

APPROFONDIMENTI

La soddisfazione dei creditori per il tramite di strumenti finanziari

Giugno 2024

Luca Jeantet, Partner, Gianni & Origoni
Gabriella Covino, Partner, Gianni & Origoni
Luigi Romanzi, Partner, Gianni & Origoni
Lucrezia Grassi, Gianni & Origoni



Luca Jeantet, Partner, Gianni & Origoni

Gabriella Covino, Partner, Gianni & Origoni

Luigi Romanzi, Partner, Gianni & Origoni

Lucrezia Grassi, Gianni & Origoni

➤ **Luca Jeantet**

Luca Jeantet è Co-Responsabile del Dipartimento Restructuring dello Studio Gianni & Origoni. Specializzato in diritto commerciale e diritto concorsuale.

➤ **Gabriella Covino**

Gabriella Covino è Co-Responsabile del Dipartimento Restructuring dello Studio. Esperta in fusioni e acquisizioni, diritto societario, diritto commerciale e joint ventures.

➤ **Luigi Romanzi**

Luigi Romanzi assiste imprese nazionali ed estere in operazioni di ristrutturazione del debito e, più in generale, di diritto della crisi d'impresa, anche relativamente ai connessi profili contenziosi.

Studio legale
Gianni & Origoni

**GIANNI &
ORIGONI**

1. Premessa

Sin dalla riforma della legge fallimentare introdotta con il D.L. n. 35/2005, convertito nella legge n. 80/2005, si è assistito, nel contesto delle procedure concorsuali, da un lato all'introduzione di forme di ristrutturazione dell'indebitamento e di soddisfazione dei creditori diverse ed ulteriori rispetto alla "regola" del pagamento in danaro e, dall'altro lato, ad un'evoluzione sempre più sofisticata, sotto il profilo tecnico, degli strumenti di regolazione e superamento di uno stato di crisi. Infatti, già l'abrogato art. 160, comma 2, lett. a), L.F. legittimava *"la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma"*, potendo tali forme consistere, a titolo esemplificativo, nella *"attribuzione ai creditori (...) di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito"*. L'ampiezza delle modalità di ristrutturazione e soddisfazione, pur se espressamente prevista per il concordato preventivo, era senz'altro estensibile – non essendovi ragioni di incompatibilità – anche ad altri istituti dalla natura spiccatamente negoziale come gli accordi di ristrutturazione dei debiti ed i piani attestati di risanamento, nonché – ed espressamente – alle procedure di concordato fallimentare, a mente dell'art. 124, comma 2, lett. c), L.F. che ribadiva integralmente la previsione dell'art. 160, comma 2, lett. a), L.F. in materia di concordato preventivo.

Il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza ("**CCII**") ha sostanzialmente mantenuto quest'assetto "variegato" in relazione al (maggior) ventaglio di opzioni disponibili. Conferma ne è la norma di cui all'art. 87, comma 1, lett. d), CCII in materia di concordato preventivo (riproduttivo del previgente art. 160, comma 2, lett. a), L.F.), la norma di cui all'art. 240, comma 2, lett. c), CCII in materia di concordato nella liquidazione giudiziale (riproduttivo del previgente art. 124, comma 2, lett. c), L.F.), la norma di cui all'art. 57 CCII in materia di accordi di ristrutturazione dei debiti che richiama, quanto ai contenuti del piano, l'art. 56 CCII (sul piano attestato di risanamento), norma che, a sua volta, non pone "limiti" circa la strutturazione e le modalità di attuazione del piano. Peraltro, anche i "neonati" istituti del piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione ("**PRO**" – art. 64-*bis*, CCII) e della composizione negoziata ("**CNC**" – artt. 12 e ss. CCII) non pongono limiti alla libertà delle forme per l'attuazione della ristrutturazione del debito e della soddisfazione dei creditori: nel primo caso, è lo stesso art. 64-*bis*, ultimo comma, CCII a richiamare

➤ **vedi l'articolo online**

espressamente, quanto ai contenuti del piano, il già citato art. 87 CCII sul concordato preventivo; nel caso della CNC, invece, il contratto di cui alla lettera a) e l'accordo/piano di cui alla lettera c) dell'art. 23, CCII non scontano limiti circa le forme di attuazione che dunque, in tesi, possono essere le più variegate. E, se si considera la libertà distributiva piena accordata in questi ultimi due strumenti, diventa immediatamente percepibile la più agevole compenetrazione tra il diritto concorsuale ed il diritto societario.

Tra le forme più diffuse nella prassi volte alla ristrutturazione dell'indebitamento e alla soddisfazione dei creditori l'emissione di strumenti finanziari è quella che consente di coniugare le esigenze di ricostituzione patrimoniale e di liquidità dell'impresa con le aspettative di soddisfacimento dei creditori; per tale motivo essa rappresenta una soluzione sempre più praticata nel contesto delle operazioni di ristrutturazione. Infatti, tramite la conversione del credito in strumenti finanziari e l'assegnazione degli stessi ai creditori, da un lato, l'impresa potrebbe evitare di ricorrere ad altre forme di finanziamento che – specialmente in una situazione di crisi – potrebbero prevedere condizioni di rimborso più onerose ovvero essere *tout court* inaccessibili e, dall'altro, il patrimonio netto potrebbe subire un incremento tale da far venir meno gli obblighi di ricapitalizzazione di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c.. Segnatamente, i creditori che ricevono strumenti finanziari, quale corrispettivo del proprio credito, beneficiano innanzitutto di una maggiore flessibilità: il rimborso dell'investimento potrebbe infatti avvenire in qualsiasi momento mediante l'alienazione del titolo sul mercato, a condizioni peraltro potenzialmente più vantaggiose rispetto a quelle generalmente offerte per l'acquisto di crediti deteriorati.

