell'autorità giudiziaria in caso di opposizione all'omologazione da parte dei soci<sup>16</sup>; iii) consenta o meno ai vecchi soci l'esercizio dei diritti di impugnazione della delibera assembleare<sup>17</sup> (nonostante la sostanziale privazione del loro diritto di voto sancita dall'art. 185 l. fall.<sup>18</sup>); e, dall'altro lato, al quesito se (B) la prevista esclusione o limitazione del diritto d'opzione: (i) debba o meno rispettare gli stringenti limiti della disciplina codicistica di cui agli artt. 2441 (per le società per azioni) e 2481 *bis* c.c. (per le società a responsabilità limitata) oppure liberamente<sup>19</sup>; (ii) debba o meno essere subordinata all'espressa rinuncia del diritto alla sottoscrizione preferenziale da parte dei soci<sup>20</sup>; (iii) imponga o meno il versamento di un sovrapprezzo a carico dei "nuovi soci"<sup>21</sup>; (iv) legittimi o meno il diritto di recesso previsto dall'art. 2497 *quater* c.c. e (per i soci delle società a responsabilità limitata) dall'art. 2481 *bis* c.c.<sup>22</sup>.

---

<sup>15</sup> Per le opposte tesi cfr., ad esempio, L. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 760 (che propende per l'obbligatorietà della riduzione preventiva in ogni caso) e P. BASTIA, R. BROGI, *op. cit.*, p. 274 ss. (che ammettono la possibilità che la copertura delle perdite possa gravare, in tutto o in parte, sui nuovi conferimenti ove si voglia conservare un valore alle partecipazioni dei vecchi soci come avvenuto nel caso di Seat Pagine Gialle s.p.a.). Si esprime, invece, in senso dubitativo M.L. VITALI, *op. cit.*, p. 888, nota 44.

<sup>16</sup> Come affermato, tra gli altri, da G. FERRI JR., *Soci e creditori*, cit., p. 104; G. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2015, p. 1171, L. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 776 e, parrebbe, anche da G. BOZZA, *Le proposte concorrenti*, in *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria* a cura di S. Ambrosini, Torino, 2017, p. 280 (il quale, tuttavia, dubita della legittimità dell'istituto delle proposte concorrenti nel caso di continuità diretta: *ivi* p. 232 ss.).

<sup>17</sup> Come parrebbe ammettere M.L. VITALI, *op. cit.*, p. 903.

<sup>18</sup> Attraverso quello che è stato efficacemente qualificato da R. SACCHI, *op. cit.*, p. 48, come il «macchinoso espediente dell'amministratore di nomina giudiziaria».

<sup>19</sup> Cfr., tra i molti, R. 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*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 24 luglio 2015, p. 12, secondo cui si è in presenza di una «nuova causa di esclusione o limitazione del diritto di opzione»; G. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato*, cit., p. 1168 ss.; P. BENAZZO, *op. cit.*, p. 241 ss. e A. PEZZANO, M. RATTI, *Il processo delle pro-*

Se le molte ragioni che sono (e che possono essere) addotte a sostegno dell'una o dell'altra delle diverse tesi formulate per ciascuno dei temi appena evidenziati ruotano tutte attorno all'irrisolto problema della gerarchia esistente tra le disposizioni della legge fallimentare e quelle della disciplina civilistica delle società di capitali<sup>23</sup>, non v'è dubbio che la mancata individuazione di adeguate tutele avverso il rischio che i soci subiscano indebiti pregiudizi patrimoniali finisce per esporre la novella legislativa a potenziali profili di illegittimità costituzionale (se non altro per violazione del principio dell'art. 42 Cost. che non consente forme di esproprio senza indennizzo).

Benché, poi, molte delle incertezze appena evidenziate si riferiscano alla sola fattispecie della conversione *diretta* dei debiti in capitale di rischio su proposta (concorrente) dei creditori, è agevole rilevare che il tema dell'adeguata garanzia delle ragioni patrimoniali dei soci si pone in generale per ogni ipotesi di proposta concordataria formulata dai creditori e, dunque, riguarda certamente (seppure con talune peculiarità) anche le operazioni di conversione *indiretta* non formulate dalla società (con il consenso dei soci)<sup>24</sup>.

---

*poste concorrenti: ammissione, perfezionamento ed attuazione*, in *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria* a cura di S. Ambrosini, Torino, 2017, p. 312 (per i quali si sarebbe in presenza di «una sottospecie specificativa dell'art. 2441, co. 5°, c.c., ove l'approvazione trasforma soggettivamente, all'esito di un processo di metamorfosi, dalla maggioranza assembleare dei soci a quella dei creditori della società»).

<sup>20</sup> Come ritenuto, ad esempio, da A. ROSSI, *op. cit.*, p. 304, per il quale la proposta concorrente potrebbe, tutt'al più, prevedere l'impegno del proponente a sottoscrivere l'aumento sotto la condizione sospensiva del mancato esercizio del diritto di opzione da parte dei soci».

<sup>21</sup> Per la soluzione affermativa v. M.L. VITALI, *op. cit.*, p. 889 ss. e L. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 758; *contra* P. BENAZZO, *op. cit.*, 2016, p. 272.

<sup>22</sup> Sul tema v., per tutti, R. SACCHI, *op. cit.*, p. 49; D. GALLETTI, *op. cit.*, p. 18 e V. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Il diritto dell'impresa in crisi fra contratti, società e procedure concorsuali*, a cura di Barachini, Torino, 2014, p. 16.

<sup>23</sup> Essendo proprio la direzione e la misura della prevalenza delle une sulle altre a determinare il grado di applicabilità alle società in crisi delle ordinarie regole dettate per le società *in bonis*. Per l'idea che il diritto societario della crisi sia del tutto autonomo rispetto al sistema codicistico v. U. TOMBARI, *op. cit.*, p. 1138 ss. mentre, per l'opposta soluzione, cfr., per tutti, G.B. PORTALE, *op. cit.*, p. 4 ss.

<sup>24</sup> Non potendo ammettersi che la prescelta modalità di attuazione della medesima operazione (sostanziale) consenta un diverso grado di tutela delle ragioni patrimoniali dei soci.

In ogni caso, il punto di partenza di ogni riflessione sull'argomento non può che essere rappresentato dall'esatta identificazione delle potenziali pretese patrimoniali dei soci astrattamente meritevoli di considerazione giuridica.

### **2.1. Le ragioni patrimoniali dei soci meritevoli di protezione.**

Occorre, prima di tutto, sgombrare il campo da un possibile equivoco di carattere generale.

Come parte della dottrina non ha mancato di rilevare, il semplice fatto che la proposta concorrente sia ammissibile soltanto nel caso in cui il piano presentato dalla società debitrice non assicuri il pagamento, ancorché dilazionato, di almeno il quaranta per cento dell'ammontare dei crediti chirografari (o del trenta per cento in caso di concordato in continuità) non rappresenta un elemento sufficiente a provare la (diversa) circostanza che l'attivo della società sia ormai divenuto (irrimediabilmente e necessariamente) inferiore al passivo e, dunque, che il valore reale del patrimonio sociale sia (sempre e comunque) nullo o negativo (benché ciò rappresenti, presumibilmente, l'*id quod plerumque accidit*).

E ciò per la semplice ma decisiva ragione che, in realtà, nulla vieta al debitore (così come al creditore concorrente) di proporre una soddisfazione parziale (ma magari immediata) dei creditori anche nel caso in cui, astrattamente, il valore dell'attivo consenta il pagamento dei crediti anteriori in misura maggiore o finanche integrale.

E' vero, infatti, che, in tal caso, il proponente corre il rischio che la maggioranza dei creditori non approvi la proposta o che, anche in caso di approvazione, uno dei legittimati si opponga all'omologazione lamentando (per l'appunto) l'insufficiente offerta concordataria «rispetto alle alternative concretamente praticabili». Ma è anche vero che, fermo un tale rischio, la legge non impedisce affatto né la proposizione, né l'omologazione di una proposta che offra un pagamento non integrale pur in presenza di un attivo capiente<sup>25</sup>. Il che, per l'appunto, significa che l'offerta ai creditori di una non completa soddisfazione delle proprie ragioni non implica, *ex se*, che il patrimonio della società

---

<sup>25</sup> In tal senso, con chiarezza ed efficacia, v. A. JORIO, *La riforma: pregi e carenze delle nuove regole*, in *Il diritto dell'impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali*, a cura di F. Barachini, Torino, 2014, p. 153 ss.

sia necessariamente nullo o negativo e, dunque, che non esista un apprezzabile valore residuo delle partecipazioni dei soci (per quanto infrequente sia una tale ipotesi).

Per l'effetto, i creditori che si facciano promotori di una proposta concorrente non potranno desumere dalla semplice sussistenza della loro legittimazione attiva (e, dunque, dal fatto che la proposta della società offra una soddisfazione inferiore alla soglia minima prevista all'art. 163, comma 5, l. fall.) la prova dell'inesistenza di un valore patrimoniale residuo delle partecipazioni dei vecchi soci, dovendo, se del caso, dimostrare in altro modo una tale circostanza<sup>26</sup>.

Al riguardo, in dottrina, si è sostenuto che un valore residuo delle partecipazioni dei vecchi soci potrebbe comunque sussistere anche nell'ipotesi in cui il patrimonio netto della società sia effettivamente già divenuto nullo o negativo, stante la liceità (invero discussa<sup>27</sup>) delle proposte concordatarie che, nonostante l'offerta di pagamento solo parziale ai creditori, prevedano la sottrazione dalla garanzia dei creditori di parte dei beni attuali (e/o anche futuri) del debitore. La «possibilità che la società, per effetto dell'omologazione del concordato e dell'esecuzione degli obblighi assunti, possa essere liberata dei propri debiti anteriori e, contemporaneamente, conservare la titolarità della propria azienda» implicherebbe, infatti, la conservazione di un valore reale delle partecipazioni dei soci anche in presenza di un *deficit* patrimoniale<sup>28</sup>.

La conclusione, tuttavia, non può essere condivisa.

---

<sup>26</sup> Diversamente da quanto rilevato da L. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 782, laddove ritiene di poter «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 (...) legittima la falcidia dei creditori cioè la loro soddisfazione non integrale» (corsivi aggiunti). Del resto, se così fosse, si dovrebbe ammettere l'esistenza di una *presunzione legale* di assenza di valore delle partecipazioni dei soci delle società in concordato che, invero, la legge non prevede affatto e che, peraltro, implicherebbe una lettura delle norme concordatarie difficilmente compatibile con i precetti costituzionali che vietano ogni forma di "esproprio" senza indennizzo.

<sup>27</sup> Per una puntuale critica alle tesi che ammettono una tale possibilità cfr., per tutti, D. VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale, absolute priority rule e new value exception*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, pp. 344 ss., ove le necessarie ulteriori indicazioni bibliografiche.

<sup>28</sup> Così, per tutti, G. D'ATTORRE, *Concordato preventivo*, cit., p. 359 ss. al quale si rinvia anche per i necessari riferimenti bibliografici.

Affermare, infatti, che, a fronte ad un attivo patrimoniale di importo inferiore al passivo, le partecipazioni dei vecchi soci possano ancora conservare un apprezzabile (e degno di protezione giuridica) valore economico in considerazione del fatto che (semplificando) nulla vieta alla società di proporre ai creditori un pagamento parziale e la destinazione ai bisogni concordatari di una parte soltanto del patrimonio aziendale non tiene in debito conto il fatto che l'esistenza di un *deficit* patrimoniale implica che le partecipazioni dei soci hanno irrimediabilmente perso ogni valore reale, incorporando – unicamente e a tutto concedere – una “aspettativa di valore” meramente potenziale e, per di più, sottoposta alla condizione (del tutto ipotetica) che i creditori acconsentano (a maggioranza) a rinunciare ad una parte del proprio credito approvando una proposta concordataria che preveda di lasciare parte dell'attivo (attuale e/o futuro) al debitore “esdebitato”.

E poiché non si ravvisano plausibili ragioni per offrire particolare protezione ad aspettative di valorizzazione futura delle partecipazioni dei soci meramente ipotetiche allorquando si sia in presenza di un patrimonio della società non più in grado di soddisfare (integralmente) le (prioritarie) pretese dei creditori<sup>29</sup>, sembra doveroso concludere che, in tutti i casi in cui la società si trovi a dover fronteggiare un *deficit* patrimoniale, non v'è alcuna necessità di assicurare ai vecchi soci forme di (ulteriore) tutela del loro investimento di rischio (ormai irrimediabilmente perso) che siano potenzialmente in grado di incidere sulle ragioni patrimoniali dei creditori e sui loro diritti di “disposizione” del patrimonio residuo del debitore<sup>30</sup>.

Alla società (e, dunque, indirettamente ai soci) è concessa la facoltà di proporre soluzioni concordatarie capaci di escludere l'iniziativa dei creditori soltanto a patto che esse prevedano una soddisfazione superiore alle soglie minime previste dall'art. 163, comma 5, l. fall.; dal che consegue, *a contrario*, che ogni altra

---

<sup>29</sup> Per D. VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale*, cit., pp. 353, ai soci potrebbe tutt'al più essere riconosciuto il diritto di conservare il loro *status* con il versamento di una somma di denaro (a titolo di “prezzo”), sul modello della *new value exception* della prassi statunitense.

<sup>30</sup> Anche per A. BLANDINI, O. DE CICCO, E. LOCASCIO ALIBERTI, *op. cit.*, p. 775, la «presenza di una effettiva perdita totale del capitale sociale» esclude ogni possibile «pregiudizio patrimoniale effettivo per il socio» e, dunque, ne legittima anche l'estromissione per volontà e proposta dei creditori.

diversa proposta della società non offre tutela alcuna alle ragioni dei soci in tutti i casi in cui, lo si ripete, la società non conservi *ab initio* un patrimonio ancora positivo (senza considerare, cioè, gli effetti della proposta concordataria)<sup>31</sup>.

L'ultima osservazione ben introduce al cuore del tema: l'esigenza di dare giuridica rilevanza alle ragioni patrimoniali dei soci soltanto nel caso in cui la proposta concorrente dei creditori riguardi una società che abbia, all'atto dell'apertura della procedura, *un patrimonio reale ancora positivo*.

Il problema, indipendentemente dalla frequenza della sua rilevanza concreta, merita attenzione, prima di tutto, per ciò che riguarda l'individuazione dei criteri di valutazione che debbono guidare la stima volta ad accertare l'eventuale esistenza di un valore patrimoniale residuo della società (e, dunque, delle partecipazioni dei soci).

Esclusa, infatti, l'idea che si possa semplicemente prendere in considerazione il valore contabile del patrimonio della società che (per i noti effetti "depressivi" del principio di prudenza valutativa di cui agli artt. 2423-*bis* e 2426 c.c.) non consente di evidenziare le plusvalenze latenti all'attivo patrimoniale<sup>32</sup>, è giocoforza dover ricorrere ad una valutazione *ad hoc* del patrimonio aziendale che tenga anche conto delle peculiarità delle vendite fallimentari (le quali, per tempi e modalità, non sempre riescono a valorizzare adeguatamente gli *assets* patrimoniali del debitore, soprattutto intangibili come è, prima di tutto, il caso dell'avviamento).

Del resto, è proprio questa la strada prescelta dal legislatore nazionale per la soluzione dell'identico problema che si pone

---

<sup>31</sup> Non si condivide, dunque, la posizione sul punto di L. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 760, per il quale la falceria dei creditori produce comunque un incremento di patrimonio che rischia di comportare «un trasferimento di ricchezza dai creditori ai soci esistenti». Se le perdite pregresse hanno azzerato il capitale sociale anteriormente all'omologa del concordato è necessario prendere atto del valore nullo delle partecipazioni dei soci (indipendentemente dalla sospensione degli obblighi di riduzione nominale dello stesso disposta dall'art. 182-*sexies* l. fall.) e, dunque, ritenere parimenti necessario (proprio per evitare che i soci possano beneficiare del sacrificio dei creditori in misura addirittura maggiore di quanto vada a beneficio di questi ultimi) procedere, anche dopo l'omologa, dapprima all'azzeramento del capitale sociale e soltanto successivamente all'aumento previsto dalla soluzione concordataria (lasciando ad altri strumenti la tutela dell'eventuale valore reale "residuo" dei soci).

<sup>32</sup> Da ultimo, cfr. P. BASTIA, R. BROGI *op. cit.*, p. 266.

con riguardo alle crisi bancarie: come è noto, l'art. 89 del d. lgs. n. 180/2015 attribuisce ai soci della banca sottoposta a risoluzione il diritto di ottenere (dal fondo di risoluzione) «a titolo di indennizzo, esclusivamente una somma equivalente alla differenza determinata [da un esperto indipendente] ai sensi dell'art. 88» tra l'esito (presunto) della liquidazione coatta e quello (stimato) della risoluzione<sup>33</sup>.

Ciò non di meno, nel concordato su proposta concorrente dei creditori, non è chiaro né chi dovrebbe procedere ad una tale stima, né quali conseguenze potrebbe generare l'evidenziazione di un valore patrimoniale residuo delle partecipazioni dei soci "espropriato" dalla proposta dei creditori.

Allo stato (e al netto di ogni auspicabile intervento del legislatore), le soluzioni possibili passano per l'alternativa tra la negazione di ogni forma di tutela dei soci ed il riconoscimento all'autorità giudiziaria in sede di omologazione del potere di sindacato anche di tali profili (ovviamente nel caso di eventuale opposizione da parte di singoli soci che si ritengano danneggiati)<sup>34</sup>.

Considerato che la prima alternativa rischia di ingenerare più di qualche dubbio di compatibilità costituzionale dell'intervento riformatore del 2015, pare giocoforza optare per la seconda delle due ipotesi, che, in qualche modo, riproduce la soluzione già adottata da altri ordinamenti ed "anticipa" la tutela "endo-concordataria" prevista dall'art. 6, comma 2, lett. c), della legge delega n. 155/2017 a protezione delle ragioni dei soci in caso di proposte concorrenti fondate su operazioni straordinarie<sup>35</sup>.

Il tutto, peraltro, con l'importante corollario che l'eventuale accertamento di un valore patrimoniale residuo delle partecipazioni dei soci non dovrebbe impedire l'omologazione della pro-

---

<sup>33</sup> Sul tema, per tutti, cfr. G. PRESTI, "Il bail-in", in *Banca, impresa, società*, 2015, p. 345 nt. 15 e 348 nt. 22, che assimila la procedura per la risoluzione delle crisi bancarie ad un concordato preventivo coatto in continuità aziendale (*ivi*, p. 346 ss.).

<sup>34</sup> Sembra escludere che l'attuale formulazione dell'art. 180 (di cui auspica la riforma) consenta un sindacato giudiziale sulle pretese violazioni dei diritti patrimoniali dei soci R. SACCHI, *op. cit.*, p. 42 ss.

<sup>35</sup> Anche L. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 778, sottolinea la coerenza sistematica di una tale soluzione «con la scelta di fondo di sostituire la tutela reale alla tutela risarcitoria propria della riforma del diritto societario sostanziale» ravvisabile dalla richiamata disposizione della legge delega per la riforma delle procedure concorsuali.

posta del creditore ogni qual volta questa si faccia carico di predisporre adeguati mezzi di “compensazione” del sacrificio imposto alle ragioni patrimoniali dei soci<sup>36</sup>.

Il punto è, evidentemente, di rilevanza centrale non soltanto perché finisce, indirettamente, per imporre al creditore proponente l'onere di individuare, nella propria proposta, adeguati meccanismi di tutela delle potenziali ragioni di credito “di ultima istanza” dei soci (pena il rischio di non ottenere l'omologazione della proposta per effetto dell'opposizione da parte di questi ultimi), quanto e soprattutto perché induce qualche riflessione ulteriore in merito alla concreta identificazione dei possibili mezzi di protezione giuridica delle posizioni dei soci.

## **2.2. Le modalità di tutela delle ragioni patrimoniali dei soci.**

Le esperienze di altri ordinamenti<sup>37</sup> e la stessa disciplina italiana delle crisi bancarie individuano lo strumento di neutralizzazione del rischio che la prescelta soluzione della crisi arrechi un danno alle ragioni patrimoniali residue dei vecchi soci nel riconoscimento a loro favore del diritto ad un “indennizzo” in denaro pari al danno stimato da terzi indipendenti all'atto dell'avvio della procedura concorsuale.