Sotto altro profilo, si osserva che nel caso di emissione di strumenti c.d. di *equity* o *semi-equity* sarebbero attribuiti ai creditori anche diritti di *governance*, i quali consentirebbero un maggiore controllo e influenza sulla gestione della società emittente, riducendo i rischi associati all'investimento e migliorando potenzialmente il rendimento complessivo. Nell'ipotesi, invece, di emissione di strumenti di debito, i creditori potrebbero vedersi attribuito un diritto di prelazione, che assicurerebbe una maggiore sicurezza al rimborso del capitale investito, nonché un rendimento periodico sotto forma di interessi.

2. Tipologie di strumenti finanziari

Nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione del debito e di conseguente soddisfazione dei credito-

ri è anzitutto opportuno distinguere la tipologia di strumenti finanziari astrattamente disponibili, che possono essere così enucleati: strumenti di *equity*, strumenti di *semi-equity* e titoli di debito. Alle prime due categorie appartengono rispettivamente le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi ("**SFP**"); all'ultima sono invece riconducibili le obbligazioni¹.

Nel prosieguo, al fine che ci occupa, si tratteranno specificamente gli strumenti delle azioni e degli SFP.

2.1. Le azioni attribuiscono ai titolari diritti patrimoniali legati all'andamento societario, di cui i creditori beneficiano mediante la distribuzione degli utili, nonché diritti amministrativi che permettono un'ingerenza del creditore (divenuto ormai socio) nelle decisioni gestionali della società. Le azioni sono attribuite ai creditori mediante apposito aumento di capitale nell'ambito del quale il debito sorto per la sottoscrizione è compensato con il credito vantato dai medesimi creditori². In sostanza, dunque, il meccanismo si attua mediante un'operazione straordinaria di aumento di capitale destinato a convertire crediti in capitale, normalmente a condizione che il piano preveda la continuità aziendale.

La conversione, naturalmente, in presenza di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di un piano di risanamento o di un accordo ai sensi dell'art. 23, CCII, sarà **consensuale** laddove, in caso di concordato preventivo o di PRO o di concordato nella liquidazione giudiziale (in tale ultimo caso, laddove il propo-

¹ Cfr. Solidoro – Scapolo, in *Gli strumenti finanziari nelle operazioni di ristrutturazione del debito: spunti dalla legislazione emergenziale, Crisi e risanamento* n. 42/2020, p. 105, i quali hanno osservato che "A livello più generale, le forme di finanziamento che una società può adottare nella prassi si possono distinguere quindi in: strumenti di *equity* ovvero gli apporti di capitale; strumenti di quasi *equity* come i prestiti obbligazionari convertibili; strumenti di debito quali titoli di debito o obbligazioni".

² Tale operazione è ritenuta ammissibile dall'orientamento consolidato della giurisprudenza di legittimità. Si veda a tal proposito: Cass. Civ., 19 marzo 2009, n. 6711, la quale ha osservato che "in tema di società di capitali, l'obbligo del socio di conferire in danaro il valore delle azioni sottoscritte in occasione di un aumento del capitale sociale è un debito pecuniario che può essere estinto per compensazione con un credito pecuniario vantato dal medesimo socio nei confronti della società"; Cass. Civ., 5 febbraio 1992, n. 936 secondo cui "il credito di un socio di una società di capitali (o di un terzo) nei confronti della società è compensabile con il debito relativo alla sottoscrizione di azioni emesse in sede di aumento del capitale sociale non essendo ravvisabile un divieto implicito, desumibile da principi inderogabili del diritto societario che impedisca in tal caso l'operatività della compensazione ex art. 1246 n. 5 c.c.".

nente sia un veicolo che assuma gli attivi già facenti parte della liquidazione giudiziale), sarà **forzosa**³. Tale ultima forma di conversione si traduce, nel contesto delle procedure concorsuali citate, nell'imposizione ai creditori dissenzienti a vedere soddisfatte le proprie pretese mediante l'assegnazione di azioni (o quote nonché, come si vedrà anche di SFP) ove la maggioranza voti la proposta e/o il piano favorevolmente.

Considerando, più in dettaglio, l'aumento di capitale a servizio della conversione forzosa dei crediti, trattasi senza dubbio di c.d. aumento di capitale per cassa e non di aumento di capitale in natura, con conseguente non necessità di assoggettamento agli adempimenti di cui all'art. 2440 c.c., che a sua volta richiama gli artt. 2342 e 2343 c.c.. In particolare, nel caso di concordato preventivo (ma anche di PRO) i crediti anteriori alla domanda subiscono infatti una duplice mutazione in quanto, da un lato, diventano inesigibili e, dall'altro, devono considerarsi scaduti in modo da poter essere soddisfatti secondo quanto previsto nella proposta. Di talché, come altrove osservato, *"la sottoscrizione di un aumento di capitale al servizio di un debt-to-equity swap avviene attraverso la conversione di crediti da considerarsi certi, liquidi e, al momento della sottoscrizione, anche esigibili; e ciò con la precisazione che la liberazione dell'aumento di capitale avverrà attraverso la **compensazione del debito da sottoscrizione con il credito convertito forzosamente**, dunque non già, come normalmente accade, incrementando l'attivo mediante iniezione di denaro, ma diminuendo il passivo mediante estinzione di un debito"*⁴.