La trasposizione di una siffatta “clausola di salvaguardia” al diritto concorsuale generale imporrebbe, nel caso del concordato concorrente, l'onere a carico del creditore proponente di “imputare” al patrimonio della società in crisi – in una sorta di eterogenesi dei fini della soluzione concordataria – la pretesa creditoria dei vecchi soci per il danno (potenzialmente) arrecato alle loro ragioni patrimoniali “residuali”.

---

<sup>36</sup> Per L. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 778, «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».

<sup>37</sup> Se, come si è già detto, in Germania è espressamente previsto al § 251, Abs. 3, InsO che la domanda del socio di opposizione all'omologazione deve essere comunque respinta se nel piano è prevista l'attribuzione di “mezzi economici” atti a rimuovere l'eventuale posizione deteriore prevista dalla soluzione negoziata della crisi, in Francia la nuova legge Macron prevede che, in taluni casi, il tribunale può imporre la cessione delle partecipazioni di controllo dei vecchi soci ai creditori e, per gli altri soci, il riconoscimento del *diritto di recedere* dalla società per un corrispettivo o valore di liquidazione determinato di comune accordo o, in mancanza, da un esperto nominato dal tribunale (L. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 739).

Poiché, tuttavia, una tale soluzione presenta il duplice limite, per un verso, di traslare integralmente dai vecchi soci ai creditori il rischio d'impresa e, per l'altro, di esporre la proposta concordataria alle impugnazioni di quei soci che si ritengano penalizzati dall'esito della stima del valore delle proprie partecipazioni, v'è ragione per preferire la ricerca di modalità di "protezione" delle ragioni dei vecchi soci che assicurino loro il diritto di partecipare ai risultati effettivi della futura gestione e/o liquidazione della società (indipendentemente dalla misura del danno stimato *ex ante*), così da evitare ambedue gli inconvenienti appena evidenziati.

Il problema, in fondo, non è dissimile da quello che, nelle società per azioni (*in bonis*), si pone con riguardo ai soci che subiscono il rimborso, in ipotesi di riduzione volontaria del capitale (con annullamento delle azioni), del solo valore nominale dei propri titoli partecipativi (a dispetto di un potenziale loro maggior valore reale) e le cui ragioni patrimoniali sono tutelate grazie all'emissione delle azioni di godimento di cui all'art. 2353 c.c. che, come è noto, attribuiscono (limitati) diritti di partecipazione agli utili ed alla divisione del patrimonio di liquidazione senza sottrarre i relativi possessori dai futuri rischi d'impresa (e non già, si badi, un credito pari alla differenza tra il valore reale stimato delle partecipazioni rimborsate ed il loro valore nominale).

Orbene, se è vero che, nel concordato con conversione dei crediti in capitale sociale, occorre fare in modo che ai vecchi soci sia riconosciuto l'eventuale residuo patrimoniale potenzialmente eccedente il passivo della società all'atto dell'apertura della procedura concorsuale (anche per effetto delle eventuali plusvalenze latenti rispetto ai dati contabili), una possibile soluzione potrebbe essere rappresentata dall'attribuzione (gratuita) ai vecchi soci di strumenti finanziari partecipativi incorporanti il diritto di compartecipare ai futuri risultati netti (della gestione o della liquidazione) che eccedano il valore nominale degli originali crediti convertiti in capitale di rischio.

Una tale modalità di tutela endo-societaria (oltre che endo-concorsuale) consente di contemperare l'esigenza di garanzia delle ragioni patrimoniali di questi ultimi con la necessaria "prevalenza" degli interessi, certamente prioritari, dei creditori sociali.

L'idea di "incorporare" i diritti "residuali" dei vecchi soci in

titoli dotati di opportuni diritti di compartecipazione ai futuri risultati della gestione o della liquidazione non soltanto, infatti, elide il rischio che la conversione comporti impliciti “trasferimenti di ricchezza” dai soci ai creditori (e, dunque, ogni profilo di potenziale incostituzionalità della norma che legittima la presentazione delle proposte concorrenti dei creditori sociali<sup>38</sup>), ma ha l'ulteriore pregio di attenuare (o escludere) la necessità di: a) ricorrere a qualsivoglia stima preventiva del valore “assoluto” dei diritti residuali dei vecchi soci; stima che, per quanto accurata possa essere, si fonda sempre e comunque su valutazioni e proiezioni che, per loro stessa natura, sono caratterizzate da un grado più o meno ampio di soggettività (e che, dunque, sono naturalmente soggette al rischio di ingenerare possibili contestazioni); b) garantire ai vecchi soci, nelle operazioni di conversione diretta, l'esercizio del diritto di opzione<sup>39</sup>; c) richiedere ai nuovi soci, sempre in caso di conversione diretta, il versamento di un sovrapprezzo (e circa l'entità dello stesso).

Per di più, l'attribuzione ai vecchi soci di adeguati diritti di compartecipazione ai risultati futuri della società grazie all'emissione (gratuita) di strumenti finanziari partecipativi e non già con l'assegnazione (non proporzionale) loro favore delle nuove azioni o quote emesse a seguito della conversione dei debiti<sup>40</sup> si lascia preferire anche per la conseguente attenuazione

---

<sup>38</sup> La soluzione proposta vale anche per l'ipotesi di conversione indiretta, con la precisazione, tuttavia, che in tal caso gli strumenti finanziari partecipativi emessi dalla società conferitaria devono essere assegnati (non già alla società conferente ma) ai soci della conferente (in chiara emulazione dell'assegnazione delle partecipazioni in caso di scissione). Considerato, tuttavia, che nulla vieta ad una società *in bonis* (come è la conferitaria del patrimonio di una società in concordato) di emettere strumenti finanziari partecipativi a fronte di apporti anche non imputabili a capitale, l'emissione non sembra presentare criticità di particolare rilievo.

<sup>39</sup> Ritieni che la proposta concorrente possa utilmente prevedere l'assegnazione ai vecchi soci di azioni di godimento o di *warrants* azionari a “compensazione” dell'esclusione del diritto di opzione, tra gli altri, anche F. GUERRERA, *La ricapitalizzazione “forzosa”*, cit., pp. 427-428.

<sup>40</sup> O, il che è lo stesso, attraverso l'*escamotage* di non azzerare il precedente capitale sociale pur in presenza di un patrimonio netto (contabile) negativo prevenendo di destinare parte delle risorse provenienti dall'aumento di capitale previsto dal piano concordatario alla copertura delle perdite eccedenti il “vecchio” capitale sociale (come è accaduto nel caso del concordato di Seat Pagine Gialle s.p.a. su cui, per tutti, cfr. P. BASTIA, R. BROGI, *op. cit.*, p. 274-275).

degli effetti dell'eventuale recesso dei vecchi soci<sup>41</sup>.

Da ultimo, giova rilevare che la particolare modalità di tutela ipotizzata appare del tutto coerente con le previsioni della prossima riforma del diritto fallimentare che prevedono espressamente la necessità che la novella assicuri ai soci «*adeguati strumenti di informazione e di tutela in sede concorsuale*». Se, infatti, la tutela “endo-concorsuale” dei soci difficilmente può tradursi in altro che nel riconoscimento del loro diritto di opposizione all'omologazione<sup>42</sup> del concordato proposto dai creditori ogni qual volta questo comporti un qualche effetto espropriativo a loro danno, ciò vuol dire che essi hanno sempre diritto a che le proposte concordatarie di terzi assicurino loro adeguate tutele avverso un tale rischio e, dunque, che siano previsti adeguati meccanismi che assicurino loro il diritto di partecipare agli eventuali maggiori valori realizzati in concreto dalla società rispetto al valore nominale dei crediti convertiti.

---

<sup>41</sup> Nel caso in cui, infatti, le perdite (contabili) siano pari o superiori al precedente ammontare del capitale sociale ma sussistano plusvalenze latenti che lasciano presumere la permanenza di un potenziale valore residuo dell'attivo dopo la soddisfazione dei creditori, l'azzeramento del capitale sociale e l'assegnazione ai vecchi soci di strumenti finanziari (in luogo di azioni o quote) esclude ogni loro diritto (sia attuale che prospettico) di recedere dalla società. Di contro, nell'ipotesi in cui il patrimonio netto contabile della società conservi ancora un valore positivo, il diritto di recesso dei vecchi soci sarà limitato alle sole azioni o quote “residue” al netto delle perdite (contabili) pregresse. Il che rappresenta un pregio di non poco conto ove si consideri che in tal modo si consegue l'identico risultato assicurato, al riguardo, dalla conversione indiretta dei crediti in capitale di rischio (come meglio si dirà *infra*). Sul tema, anche in ottica *de iure condendo*, cfr. R. SACCHI, *op. cit.*, p. 47; D. GALLETI, *op. cit.*, p. 18 (secondo cui trasferimenti di pacchetti di controllo potrebbero «ingenerare tentativi di applicare l'art. 2497-*quater* c.c., e di ottenere la stima della partecipazione secondo valori che pure internalizzano già la c.d. “plusvalenza concordataria”») e V. CALANDRA BUONAURO, *op. cit.*, p. 16 (per il quale il credito da recesso sarebbe comunque da considerarsi postergato).

<sup>42</sup> In applicazione (diretta o estensiva) della regola generale ricavabile dall'art. 121 della bozza di “Codice della crisi e dell'insolvenza” (trasmessa al Ministro della Giustizia il 22 dicembre 2017) secondo cui «Se la proposta prevede il compimento, durante la procedura oppure dopo la sua omologazione, di operazioni di trasformazione, fusione o scissione della società debitrice, la validità di queste può essere contestata [dai soci dissenzienti e dai creditori] solo con l'opposizione all'omologazione».

### **3. Il secondo profilo di indagine: la tutela (generale) delle ragioni dei creditori assicurata dal principio di parità di trattamento.**

In dottrina si è correttamente evidenziato che l'operazione di *debt to equity swap* impone al proponente l'obbligo di tener conto del principio *della par condicio creditorum*<sup>43</sup>.

Se l'affermazione in sé è incontestabile, parimenti ineccepibile è anche il corollario che se ne desume circa la necessità che l'assegnazione ("paritetica") delle partecipazioni attribuite in conversione ai creditori avvenga sulla base del valore reale (e non nominale) delle nuove azioni o quote. Più di qualche dubbio, invece, suscita l'idea che tale regola "distributiva" dovrebbe tener conto del fatto (ove rilevi) che il valore reale delle partecipazioni di maggioranza possa essere (relativamente) più alto di quello delle partecipazioni di minoranza, per effetto del "premio di controllo" (naturalmente) insito nelle quote che attribuiscono i diritti di governo della società<sup>44</sup>.