Sotto diversa angolazione, si pone inevitabilmente la questione della tutela del diritto di opzione dei soci posto che, come appena accennato, la conversione forzosa riguarda capitale liberato in denaro e

³ Ad avviso di Cillo, in Le operazioni sul capitale sociale e le operazioni straordinarie a servizio del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione dei debiti, *"I creditori riservatari, che vedono mutare il rapporto giuridico con la società, devono considerarsi sottoscrittori ex lege perché obbligati alla sottoscrizione delle partecipazioni di nuova emissione, in ragione dell'efficacia vincolante del concordato. Ne consegue, da un punto di vista applicativo, che i creditori sociali assegnatari non devono sottoscrivere le partecipazioni sociali di nuova emissione, perché l'assegnazione delle stesse deriva dall'iscrizione della delibera di aumento nel registro delle imprese, con l'indicazione nominativa dei nuovi soci"*.

⁴ Covino - Jeantet, Concordato: conversione dei crediti in equity, risoluzione e obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente, 25 novembre 2014, su <https://ius.giuffrefl.it/dettaglio/6289166/concordato-conversione-di-crediti-in-equity-risoluzione-e-obbligazione-pecuniaria-originaria-nel-fallimento-susseguente>.

non in natura. A tale riguardo, due sono le ipotesi: deliberare, secondo le regole ordinarie, un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441, commi 5 e 6, c.c., oppure, qualora ci si trovi nella situazione in cui si è perso il capitale sociale e deve procedersi alla sua reintegrazione, la delibera non potrà escludere il diritto di opzione, salvo rinuncia unanime da parte degli azionisti. E, nel caso di crisi di impresa, non è difficile individuare il richiesto interesse della società per escludere il diritto di opzione.

Quanto sin qui osservato in tema di azioni può senz'altro trovare normale applicazione nei casi di continuità aziendale diretta e nella generalità degli strumenti di regolazione della crisi previsti dal CCII, con l'ulteriore considerazione che, alla fattispecie di operazioni sul capitale, funzionali alla prosecuzione dell'attività aziendale, deve ritenersi esclusa l'applicabilità della disciplina in materia di offerte concorrenti, come ad esempio previste dall'art. 91 CCII in materia di concordato preventivo (sul punto, si tornerà più diffusamente al par. 6 che segue).

2.2. Gli strumenti finanziari partecipativi sono disciplinati dall'art. 2346, ultimo comma, c.c., a norma del quale *"Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera, o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti"*⁵.

La norma in commento, stabilendo inoltre che è rimessa allo statuto la disciplina de *"le modalità e con-*

⁵ La Legge delega per la riforma del diritto societario ha chiarito che l'obiettivo perseguito dal legislatore tramite l'inserimento nel nostro ordinamento di tali strumenti finanziari è quello di *"ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale, ma con soluzione necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda Direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi, si è espressamente ammessa la possibilità che in tal caso, fermo rimanendo il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi"*. Con riguardo agli SFP, inoltre, il Consiglio Notarile di Milano ha osservato che *"Alle figure dell'azione e dell'obbligazione, nei loro molteplici contenuti, si aggiunge ora la categoria intermedia - e dai contorni ancora sfuggenti sia per quanto attiene al profilo della delimitazione della fattispecie sia a quello della ricostruzione della disciplina - degli strumenti finanziari partecipativi. [...] In sostanza, la società potrebbe ottenere "denaro" emettendo (né azioni, né obbligazioni, ma) "strumenti partecipativi", ossia strumenti che, pur non rappresentando una frazione del capitale sociale e non toccando dunque gli equilibri di "governo" interni alla società, possono essere dotati di alcuni diritti patrimoniali e amministrativi simili (se non identici) a quelli ricollegati alla partecipazione azionaria. Ed è questa la funzione che evidentemente può interessare nelle operazioni di private equity"*.

dizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione”, lascia ampio spazio all’autonomia statutaria nella definizione del contenuto degli SFP. L’apporto a fronte del quale vengono emessi detti strumenti è, anche in questo caso, rappresentato dai crediti oggetto di conversione, con conseguente compensazione tra i crediti stessi ed il controvalore di apporto richiesto per l’assegnazione degli SFP.

I diritti patrimoniali attribuiti ai titolari di strumenti finanziari partecipativi sono esercitabili con riferimento ai risultati di esercizio della società emittente e i diritti amministrativi sono generalmente più circoscritti rispetto a quelli attribuiti ai titolari di azioni e possono includere il diritto di voto su alcune specifiche delibere assembleari ovvero il diritto di nomina di un amministratore indipendente al quale vengono attribuiti alcuni diritti di veto⁶.

Ai titolari di detti strumenti può essere inoltre concesso un diritto di conversione degli SFP in obbligazioni, in azioni speciali o in *warrant*. L’assegnazione di SFP convertibili determinerà una potenziale incisione sui diritti di partecipazione dei soci, sicché ai sensi dell’art. 120-ter, comma 2, CCII sarà necessario provvedere alla formazione di una classe autonoma di soci al fine di permettere l’espressione del voto da parte di questi ultimi con la formula del silenzio-assenso.