In particolare, si afferma che ogni qual volta ad un creditore debba essere assegnato un numero di azioni o un ammontare della quota che consenta, per l'appunto, l'emersione di un tale "plusvalore", sarebbe necessario "calmierare" tale diversità di valore reale (di tali azioni o quote) con l'attribuzione di una quota di capitale meno che proporzionale rispetto al valore del credito convertito.

Il problema è particolarmente rilevante, sia perché l'attribuzione di partecipazioni ai creditori nel contesto di una conversione concordataria non richiede, evidentemente, il consenso del singolo, sia perché l'eventuale coinvolgimento anche dei creditori privilegiati impone di tener conto altresì della necessità di assicurare una adeguata *diversità* di trattamento a tutti coloro che hanno una diversa posizione nella graduazione dei pagamenti sancita dall'art. 2741 c.c. e che, per effetto della novazione

---

<sup>43</sup> G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par condicio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 853 ss.

<sup>44</sup> Per G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori*, cit., pp. 876-877, la valutazione economica del rispetto della *par condicio* deve essere compiuta «in relazione all'effettivo valore economico delle azioni o della quota, tenendo presente che esso dipende anche dall'entità della partecipazione sociale complessiva del socio e dagli assetti proprietari della società».

dei precedenti rapporti di credito si trovano a subire, loro malgrado, l'estinzione dei preesistenti vincoli di garanzia sui beni del debitore (a tutto vantaggio degli ex creditori chirografari)<sup>45</sup>.

I due problemi vanno, tuttavia, trattati distintamente, l'uno avente ad oggetto il tema della distribuzione di valori tra creditori di rango identico (su cui vige il principio di parità di trattamento), l'altro avendo riguardo al rispetto dell'ordine dei privilegi previsto dall'art. 2741 c.c.<sup>46</sup>; e, per tale ragione, conviene procedere con ordine partendo dall'esame del primo (e lasciando l'analisi del secondo al paragrafo seguente).

Orbene, se il problema distributivo tra creditori *omogenei* nella graduazione dei loro diritti si riduce alla necessità di assegnare a ciascuno di essi, proporzionalmente al valore del proprio credito, un "bene" (di secondo grado) che abbia un eguale valore reale "complessivo", v'è da rilevare che l'idea di procedere ad una distribuzione delle partecipazioni non proporzionale al valore nominale del credito convertito al fine di poter, in tal modo, compensare il (presunto o possibile) maggior valore dei titoli (o dei "pacchetti" di titoli) che consentono l'esercizio dei diritti di controllo sconta un'obiezione teorica ed alcune difficoltà pratiche di non poco momento.

In punto di principio, infatti, una distribuzione di azioni o quote di identico contenuto che non avvenga in misura strettamente proporzionale al valore del credito convertito espone il titolare del maggior credito in valore assoluto ad un (sicuro ed immediato) trattamento deteriore (in termini relativi) rispetto agli altri soci in sede di distribuzione degli utili e del patrimonio di liquidazione a fronte di un (ipotetico e differito) vantaggio (relativo) nell'ipotesi di cessione della partecipazione a terzi (interessati all'esercizio dei diritti di controllo e disponibili a riconoscere un "premio" ai titolari delle quote di maggioranza). Né

---

<sup>45</sup> Osserva correttamente G. D'ATTORRE, *Ricchezza del risanamento imprenditoriale e sua destinazione*, in *Fallimento*, 2017, p. 1019 che con l'omologazione «la pretesa di tutti i creditori originari viene sostituita con la nuova e diversa obbligazione concordataria assunta dal debitore con la proposta» e, pertanto, anche il privilegio, in quanto accessorio del credito, «si estingue per effetto della novazione e sostituzione dell'obbligazione originaria».

<sup>46</sup> Cfr., efficacemente, ancora G. D'ATTORRE, *Ricchezza del risanamento*, cit., p. 1020, secondo cui «I due temi - si badi - non vanno confusi. L'ordine delle cause di prelazione disciplina la distribuzione del patrimonio disponibile tra i creditori di rango diverso; la *par condicio creditorum*, invece, disciplina il modo in cui le risorse vengono distribuite tra i creditori dello stesso rango».

il problema potrebbe essere superato con l'assegnazione di titoli "speciali" che, grazie ad una distribuzione non proporzionale dei diritti patrimoniali rispetto al loro valore nominale, assicurino la proporzionalità delle ragioni patrimoniali al valore originario dei crediti convertiti posto che, in tal caso, la diversità di contenuto (relativo) dei diritti incorporati nei titoli implicherebbe, in una sorta di circolo vizioso, una differenza di valore reale dei titoli attribuiti a ciascun creditore<sup>47</sup>.

Dal punto di vista applicativo, invece, v'è da rilevare che, realisticamente, nessuna stima preventiva può pretendere di valutare *ex ante* l'esatta entità del (pur presumibile) "premio di maggioranza" (anche ove il mercato tenda a riconoscere un tale plusvalore in iniziative economiche simili) senza rischiare di ingenerare pericolose conflittualità tra i portatori di interessi divergenti.

Se ancora una volta, dunque, la soluzione di "cristallizzare" i diritti (relativi) dei creditori sulla base di una valutazione preventiva (da effettuarsi unitariamente alla proposta concordataria) delle (potenziali) diversità di valore tra le partecipazioni loro assegnate (in ragione dell'entità delle stesse) suscita diverse perplessità ed incertezze applicative, oltre che, inevitabilmente, significativi rischi di contestazione (al pari di quanto già evidenziato con riguardo al non dissimile problema del riconoscimento dei valori residui delle partecipazioni dei vecchi soci), v'è ragione per cercare altrove una più soddisfacente modalità di soluzione del problema.

L'idea, anche in questo caso, potrebbe essere quella di incidere sulle regole statutarie della società prevedendo l'introduzione di opportune clausole che consentano di elidere ogni diversità di valore dei pacchetti di azioni o delle quote assegnate in conversione ai creditori quale che ne sia l'entità<sup>48</sup>.

---

<sup>47</sup> Come del resto riconosciuto dallo stesso G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori*, cit., p. 855.

<sup>48</sup> L'idea di introdurre «clausole statutarie che consentano di temperare il dispiegarsi degli effetti della diseguaglianza soggettiva» è presa in considerazione anche da G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori*, cit., p. 861, che, tuttavia, la accantona in ragione del fatto che l'attribuzione di diritti differenziati «attenua la diseguaglianza soggettiva tra i soci ma, allo stesso tempo, (...) viola l'eguaglianza proporzionale tra i soci stessi». L'obiezione è certamente corretta nel caso in cui i diritti patrimoniali siano differenziati per "compensare" il maggior valore delle partecipazioni di controllo, ma non coglie nel segno per l'ipotesi in cui, come si propone nel testo, le clausole statutarie non differenzino affatto i diritti dei diversi

In questa logica, ad esempio, è agevole rilevare che una semplice clausola statutaria di co-vendita del tipo c.d. “*tag along*” (o “di accodamento”) è di per sé sufficiente ad eliminare in radice il problema del maggior valore potenziale dei pacchetti di controllo rispetto alle partecipazioni di minoranza senza imporre alcuna diversità di distribuzione dei titoli in sede di conversione sulla base di difficili (se non opinabili) stime preventive di tale diversità di valore<sup>49</sup>.

Ciò posto, si può passare ad esaminare il caso particolare in cui la conversione in *equity* coinvolga, oltre ai chirografari, anche i crediti privilegiati; ipotesi che, all’evidenza, impone di tener conto del diverso grado di soddisfacimento atteso dalle due diverse categorie di creditori.

#### **4. Il terzo profilo di indagine: la tutela (particolare) delle ragioni dei creditori privilegiati (dissenzienti).**

Con riguardo al coinvolgimento nelle operazioni di *debt to equity swap* dei crediti privilegiati (in assenza del consenso del singolo), le opinioni espresse in dottrina non vanno molto oltre la generica presa di posizione a favore dell’una o dell’altra delle due possibili soluzioni estreme<sup>50</sup>.

---

creditori in ragione dell’entità del loro credito (e, dunque, della misura della loro partecipazione al capitale di rischio), ma mirino, unicamente, a consentire la redistribuzione tra tutti i soci di ogni potenziale “premio di maggioranza” in caso di cessione a terzi.

<sup>49</sup> Il che introduce il tema della possibilità che il promotore di una proposta di concordato concorrente intenda introdurre adeguate modifiche statutarie ancillari e funzionali all’ipotizzato aumento di capitale (nel caso della conversione diretta) o all’ipotizzato conferimento in una nuova società del patrimonio della società in crisi (nel caso della conversione indiretta) e, all’evidenza, pone – ma, si badi, nel solo caso della conversione diretta – l’ulteriore problema dell’eventuale diritto di recesso legale dei vecchi soci in conseguenza dell’introduzione di vincoli alla circolazione delle azioni o delle quote ai sensi degli artt. 2437 e 2473 c.c. (naturalmente nell’ipotesi in cui le perdite pregresse non abbiano azzerato il valore delle loro partecipazioni).

<sup>50</sup> La giurisprudenza – fatta eccezione per la decisione di Trib. Milano, 18 luglio 2010, citata da B. CIRILLO, *Il concordato preventivo e fallimentare nella crisi d’azienda*, Rimini, 2012, p. 98, secondo cui è da ritenersi ammissibile la soddisfazione dei privilegiati con l’assegnazione di azioni «purché il debitore dimostri la prevedibile deteriore sorte degli stessi in sede liquidatoria» – si è interessata per lo più del tema generale riguardante la possibilità che siano offerte ai creditori privilegiati, per la parte capiente del loro credito (ossia per il credito per il quale non hanno diritto di voto), forme di soddisfazione diverse dal pagamento immediato ed integrale in denaro: in senso favorevole (con riconoscimento del diritto

Accanto a chi, infatti, si limita a far leva sul generale principio dell'illiceità di ogni possibile conversione non suffragata dall'assenso del singolo creditore privilegiato in considerazione del divieto di alterare l'ordine dei pagamenti e, dunque, della regola che vieta ogni soddisfacimento dei chirografari prima dell'integrale pagamento dei privilegiati<sup>51</sup>, v'è chi, all'opposto, afferma la piena compatibilità della conversione anche dei crediti privilegiati<sup>52</sup> alla sola condizione che la proposta ne tuteli adeguatamente le peculiari ragioni di prioritario soddisfacimento<sup>53</sup> e fermo restando, in tal caso, il riconoscimento del loro

---

di voto non integrandosi il «pagamento integrale» previsto dall'art. 177, comma 2, l. fall.) Trib. Torre Annunziata 29 luglio 2016, in *www.ilcaso.it*, Trib. Pescara 16 ottobre 2008, in *Fall.*, 2009, 10, p. 1212 ss. e Trib. Catania, 27 luglio 2008 in *www.ilcaso.it*; *contra* Trib. Roma 20 aprile 2010, in *Fall.*, 2010, p. 1336 ss. (salva la sola ipotesi di incapienza della garanzia). Non è, invece, giunta al vaglio omologatorio la proposta concordataria della società I Viaggi del Ventaglio S.p.a (su cui v. F. BONELLI, *op. cit.*, p. 151 s.) che prevedeva la conversione in *equity* di tutti i crediti privilegiati (compresi quelli erariali e previdenziali).

<sup>51</sup> E' questa, ad esempio, la posizione di F. DI MARZIO, *Il trattamento dei creditori prelatizi nei concordati*, in *ilfallimentarista*, 21 gennaio 2013, p. 1 ss., per il quale l'idea contraria rischierebbe di intaccare, dal punto di vista sistematico, la stessa utilità concreta di ottenere una garanzia; ID., *Ristrutturazione dei debiti e proposta di concordato*, in *Il diritto dell'impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali*, a cura di F. Barachini, Torino, 2014, p. 80 ss. e S. TERSILIA, *Soluzioni "consensuali" nei concordati: il prepackaged bankruptcy all'italiana*, cit., p. 777.

<sup>52</sup> Sul punto, v. G. D'ATTORRE, *Ricchezza del risanamento*, cit., p. 1019, ove la condivisibile affermazione che l'effetto esdebitatorio del concordato produce, quale necessario effetto, l'azzeramento di ogni diversità di rango tra i creditori (salvo che in caso di risoluzione o annullamento del concordato): «Il privilegio esistente al momento dell'apertura della procedura si limita (si fa per dire) ad imporre che l'obbligazione concordataria assunta nei confronti dei creditori privilegiati abbia determinate caratteristiche, conformi alla previsione dell'art. 160, comma 2, l. fall., ma questa obbligazione concordataria ha poi natura e regime omogenei a quelli delle altre obbligazioni concordatarie».

<sup>53</sup> In tal senso, ampiamente, v. M. ARATO, *Il piano di concordato e la soddisfazione dei creditori concorsuali*, in *Crisi d'Impresa e procedure concorsuali*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Torino, 2016, p. 3536, secondo cui «La "conversione" dei crediti prelatizi in *equity* o quasi *equity* deve tener conto, in linea generale, del presumibile valore monetario delle azioni o strumenti attribuiti», ferma la regola dell'art. 160, comma 2, l. fall. ed il divieto di alterazione delle cause legittime di prelazione. In senso analogo, cfr. anche F. BRUNO, P. CASTAGNA, *La Conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito del restructuring in Italia, Germania e UK*, in *Società*, 2015, 279, e R. RANALLI, *La soddisfazione parziale dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, 1360. Sul complesso tema (ancorché con riferimento alla sola conversione indiretta), v., anche, F. FIMMANÒ, *op. cit.*, p. 95 ss.

diritto di partecipare alla votazione<sup>54</sup>.

Al riguardo, occorre considerare che, dal 2007, è consentita l'offerta di un adempimento parziale anche ai creditori privilegiati purché non si alteri l'ordine generale dei pagamenti e, dunque, purché la proposta non implichi, per ciascun creditore prelatizio una minore soddisfazione rispetto a quella ragionevolmente attesa dalla liquidazione del bene sul quale grava la relativa garanzia.

L'art. 160, infatti, consente di “degradare” al rango di chirografo l'eccedenza del credito privilegiato rispetto al presumibile valore di realizzo dei beni o dei diritti su cui insiste la garanzia e, dunque, di falciolare i crediti assistiti da diritti di prelazione a condizione che la soddisfazione loro offerta in sede concordataria non sia deteriore rispetto a quella ottenibile dall'ordinaria procedura fallimentare.

Se, dunque, la proposta deve garantire un'attribuzione di utilità avente valore reale complessivamente non inferiore alla somma tra il valore (stimato) della garanzia e (per l'eventuale residuo degradato) l'equivalente di quanto offerto ai creditori chirografari, nel caso particolare della conversione di debiti in titoli partecipativi (della stessa società o di società conferitaria dell'attivo è irrilevante), è necessario che *il valore reale della partecipazione loro attribuita* sia di entità tale da consentire il rispetto di tale condizione di equipollenza<sup>55</sup>.

Il che, evidentemente, è quanto accade non soltanto nel caso in cui ai creditori privilegiati e chirografari siano assegnati *titoli di identico contenuto* (e, quindi, di *identico* valore reale) in quantità diversa (e proporzionale non al valore nominale dei crediti, ma alla percentuale di presumibile soddisfazione attesa da ciascuno), ma anche nel caso in cui la proposta concordataria pre-

---

<sup>54</sup> Considerata la regola dell'art. 177, comma 2, l. fall., la tesi di chi riconosce il diritto di voto in caso di conversione si fonda sul fatto che, in tal caso, l'adempimento previsto è diverso dal “pagamento” in denaro. Sul punto, per tutti e tra i molti, cfr. P.F. CENSONI, *Il concordato preventivo e la prospettiva della ricollocazione del patrimonio dell'impresa in crisi*, in *Dir. fall.*, 2008, I, 863.

<sup>55</sup> Osserva correttamente D. VATTERMOLI, *Soluzioni negoziate*, cit., p. 3, che in tal caso la «valutazione di convenienza deve essere particolarmente rigorosa, atteso che l'attribuzione della quota di partecipazione al capitale di rischio della società debitrice fa “degradare” – in virtù di quella che viene definita la “postergazione strutturale” – l'originario creditore al rango più basso degli aventi diritto sul patrimonio della società (*residual claimants*)».

veda la distribuzione in proporzione al valore nominale dei crediti di *titoli di diverso contenuto* la cui (conseguente ed opportuna) differenziazione di valore reale sia di entità tale da rispettare la condizione di maggiore soddisfazione attesa dei privilegiati.

La prima soluzione, rispetto alla seconda, ha l'indubitabile pregio della semplicità applicativa e, per di più, consente di attribuire a tutti i creditori partecipazioni dotate di diritti ordinari in misura tale che il loro valore reale sia pari all'entità (in valore assoluto) della soddisfazione attesa da ciascuno nella liquidazione fallimentare. Ciò non di meno, essa presenta il non trascurabile inconveniente di distribuire tra gli ex-creditori diritti amministrativi (incidenti sul futuro potere di controllo) della società in misura non proporzionale alle risorse finanziarie apportate da ciascuno (con la conversione), ma in rapporto al valore presumibile dell'originario investimento di credito in caso di liquidazione fallimentare. Il che rappresenta un problema di non poco conto laddove si consideri che la conversione comporta, per la società in crisi, una diminuzione di passività (e, dunque, un incremento di patrimonio) pari al *valore nominale* dei crediti convertiti, quale che ne sia il rispettivo *valore reale* (in rapporto al grado di presumibile realizzo).

Se, infatti, è indiscutibile che, *anteriamente alla conversione*, i creditori coinvolti nell'operazione sono titolari di diritti di credito aventi un (potenzialmente) diverso *valore reale* in considerazione delle diverse (concrete) possibilità di soddisfazione che sono assicurate loro dalla liquidazione fallimentare, è altrettanto indubitabile che, *all'atto della conversione*, l'utilità concretamente apportata da ciascuno di essi alla futura iniziativa comune è pari al *valore nominale* del credito convertito (indipendentemente dal grado di soddisfazione attesa in ipotesi di fallimento) visto che a tanto corrisponde l'incremento patrimoniale dovuto all'estinzione dei debiti convertiti<sup>56</sup>.

---

<sup>56</sup> E si pensi al caso di una società in deficit patrimoniale di 100 per effetto di un attivo stimato in misura pari a 100 ed integralmente costituito da beni oggetto di garanzia a favore di un creditore privilegiato titolare di un credito di 150 e di un passivo complessivo di 200 (e, dunque, con debiti chirografari per 50): se non v'è dubbio che il valore *reale* del credito privilegiato sia pari a 100 (perché a tale importo corrisponde la soddisfazione da questi attesa in caso di fallimento) e quello dei crediti chirografari sia pari a zero, è parimenti innegabile che con la conversione dell'intero passivo in capitale di rischio la società avrà un patrimonio netto che (da negativo per 100) diviene positivo per 100 grazie all'incremento

L'incoerenza appena descritta<sup>57</sup> discende dal combinato effetto, per un verso, della necessità di evitare ogni alterazione dell'ordine dei privilegi (e, quindi, dell'obbligo di assicurare ai creditori privilegiati la maggiore soddisfazione attesa rispetto a quella dei chirografari) e, per l'altro verso, del fatto che l'attribuzione di partecipazioni ai creditori attuata con criteri diversi dalla proporzione al conferimento (che, nel caso della conversione, è pari al valore nominale dei crediti convertiti) implica, necessariamente, una distribuzione del capitale di rischio a svantaggio dei creditori che hanno minori aspettative di pagamento nell'alternativa fallimentare (ed a vantaggio di quelli con maggiori possibilità di soddisfazione).

Il che, invero, legittima più di qualche perplessità di principio ove si consideri la consolidata opinione secondo cui, in occasione di un aumento di capitale a pagamento, la decisione di procedere ad una assegnazione delle azioni in modo non proporzionale al conferimento effettuato da ciascuno ai sensi dell'art. 2346, comma 4, c.c. necessita comunque (e quanto meno) del consenso individuale dei soci "pretermessi" (in considerazione della connessa violazione del principio di parità di trattamento tra soci)<sup>58</sup>.