In particolare, gli SFP rappresentano lo strumento a cui più frequentemente nella prassi si è ricorso nel contesto di operazioni di ristrutturazione, come si evince dai significativi precedenti giurisprudenziali di seguito ripercorsi.

3. Disciplina degli SFP nei precedenti giurisprudenziali

Dall’analisi dei precedenti giurisprudenziali rilevanti in materia di SFP⁷ come strumento per la ristrutturazione dell’indebitamento e la soddisfazione dei creditori, emergono alcune peculiarità connesse all’utilizzo degli stessi.

⁶ Secondo D’Attorre, in *Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d’impresa, il diritto fallimentare e delle società commerciali* n. 2/2017, “più controversa è, invece, la possibile attribuzione agli strumenti finanziari partecipativi dei diritti sociali a contenuto misto patrimoniale ed amministrativo, come il diritto di opzione ed il diritto di recesso”.

⁷ Cfr. decreto di omologazione emesso dal Tribunale di Napoli in relazione al CP n. 18/2016 della Giuseppe Bottiglieri Shipping Company S.p.A.; decreto di omologazione emesso dal Tribunale di Ravenna in relazione al CP n. 14/2018 della Cooperativa Muratori & Cementisti - CMC di Ravenna soc. coop.; decreto di omologazione emesso dal Tribunale di Roma in relazione al CP n. 63/2018 della Astaldi S.p.A..

turazione dell’indebitamento e la soddisfazione dei creditori, emergono alcune peculiarità connesse all’utilizzo degli stessi.

Anzitutto, si registra la necessità di prevedere, nell’ambito della proposta e/o nel regolamento di emissione degli strumenti, che i crediti siano convertibili in una o più *tranches*. Tale meccanismo consente infatti il soddisfacimento anche di quei crediti accertati in epoca successiva ed appostati, in un primo momento, in un fondo rischi.

In secondo luogo, i precedenti in commento confermano l’orientamento della giurisprudenza di legittimità⁸ secondo cui la conversione del credito nell’ambito delle ristrutturazioni aziendali e la conseguente assegnazione al creditore di strumenti finanziari, costituisce una *datio in solutum* che dispiega effetti estintivi irreversibili sulle obbligazioni pecuniarie originarie.

Con riguardo ai diritti patrimoniali e amministrativi attribuiti ai creditori si segnala che:

- nel caso del concordato preventivo di Astaldi S.p.A., la società aveva assegnato ai creditori un compendio di azioni e di strumenti finanziari partecipativi; con particolare riferimento agli SFP, si osserva che essi attribuivano ai titolari il diritto di percepire i proventi netti della liquidazione di taluni beni conferiti nel patrimonio destinato costituito dalla società ex art. 2447-bis c.c., il diritto di partecipare ed esprimere il proprio voto nell’assemblea speciale dei titolari di SFP e taluni diritti di informativa in relazione alle operazioni di liquidazione del patrimonio destinato medesimo;
- nel caso del concordato preventivo di Giuseppe Bottiglieri Shipping Company S.p.A., gli SFP emessi attribuivano ai titolari il diritto di ricevere gli utili e le riserve disponibili, risultanti dal bilancio di esercizio e, in caso di successiva liquidazione della società, il diritto di partecipare ai relativi proventi, il diritto di partecipare ed esprimere il proprio voto nell’assemblea speciale dei titolari di SFP su specifiche materie e diritti ed obblighi di co-vendita e di trascinamento;
- nel caso del concordato preventivo di CMC di Ravenna soc. coop., la società aveva assegnato ai

⁸ Cfr. Tribunale di Reggio Emilia, 16 aprile 2014.

propri creditori strumenti finanziari partecipativi che garantivano una percentuale minima di soddisfacimento del credito; la proposta omologata prevedeva inoltre la possibilità per i creditori di convertire gli SFP in obbligazioni, con conseguente insorgenza di un obbligo della società di rimborsare una somma ivi stabilita oltre gli interessi maturati.

Come è dunque evidente anche sulla base dei precedenti giurisprudenziali appena citati, gli SFP rappresentano strumenti dalla straordinaria flessibilità, potendo incorporare diritti di varia natura tanto patrimoniali quanto amministrativi.

4. Il rapporto tra *absolute priority rule* e strumenti finanziari

Le disposizioni che regolano, in particolare, il concordato preventivo e il concordato nella liquidazione giudiziale prevedono una rigida applicazione del rispetto dell'ordine delle cause legittime di prelazione, il quale trova fondamento nel principio della responsabilità patrimoniale del debitore e nelle regole del concorso di cui agli artt. 2740 e 2741 c.c..

Più precisamente, con riferimento al concordato preventivo, l'art. 84, comma 6, CCII stabilisce che *"Nel concordato in continuità aziendale il valore di liquidazione è distribuito nel rispetto della graduazione delle cause legittime di prelazione; per il valore eccedente quello di liquidazione è sufficiente che i crediti inseriti in una classe ricevano complessivamente un trattamento almeno pari a quello delle classi dello stesso grado e più favorevole rispetto a quello delle classi di grado inferiore"*.