---

patrimoniale di 200 (pari, dunque, al *valore nominale* e non al valore reale dei crediti convertiti) dovuto all'estinzione dei debiti privilegiati per 150 e dei debiti chirografari per 50. Orbene, se la rilevanza (patrimoniale) dell'apporto effettuato (anche) dai creditori chirografari si frappone all'idea che le nuove partecipazioni possano essere attribuite integralmente al creditore privilegiato, la circostanza i creditori chirografari non abbiano alcuna aspettativa di soddisfazione in caso di liquidazione fallimentare rappresenta un ostacolo di non poco conto a suddividere le nuove azioni o quote (del valore reale 100) anche a favore di questi ultimi. Sul punto v. anche Trib. Ancona, 12 aprile, 2012, in *Fall.*, 2013, 110, secondo cui «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».

<sup>57</sup> Rilevata, nei suoi termini generali (ma con esclusivo riferimento al problema del rapporto tra soci e creditori) anche da L. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 760, laddove si rileva, per l'appunto, che l'aumento del patrimonio netto della società è pari «alla sopravvenienza attiva determinata dalla falce dei creditori».

<sup>58</sup> Per la necessità del consenso unanime cfr. M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1, \*\*\*, Torino, 2004, p. 242 ss.; M. NOTARI, *Sub art. 2346, commi 1-5*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, 2008, p. 48 ss.; G. LO IACONO, G. MARCOZ, *Assegnazione non proporzionale e*

Tralasciando, in questa sede, ogni considerazione di carattere generale, ci si può concentrare sul fatto che il problema distributivo, come già accennato, può trovare adeguata soluzione alternativa nell'opportuna differenziazione non già della "quantità" di capitale di rischio assegnata ai diversi creditori partecipanti alla conversione, quanto piuttosto della "qualità" dei titoli partecipativi offerti in conversione; il che impone di identificare il contenuto concreto dei diritti "diversi" che possono essere incorporati nelle partecipazioni assegnate ai creditori di rango diverso per soddisfare l'esigenza di assicurare il loro diverso trattamento in sede concordataria.

#### **4.1. La diversità dei diritti incorporati nei titoli offerti ai creditori privilegiati.**

Il tema della modalità di coinvolgimento dei creditori privilegiati nelle operazioni di conversione ha qualche punto di contatto con il problema (già affrontato) della distribuzione del capitale tra creditori di eguale rango nell'eventualità in cui le azioni o quote assegnate a taluno abbiano un maggior valore reale in considerazione del premio di maggioranza in esse "incorporato".

Così come, in tale ultimo caso, la potenziale diversità dei valori di mercato delle utilità attribuite a ciascuno può essere utilmente superata non già con una distribuzione differenziata del capitale sociale tra creditori aventi *la medesima (percentuale) attesa* di soddisfazione del credito in caso di liquidazione, ma con l'opportuno inserimento di clausole statutarie che consentano di distribuire a favore di tutti i soci il potenziale plusvalore delle partecipazioni di controllo, allo stesso modo, nell'ipotesi

---

*sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2008, p. 342 ss. e P. GUIDA, *L'assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 422 ss. Ammettono, invece, la liceità della decisione assunta a maggioranza ma con il consenso dei soci penalizzati: L. POMPONIO, *Contributo alla ricostruzione teorico-pratica delle assegnazioni di azioni e quote non proporzionali*, in *Soc.*, 2007, p. 1081 ss.; G. OLIVIERI, *Commento agli artt. 2342-2345*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, t. I, Padova, 2010, p. 163 e A. VALZER, *Commento all'art. 2346, co. 4 e 5*, in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa e Portale, tomo 1, Milano, 2016, p. 481 ss. Sul tema, da ultimo, v. l'ampia trattazione di F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, Milano, 2018, spec. p. 172 ss., al quale si rinvia anche per i necessari riferimenti bibliografici.

di distribuzione del capitale tra creditori aventi *diverse aspettative di soddisfazione (fallimentare)*, la diversità di valore reale tra le partecipazioni assegnate ai creditori privilegiati e chirografari può essere assicurata con la creazione di titoli dotati di *diversi* diritti patrimoniali opportunamente modulati in modo tale da assicurare, nel contempo, il rispetto tanto del vincolo di soddisfazione prioritaria dei creditori privilegiati, quanto della regola di diretta proporzionalità tra l'entità (percentuale) del capitale sottoscritto da ciascuno e l'ammontare del valore nominale del credito convertito.

In particolare, il duplice obiettivo può essere utilmente conseguito con l'attribuzione ai creditori assistiti da garanzie di titoli incorporanti il diritto di ottenere in via esclusiva la ripartizione degli utili e dell'attivo di liquidazione della società sino a concorrenza con il valore stimato del credito garantito "capiente" (o, se si preferisce, della garanzia)<sup>59</sup> e con l'assegnazione ai creditori chirografari (ed ai privilegiati per la parte degradata a chirografo) di partecipazioni dotata<sup>60</sup> del diritto di ricevere in via esclusiva quanto eccede la misura preferenziale assicurata alla prima categoria<sup>61</sup>.

Poiché, tuttavia, la diversità dei diritti patrimoniali riconosciuti ai creditori privilegiati e chirografari ha ragione di essere conservata soltanto sino al raggiungimento dei limiti quantitativi dei rispettivi diritti patrimoniali differenziati, occorre altresì prevedere nello statuto l'automatica conversione di ambedue le categorie di partecipazioni in titoli attributivi di ordinari diritti pa-

---

<sup>59</sup> E, magari, la correlativa postergazione nella partecipazione alle eventuali perdite di modo che eventuali risultati negativi, sino all'ottenimento del complessivo privilegio, incidano soltanto sulla residua parte del capitale sociale assegnata ai chirografari.

<sup>60</sup> Oltre, ovviamente, alla correlativa postergazione nella partecipazione agli utili e all'attivo di liquidazione della società ed antergazione nella partecipazioni alle eventuali perdite di periodo sino a che non sia assicurata la completa soddisfazione del diritto preferenziale dei titoli assegnati ai privilegiati per la parte capiente del loro credito.

<sup>61</sup> Il che, ovviamente, comporta che le azioni o quote della prima categoria, una volta ottenuta la distribuzione preferenziale prevista nello statuto, siano postergate nella partecipazione agli utili ed antergate nella partecipazione alle perdite sino a che non sia stato soddisfatto il privilegio della seconda categoria.

trimoniali al raggiungimento del secondo dei due limiti di soddisfazione esclusiva di ciascuno di esse<sup>62</sup>, sì che la partecipazione agli utili e all'attivo di liquidazione in eccesso avvenga in misura proporzionale al valore nominale degli originari crediti convertiti in capitale di rischio (e si eviti ogni sperequazione tra i soci-ex creditori nella distribuzione degli eventuali risultati ulteriori)<sup>63</sup>.

<sup>62</sup> In sostanza, dopo la distribuzione di utilità differenziate in misura pari alla soddisfazione attesa dal riparto fallimentare (nell'esempio dopo la distribuzione di utilità per complessivi 100). Sulla conversione "automatica" sia consentito il rinvio a G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012, p. 245 ss.

<sup>63</sup> Un'esemplificazione può aiutare ad inquadrare correttamente sia la questione che la soluzione proposta. Si immagini il caso di una società avente (a) un attivo (con valore reale) pari a 100, rappresentato, per 50, da un bene ipotecato a favore di un creditore (per un valore nominale di 100) e, per 50 da beni o diritti senza garanzie e (b) un passivo complessivamente pari a 300, costituito, per 100, dal suddetto credito ipotecario e, per 200, da crediti chirografari. Il tutto come rappresentato nel quadro sinottico seguente.

Attivo	Importo	Passivo	Importo
Attivo con ipoteca	50,0	Privilegiati	100,0
Crediti	50,0	Chirografari	200,0
		Deficit	-200,0
<b>TOTALE</b>	<b>100,0</b>	<b>TOTALE</b>	<b>100,0</b>

E' agevole rilevare che, in una siffatta ipotesi, la liquidazione fallimentare consentirebbe, a fronte di un passivo costituito per 100 (e dunque per il 33% del totale) da debiti con garanzie e per 200 (e, quindi, per il 67% del totale) da debiti senza garanzie, una soddisfazione del 60% del credito privilegiato e del 20% dei crediti chirografari. Il creditore privilegiato, infatti, potrebbe attendersi la distribuzione in suo favore dell'intero attivo oggetto di garanzia (pari a 50 in termini assoluti e) e la partecipazione, per il credito residuo eccedente degradato a chirografo (pari a 50 in termini assoluti), alla ripartizione in concorso con chirografari del restante patrimonio del debitore (pari a 50). Il tutto come da schema di sintesi seguente.

Tipologia	Credito	Riparto	% soddisfazione
Privilegiati	50	50	100%
Privilegiati degradati	50	10	20%
Chirografi	200	40	20%
<b>TOTALE</b>	<b>300</b>	<b>100</b>	<b>33%</b>

Orbene, in una situazione quale quella descritta, le proposte concordatarie aventi ad oggetto la conversione di tutti i debiti concordatari in capitale di rischio (della medesima società o della società costituita *ex novo* con il conferimento dell'attivo) devono tener conto del fatto che la conversione dei crediti di valore nominale, rispettivamente, di 100 e di 200, deve comportare la distribuzione del capitale di rischio tra i creditori in modo tale da assicurare al creditore privilegiato una partecipazione avente un *valore reale* di 60 ed ai creditori chirografari l'assegnazione (in proporzione al credito di ciascuno) di azioni o quote per 40 (sì da rispettare la proporzione tra le soddisfazioni attese da ciascuno). Un tale obiettivo,

Una tale (indubbiamente complessa) articolazione dei diritti patrimoniali delle partecipazioni attribuite in modo differenziato ai creditori privilegiati ed ai creditori chirografari<sup>64</sup> consentirebbe (nel contempo) di: (a) assicurare ai creditori privilegiati il medesimo diritto di partecipazione preferenziale al patrimonio del debitore che otterrebbero in ipotesi di liquidazione fallimentare (ovviamente nei limiti del valore stimato della garanzia)<sup>65</sup>; (b) garantire ai creditori chirografari (compresi i privilegiati de-gradati a chirografo per la parte incapiente del loro credito rispetto al valore della garanzia) il diritto di ottenere gli utili e l'attivo di liquidazione eccedenti la misura spettante ai creditori privilegiati per la parte capiente della garanzia; (c) distribuire gli eventuali plusvalori eccedenti il valore stimato dell'attivo in

---

come si è detto, è possibile, in astratto, sia emettendo titoli attributivi di diritti identici da ripartire in misura non proporzionale al valore dei crediti convertiti (a tutto vantaggio del creditore privilegiato che, a fronte della conversione del 33% del totale dei crediti convertiti, riceverebbe partecipazioni per il 60% del totale), sia attribuendo, in misura proporzionale al valore dei crediti convertiti (e, dunque, per il 33% al creditore privilegiato e per il 67% ai creditori chirografari), titoli che, grazie ad una particolare modulazione dei diritti patrimoniali ivi incorporati, assicurino il rispetto del richiesto vincolo di soddisfazione diversificata (e non peggiore rispetto all'alternativa fallimentare). La seconda alternativa, nel caso di specie, potrebbe concretamente tradursi nell'emissione di due diverse "categorie" di azioni o quote del valore nominale di 300, pari al totale dei crediti convertiti (fermo restando che il capitale residuo dopo la copertura del preesistente *deficit* patrimoniale di 200 sarà pari a 100) da attribuire a ciascun creditore in proporzione all'entità del singolo credito convertito: la prima di entità pari alla quota parte "capiente" del credito privilegiato (ossia pari al valore della garanzia, nell'esempio pari a 50) e la seconda per l'ammontare residuo del capitale (nell'esempio pari a 250) da attribuire a tutti i creditori chirografari (nell'esempio pari a 200) e allo stesso creditore privilegiato per la parte di credito degradata a chirografo (nell'esempio pari a 50) in proporzione ai crediti di ciascuno.