Nel concordato nella liquidazione giudiziale tale principio emerge, invece, dalla lettura dell'art. 240 CCII, in virtù del quale (i) ai creditori privilegiati deve essere garantito un trattamento non deteriore rispetto all'alternativa liquidatoria (in cui per l'appunto opera l'*Absolute priority rule*) e (ii) il trattamento stabilito per ciascuna classe di creditori non può avere l'effetto di alterare l'ordine delle cause di prelazione.

L'assegnazione di titoli finanziari ai creditori dovrà dunque garantire il rispetto di detti principi. Soluzione che potrebbe essere adottata dal debitore, che intende usufruire di tale modalità alternativa di estinzione del debito, potrebbe essere quella di depositare a corredo della proposta di concordato una perizia recante il probabile valore di realizzo dello strumento, in modo tale da rappresentare al Tribunale (prima) e ai creditori (poi) il rispetto dei principi dettati dalla normativa di riferimento.

Tale criticità non sussiste invece né per il PRO, con riferimento al quale l'art. 64-bis, comma 1, CCII stabilisce una deroga espressa agli artt. 2740 e 2741 c.c., né per le altre procedure dettate dal CCII, per le quali non sono stabiliti obblighi di distribuzione delle risorse secondo l'ordine di prelazione prescritto dalla legge.

5. Emissione di strumenti finanziari alla luce dell'art. 120-quinquies CCII

Nel sistema normativo previgente, la necessità di dare esecuzione alla proposta e/o all'accordo, mal si coordinava con la facoltà dei soci di adottare in assemblea una delibera conforme agli obblighi assunti con la proposta e/o l'accordo medesimo.

Le soluzioni maggiormente adottate, per superare un eventuale ostruzionismo dei soci, erano le seguenti:

- (i) l'assunzione, in pendenza di procedura, di una delibera assembleare condizionata alla definitività del provvedimento di omologazione; e
- (ii) l'acquisizione dell'impegno dei soci a votare favorevolmente la delibera, condizionatamente all'omologazione definitiva della procedura.

Con l'introduzione dell'art. 120-quinquies CCII, il legislatore si è posto l'obiettivo di superare gli ostacoli riscontrati, nel vigore della legge fallimentare, in relazione alla realizzazione di operazioni straordinarie previste dal piano di ristrutturazione e/o concordatario omologato.

Pertanto, con l'articolo in commento è stata prevista la possibilità per il Tribunale di sostituirsi all'assemblea straordinaria della società debitrice, e di determinare dunque con la sentenza di omologazione *"la riduzione e l'aumento del capitale e le altre modificazioni statutarie nei termini previsti dal piano"*.

Ulteriore potere che è stato attribuito al Tribunale è quello di demandare agli amministratori l'adozione di ogni atto necessario a dare esecuzione al piano⁹.

⁹ Cfr. Nigro, *La nuova disciplina degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società*, ristrutturazioni aziendali.ilcaso.it, secondo cui ai sensi dell'art. 120-quinquies è la sentenza stessa del Tribunale che produce

In sintesi, l'intervento del Tribunale attraverso la sentenza di omologazione ha la funzione di garantire che le decisioni cruciali per la ristrutturazione dell'azienda siano adottate senza indugi. Questo meccanismo protegge l'azienda da comportamenti opportunistici o ostruzionistici dei soci e assicura che le misure necessarie per il risanamento siano messe in atto in modo rapido e coordinato, salvaguardando così gli interessi di tutte le parti coinvolte, in particolare dei creditori¹⁰.

6. Inapplicabilità della disciplina sulle offerte concorrenti (art. 91 CCII) alla fattispecie di ristrutturazione mediante l'ingresso di nuovi soci nel capitale

Come già accennato al par. 2.1. che precede, un profilo giuridico di interesse in caso di ristrutturazione mediante l'ingresso di nuovi soci nel capitale è se, a tale fattispecie, risulti applicabile la normativa relativa alle offerte concorrenti e, segnatamente, la procedura competitiva prevista dall'art. 91 CCII (già art. 163-bis L.F.). E ciò in quanto, a mente dell'ultimo comma dell'art. 84 CCII, *"Quando il piano prevede l'offerta da parte di un soggetto individuato, avente ad oggetto l'affitto o il trasferimento in suo favore, anche prima dell'omologazione, dell'azienda o di uno o più rami d'azienda, il giudice provvede ai sensi dell'articolo 91, comma 1"*.

Sotto la vigenza del Codice della Crisi, con ogni evidenza, non si è ancora formato un orientamento giu-

la riduzione del capitale e/o l'aumento di capitale e/o la modificazione statutaria contemplata nel piano, ferma restando la possibilità che il piano preveda modificazioni ulteriori, rispetto all'attuazione delle quali il Tribunale dovrà provvedere a rilasciare apposita autorizzazione agli amministratori.

¹⁰ D'Orsi, in *Il codice della crisi commentario*, sub. art. 120-quinquies CCII, ha inoltre evidenziato che debba ritenersi preferibile che la riduzione e/o aumento di capitale e/o modifica statutaria si realizzi direttamente per effetto del provvedimento di omologa, senza alcuna attività integrativa degli amministratori suscettibile di consentire il controllo del notaio e ciò poiché così facendo si evita *"una attività degli amministratori che risulta inutile quando è possibile l'esecuzione automatica; una attività che può inoltre consentire quell'ostruzionismo degli organi sociali che gli artt. 120-bis intendono evitare; un controllo notarile che se ha ad oggetto atti degli amministratori meramente esecutivi si risolve in una verifica sul contenuto del provvedimento di omologazione; l'eventualità di ricorso dell'organo amministrativo contro il diniego del notaio, da rivolgere proprio al tribunale "autore" del provvedimento in attesa di mera esecuzione"*. Sicché *"Non essendo concepibile un controllo notarile in ordine alle modificazioni statutarie determinate" dalla stessa sentenza di omologazione, la previsione sembra da riferire unicamente alle ulteriori modificazioni statutarie poste in essere dagli amministratori su autorizzazione del tribunale, che potranno essere iscritte nel registro delle imprese solo previo, appunto, controllo del notaio"* (cfr. Nigro, in *La nuova disciplina degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società*, ristrutturazioniaziendali.ilcaso.it).

risprudenziale in termini. Pare quindi utile fare riferimento ai precedenti ed alle tesi consolidate con riferimento alla previgente legge fallimentare, posto che – *mutatis mutandis* – le linee fondanti delle cd. *'offerte concorrenti'* restano sostanzialmente analoghe.

Il Tribunale di Roma, con la già richiamata pronuncia del 5 agosto 2019 (caso Astaldi), si è trovato a giudicare un articolato e complesso piano di concordato preventivo in continuità che prevedeva, *inter alia*, l'operazione in parola: cristallino il principio giuridico fissato da tale Tribunale, **volto ad escludere nell'ipotesi de qua l'applicazione dell'art. 163-bis L.F.** (oggi riportato nell'art. 91 CCII), sulla scorta di elementi sistematici e letterali.

Giova riportare estesamente le argomentazioni del richiamato decreto, stante la sua oggettiva chiarezza: *"non v'è dubbio che sul piano giuridico le distinte ipotesi della cessione dell'azienda e del trasferimento delle azioni o delle quote della società che dell'azienda stessa è titolare non sono in alcun modo sovrapponibili e non devono essere confuse tra loro né sul piano logico-giuridico, né sul piano della struttura e del trattamento che sono destinate a ricevere nell'ambito del concordato preventivo e più in generale delle procedure concorsuali. La prima attiene alla liquidazione degli assets che appartengono all'impresa e ne compongono il patrimonio, e che nel concordato preventivo è assoggettata alle regole volte a garantire, nel rispetto del principio della responsabilità patrimoniale, la garanzia generica dei creditori. L'ambito di operatività dell'art. 163-bis l. fall. è circoscritto alla tutela dei creditori a mezzo del patrimonio dell'impresa, che è a sua volta l'oggetto della procedura di concordato. La seconda ipotesi invece si pone e svolge "a monte" e su un piano diverso rispetto a quello relativo al patrimonio dell'impresa, mediante operazioni sul capitale delle società di appartenenza dei soci e che solo indirettamente ed attecnicamente possono aver riflessi sul sottostante patrimonio, come reso evidente dal fatto che il negozio dismissivo relativo al capitale non è svolto dalla società, ma dai soci cui appartengono le quote o le azioni. E così mentre la prima ipotesi attiene chiaramente al "trasferimento in suo favore, anche prima dell'omologazione, verso un corrispettivo in denaro o comunque a titolo oneroso dell'azienda" o ad "un contratto che comunque abbia la finalità del trasferimento non immediato dell'azienda (art. 163 bis l.f.), la seconda, proprio perché non riferibile a beni o aziende che costituiscono il patrimonio dell'impresa non è certamente assoggettabile a procedura competitiva"*.

Il Tribunale di Roma ha concluso come segue: *"estenderne la previsione (dell'art. 163-bis L.F., n.d.a.) all'in-*

tervento di soggetto terzo rispetto alla proponente che offra di acquisire il controllo mediante la sottoscrizione di una quota nell'ambito di un aumento di capitale non solo non rispetterebbe il riferimento al contratto stipulato dall'imprenditore (ma casomai stipulato dai soci) e al trasferimento dell'azienda in quanto tale, ma travalicherebbe la stessa natura e si confonderebbe i due piani concettuali e sistematici del tutto estranei tra loro, con effetti e risvolti del tutto imprevedibili nei singoli casi. L'estensione degli effetti dell'art. 163-bis l. fall. all'ipotesi in esame comporterebbe un'applicazione analogica, che non pare legittima non solo per la più volte menzionata diversità nell'ambito applicativo, ma anche perché comunque la liquidazione concorsuale costituisce un'ipotesi eccezionale rispetto alla generale libertà negoziale propria dei soci".

Queste conclusioni sono, peraltro, suffragate anche da altra giurisprudenza, attraverso l'analisi dell'art. 163-bis l. fall., che il già citato Tribunale di Roma, 5 agosto 2019, richiama.