<sup>64</sup> In merito ai valori reali delle partecipazioni assegnate a ciascun creditore, la differenziazione dei diritti patrimoniali proposta nel testo non dovrebbe generare significative differenze di valore tra le diverse categorie di partecipazioni dal momento che i previsti diritti diversi generano soltanto una diversa priorità temporale nella distribuzione degli utili e non anche una diversità nella misura della partecipazione: se, infatti, il valore dell'intero capitale è funzione della redditività complessiva attesa (in un certo orizzonte temporale), la distribuzione degli utili temporalmente differenziata tra le diverse categorie (pur generando un diverso grado di "rischio" a danno di quelle inizialmente postergate) non dovrebbe generare sensibili differenze di valore (fermo restando che, in caso contrario, occorrerà tener conto di tale eventuale divergenza di valori nella determinazione dell'entità del capitale da attribuire a ciascun creditore).

<sup>65</sup> Grazie alla previsione del loro diritto esclusivo di ottenere gli utili e l'attivo di liquidazione della società sino a concorrenza con il predetto valore stimato della garanzia.

sede di conversione in misura proporzionale al credito da ciascuno convertito (e, dunque, all'apporto di ciascuno indipendentemente dal fatto se si tratti di credito con o senza privilegio); (d) evitare che i creditori privilegiati, per effetto soltanto del loro più che proporzionale diritto di partecipare al riparto dell'attivo fallimentare del debitore, ottengano una quota del capitale della società maggiore rispetto a quella a loro spettante in ragione dell'entità relativa del credito convertito (rischio altrimenti inevitabile ove si procedesse ad una distribuzione differenziata di titoli aventi identici diritti patrimoniali).

La differenziazione dei soli diritti patrimoniali, peraltro, ha l'ulteriore pregio di distribuire i diritti amministrativi tra i singoli creditori in ragione dell'entità dell'apporto effettuato (ossia del valore nominale del credito convertito) e non in funzione della soddisfazione attesa in sede di liquidazione fallimentare<sup>66</sup>. Il che, invero, ha l'indubbio merito di evitare ogni rischio di indebito trasferimento di potere decisionale (e, indirettamente, anche di ricchezza<sup>67</sup>) dai creditori per maggior somma (privi di garanzie) ai creditori per minor somma (con privilegi sul patrimonio del debitore).

Come si è già accennato, la soluzione individuata, *mutatis mutandis*, è del tutto analoga a quella avanzata a proposito della modalità di tutela delle potenziali ragioni patrimoniali dei soci, laddove, preso atto della loro qualità di “creditori di ultima istanza”, si è ipotizzata l'assegnazione di strumenti finanziari partecipativi incorporanti i diritti peculiari di tale *status*<sup>68</sup>. Anche

---

<sup>66</sup> Nell'esemplificazione del testo, si consideri che al creditore privilegiato spetterebbe, in caso di riparto, una somma pari a 75 (ossia al 75% del proprio credito e al 50% dell'intero attivo) e che ai creditori chirografari spetterebbe, complessivamente, una somma (anch'essa) pari a 75 (ossia al 50% del complessivo loro crediti e al 50% dell'intero attivo), con la conseguenza che la distribuzione delle partecipazioni (aventi identiche caratteristiche patrimoniali) in ragione della soddisfazione attesa da ciascuna imporrebbe l'assegnazione del 50% del capitale sociale al creditore privilegiato e del restante 50% ai creditori chirografari, nonostante il fatto che il primo converta il 40% del totale (100 su 250) ed i secondi convertano il 60% del totale (150 su 250).

<sup>67</sup> Ferma, anche in tal caso, l'opportunità (se non proprio la necessità) di prevedere adeguate previsioni statutarie a tutela dell'equa distribuzione di eventuali premi di maggioranza tra tutti i creditori indipendentemente dalla misura della relativa partecipazione (quali sono le già ricordate clausole di “tag along”).

<sup>68</sup> Fermo restando, ovviamente, che nel caso in cui la conversione riguardi società aventi un patrimonio reale ancora positivo (quale che sia il valore del patri-

nel caso del coinvolgimento dei creditori privilegiati nella conversione di debiti in capitale di rischio è, infatti, proprio la possibilità di emettere titoli aventi diritti patrimoniali diversi a rappresentare una lineare soluzione ai problemi distributivi sottesi alle diversità di aspettative di soddisfazione dei creditori con e senza garanzie sul patrimonio del debitore.

**5. Le ragioni che lasciano preferire il ricorso alla conversione diretta in luogo di quella indiretta e l'individuazione del naturale campo di applicazione di ciascuna delle due modalità attuative del *debt to equity swap*).**

Le numerose e pregevoli pagine già dedicate dalla dottrina al tema della conversione concordataria dei crediti in capitale di rischio non offrono apprezzabili indicazioni con riguardo ai possibili vantaggi che l'operazione di conversione diretta (espressamente menzionata, dopo la novella del 2015, dall'art. 163, comma 5, l. fall.) dovrebbe assicurare rispetto alla più semplice ipotesi di conversione indiretta.

La ricorrente (se non "apatica") affermazione al riguardo non va oltre l'osservazione che l'operazione di diretta conversione dei debiti in capitale di rischio del debitore-società avrebbe il vantaggio (rispetto alla acquisizione del capitale della conferitaria del patrimonio della prima) di (a) ridurre i costi ed i tempi necessari per dare esecuzione alla "più complessa" operazione di conversione indiretta e (b) consentire la (diretta ed immediata) continuazione dell'attività della società in crisi evitando le complicazioni procedurali necessarie a rendere efficaci i trasferimenti dei contratti in corso, delle autorizzazioni per l'esercizio dell'attività, delle certificazioni di qualità dell'organizzazione e/o delle qualificazioni per lo svolgimento di particolari servizi che, di contro, il conferimento inevitabilmente impone di affrontare<sup>69</sup>.

---

monio netto contabile), sarà altresì necessario emettere strumenti finanziari partecipativi a tutela delle ragioni patrimoniali dei soci secondo quanto già illustrato in precedenza nel testo.

<sup>69</sup> Si v., ad esempio, G. COVINO, J. JEANTET, *Conversione di crediti in equity risoluzione e obbligazione pecuniaria nel fallimento*, in *ifallimentarista.it*, 25 novembre 2014 secondo cui «la scelta di non mutare l'identità del soggetto titolare delle attività rilevanti (...) dipende da ragioni di ordine pratico: perché i costi di trasferimento della titolarità delle attività della società debitrice sono molto elevati

L'osservazione è certamente vera, ma, al tempo stesso, anche poco tranquillizzante nell'ottica del presumibile successo dell'ultima novità legislativa, ove si consideri che le motivazioni individuate coincidono esattamente (e non potrebbe essere diversamente stante l'identità dell'operazione alternativa) con quelle che sono state addotte a sostegno – (in verità) sulla scia delle poche righe dedicate al tema nella relazione di accompagnamento al d. lgs. n. 6 del 2003<sup>70</sup> – della concreta utilità della costituzione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare in luogo della più semplice operazione di scorporo del ramo di azienda di interesse a favore di una società di nuova costituzione.

L'assenza (a quanto consta) di ogni indagine empirica sul concreto utilizzo dell'istituto dei patrimoni destinati non consente di “misurare” il peso concretamente attribuito dagli operatori economici ai suddetti vantaggi teorici enucleati dalla dottrina. Ciò non di meno, l'assoluta impercettibilità delle decisioni giurisprudenziali sul tema<sup>71</sup> rappresenta un significativo indizio della probabile (se non certa) irrilevanza attribuita dal mondo degli affari alle utilità marginali conseguibili con l'utilizzo dell'istituto.

Le pessimistiche previsioni sul possibile (in)successo operativo della novità legislativa in tema di concordato preventivo proposto dai creditori (perlomeno nella versione della conversione diretta dei debiti in capitale) tendono ad aggravarsi allorché si volga lo sguardo agli altri aspetti che sono usualmente presi in considerazione nelle operazioni di acquisizione del patrimonio delle imprese in crisi.

E' sin troppo noto per meritare più di un semplice e veloce cenno il fatto che l'acquisizione (diretta) di un ramo d'azienda (o del capitale di una *newco* conferitaria dello stesso) consente: (a) la semplice ed immediata “segregazione” tra il segmento di

---

o richiedono il compimento di notevoli formalità», oppure perché la società in crisi è già quotata sui mercati regolamentati.

<sup>70</sup> Ove si precisa che «Nella sostanza l'ipotesi è operativamente equivalente alla costituzione di una nuova società, col vantaggio della eliminazione dei costi di costituzione, mantenimento ed estinzione della stessa».

<sup>71</sup> Dopo quindici anni dall'introduzione dell'istituto, la giurisprudenza sembra essersi occupata del tema in pochissimi casi e, per di più, in modo assolutamente incidentale: v. Cass., 22 gennaio 2010, n. 1112, in *Fall.*, 2010, p. 553 (in tema di effetti del fallimento sul fondo patrimoniale) e, in tema di trust, Trib. Milano, 16 giugno 2009, su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), e Trib. Sassari, 20 febbraio 2015, *ibidem*.

patrimonio che si ha interesse ad acquisire e la residua parte per la quale l'interesse non sussiste; (b) la disapplicazione dell'art. 2112 c.c. e, dunque, la possibile revisione dell'organico dei dipendenti che, nel caso di acquisizione del capitale sociale della società sottoposta a ristrutturazione, è impedita dall'assenza di ogni vicenda traslativa del compendio aziendale; (c) la libera modulabilità dello statuto della *newco* senza alcuna necessità di ottenere il consenso dei soci della società conferente (e, dunque, la agevole differenziabilità dei diritti incorporati nei titoli offerti in cessione agli acquirenti o in *datio in solutum* ai creditori della prima) e, si badi, senza neppure la necessità di ricorrere alla complicazione di un amministratore giudiziario che intervenga nell'assemblea della società in crisi ai sensi dell'art. 185 l. fall. in caso di mancata collaborazione dei soci di quest'ultima; (d) l'esclusione in radice di ogni complicazione operativa connessa con l'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dei soci della società in crisi (in ragione del dissenso espresso in merito all'aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione nel caso delle società a responsabilità limitata *ex art. 2481 bis*, comma 1, c.c. o rispetto alle modifiche statutarie in tema di circolazione delle partecipazioni *ex artt. 2437 e 2473 c.c.*, ovvero ancora in conseguenza dell'inizio di una nuova attività di direzione e coordinamento *ex art. 2497-quater c.c.*).

Sotto un diverso profilo, v'è da rilevare che è vero che l'eventuale ammissione dei titoli ad un mercato regolamentato può rappresentare una circostanza significativa nella valutazione dei costi e dei benefici che connota il *trade off* tra la diretta acquisizione del capitale della società *target* e l'acquisto delle partecipazioni di una *newco* conferitaria dell'azienda (perlomeno nel caso in cui l'interesse riguardi l'intero patrimonio attivo). Ma è altresì innegabile che l'esperienza pratica delle crisi delle società quotate non ha mostrato univoci segni di preferenza degli operatori per la prima ipotesi<sup>72</sup>, forse anche perché essa non esclude

---

<sup>72</sup> E basti considerare che mente nel caso della Parmalat s.p.a. si è prevista la futura (ed immediata) quotazione in borsa della società "assuntrice" del concordato ed il cui capitale è stato offerto in conversione ai creditori chirografari (la proposta è pubblicata in *Dir. fall.*, 2004, I, p. 1346 ss.), le altre procedure che hanno interessato società quotate e che hanno avuto ad oggetto ipotesi conversione (diretta) dei crediti in capitale di rischio della stessa società quotata o sono state abbandonate (come nel caso della originaria proposta concordataria del 2009 della Socotherm s.p.a. poi superata dalla diversa ipotesi di aumento di capitale a pagamento riservato ad un terzo investitore e senza conversione dei crediti in *equity*)

in radice, a differenza della seconda, i dubbi (ed i rischi) circa l'applicazione degli obblighi previsti dalla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto totalitarie (successive)<sup>73</sup>.

Naturalmente, la conclusione circa l'inesistenza di concreti vantaggi dell'operazione di acquisizione diretta del capitale della società da ristrutturare in luogo dell'acquisizione del patrimonio della stessa (anche previo suo conferimento in una *newco*) non vale per le ipotesi in cui esistano vincoli alla trasferibilità dei complessi aziendali, visto che, in tali casi, l'acquisizione del capitale della società da ristrutturare rappresenta l'unica possibilità concretamente percorribile per assumere il controllo dell'iniziativa economica<sup>74</sup>.

---

o non hanno superato il vaglio di ammissibilità dell'autorità giudiziaria (come è nel caso della proposta presentata nel 2010 da I Viaggi del Ventaglio s.p.a. dapprima ammessa e poi revocata dal Tribunale di Milano): per maggiori dettagli cfr. F. BONELLI, *op. cit.*, p. 17 ss.

<sup>73</sup> Sul tema dell'applicazione della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto totalitarie alle operazioni finalizzate al salvataggio dell'impresa, v. Trib. Milano, 23 giugno 1997, in *Soc.*, 1998, 300 ss. (che ha negato la sussistenza dell'obbligo «laddove difetti in capo alle banche acquirenti l'intenzione di assumerne il controllo, essendo connesso l'acquisto delle azioni ad una attività di ricapitalizzazione preordinata al salvataggio della società ed al recupero dei crediti delle banche stesse») e, in dottrina, tra i molti, R. LENER, *Le finalità di salvataggio di un'impresa in crisi di fronte alla riforma dell'opa obbligatoria*, ivi, p. 303 ss. e, da ultimo, il lavoro di M. RANIELI, *Proposte di concordato preventivo, concorrenti trasferimento del controllo ed esenzione dall'obbligo di opa per salvataggio ostile*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, p. 2 ss. alla quale si rinvia anche per i necessari ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>74</sup> Emblematico in tal senso (tralasciando, ovviamente, la particolare disciplina speciale dettata per la crisi delle imprese finanziarie ed assicurative) è il caso dell'attività di gestione di farmacie private: benché, infatti, la legge 4 agosto 2017, n. 4 abbia consentito l'esercizio dell'attività anche da parte di società di capitali partecipate non soltanto da professionisti abilitati, il trasferimento della proprietà del complesso aziendale continua ad essere soggetto a diversi vincoli di natura autorizzatoria (forse non del tutto coerenti con il nuovo regime di libertà nella proprietà del capitale delle società esercenti la medesima attività): sul tema v. l'art. 12 della legge 2 aprile 1968, n. 475 se la recente Legge 4 agosto 2017, n. 124, art. unico, comma 158, che vieta ai soggetti titolari dell'esercizio della farmacia privata il controllo, diretto o indiretto, di più del venti per cento delle farmacie esistenti nel territorio della medesima regione o provincia autonoma. Sull'articolata disciplina, per tutti, cfr. P. GUIDA, A. RUOTOLO, D. BOGGIALI, *Le società per la gestione delle farmacie private*, Studio n.75-2018/I, reperibile su [www.nota-riato.it](http://www.nota-riato.it); C. ANGELICI, *Sul trasferimento di una farmacia*, in *Studi e materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, Milano 1998, p. 89; F. CINTIOLO, F. GUERRERA, *Gli effetti legali del trasferimento*, in *I trasferimenti di azienda*, coordinato da F. Guerrera, Milano, 2000, p. 211 ss. e, più in generale, R. B. NICOLOSO, *Il sistema farmacia*, Milano, 2010.

## 6. Qualche considerazione conclusiva.

L'analisi svolta ha consentito di rilevare, prima di tutto, che la possibilità offerta ai creditori di avanzare una proposta concorrente che consenta loro di acquisire la titolarità delle partecipazioni della società debitrice senza la necessità di ottenere (in una sorta di *take over* ostile) il consenso dei soci (e neppure della maggioranza del capitale)<sup>75</sup> rappresenta il naturale corollario dell'ormai incontestato principio generale secondo cui l'incapacità della società di soddisfare integralmente le ragioni dei creditori importa l'automatica traslazione a questi ultimi di ogni potere di gestione del patrimonio e dell'iniziativa economica (in coerenza con il fatto che il residuo capitale di rischio è ormai rappresentato unicamente e proprio dall'originario capitale di credito concesso al debitore)<sup>76</sup>.

Con riguardo, invece, alle caratteristiche dell'operazione di *debt to equity swap* (di conversione tanto diretta quanto indiretta) si è visto che essa deve essere progettata in modo tale da assicurare adeguata tutela, per un verso, alle (eventuali) ragioni patrimoniali residue dei soci e, per altro verso, alle particolari aspettative patrimoniali dei creditori coinvolti nella conversione, sia nel caso in cui si tratti soltanto di creditori di pari "rango", sia nel caso in cui l'operazione interessi anche creditori con diversa graduazione nell'ordine dei privilegi.

Orbene, mentre la necessità di tener conto del principio di parità di trattamento nella particolare ipotesi in cui taluni creditori siano assegnatari di partecipazioni di controllo può essere utilmente soddisfatta con l'opportuna previsione di clausole statutarie di co-vendita che consentano di distribuire tra tutti i soci il premio di controllo, la prima e l'ultima delle necessità di protezione appena evidenziate possono essere utilmente garantite (anche) attraverso un'adeguata differenziazione dei diritti incorpo-

---

<sup>75</sup> E, per di più, anche con la concreta possibilità di *bypassare* ogni eventuale difesa statutaria predisposta avverso le scalate non gradite (eludendo l'applicazione di clausole di prelazione, gradimento, conversione automatica di azioni o quote preesistenti o di co-vendita).

<sup>76</sup> Sotto un diverso profilo non può tacersi che l'istituto delle proposte concorrenti in sé (quale che sia, cioè, il contenuto della soluzione individuata dai creditori) ha il pregio di avere un effetto deterrente avverso ogni abuso dello strumento concordatario da parte del debitore (rappresentando uno stimolo di non poco conto a che la società formuli proposte recanti un soddisfacimento superiore alle soglie minime previste per la formulazione di proposte concorrenti).

rati nei titoli partecipativi destinati (ai due estremi della medesima logica) ai vecchi soci ed ai creditori privilegiati coinvolti nell'operazione.

Da ultimo, infine, si è visto che l'analisi dei non molti vantaggi connessi con l'utilizzo della conversione diretta in luogo di quella indiretta svela l'esistenza di un campo di applicazione elettiva nettamente distinto per ciascuna delle due diverse modalità di attuazione dell'operazione di *debt to equity swap* e, soprattutto, evidenzia la rilevanza marginale dei casi nei quali la conversione diretta (recentemente introdotta) si lascia preferire a quella indiretta (già nota da tempo).

Se le considerazioni svolte risulteranno utili a stimolare ulteriori approfondimenti sul tema, l'analisi condotta avrà avuto un approdo felice, quale che sia il grado di condivisione delle conclusioni raggiunte<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> Come il prof. Michele Sandulli, al cui ricordo lo scritto è dedicato, si premurava sempre di ricordare a chiunque gli chiedesse un giudizio sulle proprie tesi, non mancando mai, peraltro, di aggiungere un sorriso affettuoso al rigoroso silenzio sul merito delle conclusioni prospettate.