Inequivoco, a tal proposito, è quanto affermato dal Tribunale di Napoli, 13 giugno 2018, già citato, che conviene qui riportare per esteso: *"con un'interpretazione accentuatamente sostanzialista, infatti, l'opponente finisce con l'identificare due fattispecie completamente differenti: l'ingresso nel capitale sociale di un nuovo socio, attuato attraverso una delibera di riduzione, e successivo aumento, con rinuncia al diritto di opzione, da un lato, la vendita dell'azienda, dall'altro lato. Il trasferimento del bene della società a terzi è oggetto del vincolo normativo consistente nell'attivazione di una procedura competitiva. Questo vincolo non può intendersi esteso, se non attraverso una forzata interpretazione teleologica in totale distonia con la lettera della disposizione e il suo immediato perimetro applicativo, al caso in cui la società debitrice realizza un'operazione di modificazione degli assetti proprietari, a mezzo una deliberazione di aumento del capitale sociale, rispetto alla quale i soggetti giuridici titolari dei beni oggetto di atto dispositivo (come la rinuncia al diritto di opzione) sono i soci e soltanto i soci".*

In un caso di previsione di aumento del capitale sociale successivo all'omologa del concordato, peraltro, la giurisprudenza ha del pari escluso la rilevanza dell'art. 163-bis L.F., poiché la deliberazione di aumento non è assoggettabile a quest'ultima disposizione, la cui *ratio* "è quella di assicurare massimamente il soddisfacimento dei creditori attraverso l'espletamento di una procedura competitiva che consenta di liquidare tutto o parte del patrimonio della società al miglior prezzo conseguibile sul mercato" (Trib. Vicenza, 4 ottobre 2016).

In definitiva, altro è la cessione diretta dell'azienda, alla quale si applica il procedimento competitivo oggi previsto dall'art. 91 CCII; altro è l'entrata di nuovi soci terzi, attraverso specifiche operazioni sul capitale e sui diritti collegati alle quote, funzionale alla prosecuzione dell'attività aziendale, circostanza alla quale non è rivolta la stringente disposizione di cui all'art. 163-bis L.F. (oggi art. 91 CCII).

Peraltro, tra la giurisprudenza espressasi in tal senso si può annoverare anche quella già citata in materia di concordato con assunzione, tra cui merita segnalare Trib. Forlì, 25 febbraio 2019: *"il soggetto che si propone di assumere il concordato subentra infatti nella medesima posizione attiva ma anche in quella passiva della società in concordato, sostituendosi ad essa e divenendone successore, mentre chi acquista l'azienda, uno o più rami o specifici beni dietro un determinato corrispettivo, succede solo nei singoli rapporti legati e conseguenti al bene o ai beni acquistati. Tali posizioni non possono, dunque, essere equiparate. La competizione prevista e disciplinata dall'art. 163-bis l. fall. e/o dall'art. 182 l. fall., ispirata alla ratio e alla logica di cui all'art. 107 l. fall., è solo quella che riguarda il trasferimento a titolo oneroso ad un soggetto di singoli e specifici beni, ivi compresa l'azienda o più rami di essa, non attagliandosi invece alla diversa fattispecie del subentro di un terzo nella stessa posizione complessiva della società in concordato, elemento che contraddistingue la proposta di assunzione del concordato che dovrà, pertanto, più opportunamente essere assoggettata alla specifica disciplina dettata dall'art. 163, commi da 4 a 7, l. f. all. sulle proposte concorrenti".*

Volendo trarre le fila di quanto sinora osservato, è possibile concludere nel senso che altro è cedere l'azienda, altro è il cambiamento della compagine societaria: insomma, diverso è trasferire il bene di primo grado (azienda) dal trasferire il bene di secondo grado (partecipazione); del resto, deve sottolinearsi che il tenore letterale dell'art. 163-bis L.F. e dell'art. 91 CCII (nonché del richiamo ad esso di cui all'ultimo comma dell'art. 84 CCII) è cristallino in più punti, nel circoscriverne l'applicazione al trasferimento "dell'azienda" o di uno o più "rami d'azienda" (ad evidenza, in quest'ultimo contenitore non possono ascrivere le partecipazioni "a monte"!)"¹¹.

¹¹ In questo senso M. Fabiani, *Aumento di capitale e offerte concorrenti nel concordato preventivo*, in Fall., 2018, 1383: "se il legislatore avesse voluto immettere nell'arena della competizione anche le partecipazioni dei soci avrebbe fatto ricorso a qualche locuzione più generica rispetto alle categorie descritte nell'art. 163 bis l. fall."

In conclusione e se è vero che l'effetto dell'operazione di aumento di capitale è una traslazione del controllo di un'azienda da un socio ad un altro, che entra nella compagine, è anche vero che il titolare dell'azienda resta sempre la società in concordato, il nuovo socio assume un chiaro rischio d'impresa invece non assunto da chi si renda cessionario di un'azienda, non è chiaro che cosa dovrebbe (anzi, potrebbe) essere posto in competizione (il diritto di opzione rinunciato dal socio di controllo originario oppure la proposta di investimento del nuovo socio) e ogni competizione su beni diversi da quelli di cui è proprietario il debitore in concordato si tradurrebbe in una compressione e coartazione di diritti privati in assenza di una espressa previsione legislativa.

7. Ambito di applicazione degli strumenti finanziari rispetto alle procedure del CCII

Come accennato in premessa, la ampiezza e la flessibilità delle forme di ristrutturazione dell'indebitamento e del soddisfacimento dei creditori consentono di affermare che il ricorso agli strumenti sia praticabile in ogni procedura disciplinata dal CCII e, segnatamente:

- (i) **CNC**, in quanto tale strumento - non potendo essere ricondotto all'alveo delle procedure concorsuali, poiché non presuppone (salvo particolari eccezioni) il coinvolgimento di un'autorità giudiziaria, e trovando sua naturale conclusione in una delle soluzioni alternativamete prospettate dall'art. 23 CCII - è contraddistinto da un'ampia autonomia negoziale, che consente, dunque, alla debitrice di offrire ai propri creditori utilità alternative rispetto al denaro;
- (ii) **accordi in esecuzione di piani attestati di risanamento**, in quanto anche tali strumenti, disciplinati dall'art. 56 CCII, non possono essere ricompresi tra le procedure concorsuali e sono liberamente negoziabili tra il debitore e i creditori;
- (iii) **accordi di ristrutturazione dei debiti**, in quanto, ancorché sia ormai pacifica la loro qualificazione come procedure concorsuali, essi mantengono anche nel Codice della Crisi una struttura bifasica, con la conseguenza che nella fase negoziale non può escludersi che il debitore offra ai creditori di essere soddisfatti con strumenti finanziari, anziché in denaro;
- (iv) **concordato preventivo**, in quanto con riguardo a tale procedura è il CCII stesso a chiarire che il soddisfacimento dei creditori può avvenire in "qualsiasi forma" (cfr. art. 84 CCII) e che il piano

può includere l'attribuzione ai creditori di azioni, quote, obbligazioni, anche convertibili, o altri strumenti finanziari (cfr. art. 87, comma 1, lett. d), CCII)¹²;

- (v) **concordato nella liquidazione giudiziale** in quanto, come per la procedura di cui al precedente punto (iv) che precede, l'art. 240, comma 1, lett. c), CCII, stabilisce che la proposta può includere la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso vari mezzi, compresa l'attribuzione ai creditori di azioni, quote, obbligazioni o altri strumenti finanziari;
- (vi) **PRO**, in quanto l'art. 64-bis, comma 9, CCII rinvia all'art. 87, comma 1, lett. d), confermando, anche in questo caso, che il piano deve indicare le modalità di ristrutturazione dei debiti e soddisfazione dei crediti anche mediante operazioni straordinarie, inclusa l'attribuzione ai creditori di strumenti finanziari.

Maggiori criticità interpretative potrebbero sorgere con riguardo al concordato semplificato, in quanto l'art. 25-sexies CCII ne individua la natura prettamente liquidatoria. Ad ogni buon conto, non può ragionevolmente escludersi che la società prosegua temporaneamente la propria attività in funzione di una successiva liquidazione dell'attivo a condizioni più vantaggiose, che garantirebbero, dunque, la migliore soddisfazione dei creditori, con la dovuta precisazione che la società dovrà essere in grado di sostenere le spese correnti nel periodo interinale. È questo il caso, ad esempio, delle società di costruzioni che, a progetto ultimato, potrebbero alienare le opere collaudate a valori di mercato più elevati. In tale ipotesi, la società potrebbe offrire ai propri creditori strumenti finanziari remunerati con i proventi della successiva vendita dei beni.

Con specifico riferimento, invece, alla tipologia di creditori a cui può essere proposta l'assegnazione degli strumenti finanziari, essa non può dirsi limitata ai soli creditori chirografari. Invero, la soddisfa-

¹² Sul punto Acciaro - Danovi, in *Concordato, possibile soddisfare i creditori con strumenti finanziari*, hanno rilevato che "La legittimità del soddisfacimento dei creditori chirografari mediante l'assegnazione di strumenti finanziari partecipativi (Sfp) si fonda sul principio di atipicità della proposta concordataria, previsto nella normativa fallimentare, e sulla possibilità, riconosciuta dal Codice civile, di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi". Conformemente si è espressa Gentile, in *Soddisfacimento dei crediti a mezzo dell'assegnazione di strumenti finanziari partecipativi e poteri del tribunale e del giudice delegato nella procedura di concordato preventivo*.

zione dei creditori privilegiati con modalità alternative al pagamento in denaro è infatti desumibile dal combinato disposto degli artt. 85, comma 3, e 109, comma 5, CCII, in forza del quale il legislatore ha escluso dal voto i creditori assistiti da pegno, ipoteca o privilegio *“se soddisfatti in denaro integralmente entro centottanta giorni dall’omologazione”* della procedura, lasciando dunque intendere che essi debbano essere prima classati e successivamente ammessi al voto, ove soddisfatti con modalità differenti dal denaro (ivi inclusa l’assegnazione di strumenti finanziari)¹³.

8. Conclusioni

In conclusione, l’emissione di strumenti finanziari come forma di soddisfazione dei crediti rappresenta una soluzione versatile e strategica, capace di apportare benefici sia all’impresa debitrice sia ai suoi creditori. Attraverso una gestione oculata e una pianificazione attenta, tale approccio può contribuire significativamente alla stabilità e alla crescita sostenibile dell’impresa, migliorando al contempo la sicurezza e la redditività degli investimenti dei creditori.

¹³ In senso conforme si è espresso anche M. Arato, in *Il confine dell’utilità economicamente rilevante: l’attribuzione di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, Diritto della Crisi, 2022, secondo cui *“Sicuramente il condivisibile orientamento della Cassazione che ha previsto anche la soddisfazione ultrannuale o ultrabiennale dei privilegiati purché venga loro attribuito il diritto di voto in sede di approvazione del concordato ha costituito un elemento a favore della tesi che ammette la dazione di sfp ai creditori privilegiati purché agli stessi venga attribuito il diritto di voto nel concordato”*.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
