

PhD THESIS DECLARATION

I, the undersigned

FAMILY NAME	Di Palma
NAME	Ciro
Student ID no.	1691443

Thesis title:

Le operazioni di *debt-to-equity swap* tra contratto, principio di maggioranza e conversioni forzose

PhD in	Diritto dell'impresa (<i>Law of Business and Commerce</i>)
Cycle	28 th
Student's Tutor	Prof. Mario Notari
Year of thesis defence	2017

DECLARE

under my responsibility:

- 1) that, according to Italian Republic Presidential Decree no. 445, 28th December 2000, mendacious declarations, falsifying records and the use of false records are punishable under the Italian penal code and related special laws. Should any of the above prove true, all benefits included in this declaration and those of the temporary "embargo" are automatically forfeited from the beginning;
- 2) that the University has the obligation, according to art. 6, par. 11, Ministerial Decree no. 224, 30th April 1999, to keep a copy of the thesis on deposit at the "Biblioteche Nazionali Centrali" (Italian National Libraries) in Rome and Florence, where consultation will be permitted, unless there is a temporary "embargo" protecting the rights of external bodies and the industrial/commercial exploitation of the thesis;
- 3) that the Bocconi Library will file the thesis in its "Archivio Istituzionale ad Accesso Aperto" (Institutional Registry) which permits online consultation of the complete text (except in cases of temporary "embargo");

- 4) that, in order to file the thesis at the Bocconi Library, the University requires that the thesis be submitted online by the student in unalterable format to Società NORMADEC (acting on behalf of the University), and that NORMADEC will indicate in each footnote the following information:
- PhD thesis: Le operazioni di *debt-to-equity swap* tra contratto, principio di maggioranza e conversioni forzose;
 - by **Ciro Di Palma**;
 - defended at Università Commerciale "Luigi Bocconi" – Milano in the year 2017 ;
 - the thesis is protected by the regulations governing copyright (Italian law no. 633, 22nd April 1941 and subsequent modifications). The exception is the right of Università Commerciale "Luigi Bocconi" to reproduce the same, quoting the source, for research and teaching purposes;
- 5) that the copy of the thesis submitted online to Normadec is identical to the copies handed in/sent to the members of the Thesis Board and to any other paper or digital copy deposited at the University offices, and, as a consequence, the University is absolved from any responsibility regarding errors, inaccuracy or omissions in the contents of the thesis;
- 6) that the contents and organization of the thesis is an original work carried out by the undersigned and does not in any way compromise the rights of third parties (Italian law, no. 633, 22nd April 1941 and subsequent integrations and modifications), including those regarding security of personal details; therefore the University is in any case absolved from any responsibility whatsoever, civil, administrative or penal, and shall be exempt from any requests or claims from third parties;
- 7) that the thesis is not subject to "embargo", i.e. that it is not the result of work included in the regulations governing industrial property; it was not written as part of a project financed by public or private bodies with restrictions on the diffusion of the results; is not subject to patent or protection registrations.

January 29, 2017

Ciro Di Palma

CIRO DI PALMA

**LE OPERAZIONI DI *DEBT-TO-EQUITY SWAP* TRA CONTRATTO,
PRINCIPIO DI MAGGIORANZA E CONVERSIONI FORZOSE**

Ai miei genitori

ABSTRACT

Il presente lavoro esamina taluni profili delle operazioni di riorganizzazione societaria che prevedono la conversione del capitale di credito in capitale di rischio, concentrandosi sulle regole che ne disciplinano il perfezionamento, con particolare riferimento al coinvolgimento dei creditori che vedono la propria pretesa "convertita" in partecipazione sociale.

Tali operazioni si inquadrano nel paradigma del contratto e richiedono, di conseguenza, il consenso di ciascun creditore, salve le ipotesi in cui la conversione si perfeziona a seguito di una decisione approvata a maggioranza dai creditori oppure in virtù di un provvedimento dell'autorità, senza richiedere alcuna attività negoziale.

Obiettivo preliminare della ricerca è verificare la compatibilità di ciascuna fattispecie – soprattutto nel caso in cui la conversione venga perfezionata senza il consenso dei creditori interessati - con i limiti ordinamentali. Eseguita tale verifica preliminare, si intende ricondurre le fattispecie astrattamente ammissibili al paradigma normativo di appartenenza. Di tal guisa, le conversioni perfezionate mediante il consenso di tutti i creditori coinvolti vengono ricondotte alle regole dell'accordo contrattuale, scelta sistematica che permette di giungere alla risoluzione di alcuni problemi sollevati dalla prassi. Analogamente, le conversioni perfezionate mediante una decisione raggiunta a maggioranza dai creditori e, quindi, anche in contrasto con la volontà dei creditori che non abbiano acconsentito all'operazione, vengono analizzate alla luce del quadro normativo di volta in volta applicabile (disciplina in tema di organizzazione degli obbligazionisti, norme concorsuali etc.), così da individuare i principi ai quali l'operazione deve conformarsi.

INDICE – SOMMARIO

CAPITOLO PRIMO.....	11
IMPOSTAZIONE DELLA RICERCA E DELIMITAZIONE DELLA FATTISPECIE	11
1. Impostazione e delimitazione della ricerca.....	12
2. Le operazioni di conversione del capitale di credito in capitale di rischio come riorganizzazioni conservative in grado di incidere sul patrimonio e sull'organizzazione dell'impresa societaria.	16
2.1 Gli attori dell'operazione di conversione e l'ampia platea di <i>stakeholders</i> interessati	18
2.2 La crisi d'impresa e, in particolare, le <i>turnaround situations</i> quale contesto delle operazioni di <i>debt for equity swap</i>	23
3. Il <i>favor</i> legislativo per le riorganizzazioni di impresa che contemplanò il <i>debt to equity swap</i> . Gli <i>structured bargains</i> sulla falsariga del <i>Chapter 11</i> statunitense, il trattamento fiscale delle conversioni del debito in capitale e l'esenzione da OPA obbligatoria per operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi.	26
4. La conversione del capitale di credito in capitale di rischio quale tecnica di allocazione efficiente dell'impresa in crisi. I parametri di efficienza <i>ex post</i> ed <i>ex ante</i> individuati dall'analisi economica del diritto; la maggiore efficienza delle riorganizzazioni dell'impresa rispetto alle soluzioni liquidatorie nel caso in cui l'impresa conservi un'unità funzionale; le teorie che prevedono l'eliminazione delle procedure concorsuali mediante un meccanismo di subentro automatico dei creditori ai soci. Alcune conclusioni circa l'efficienza delle riorganizzazioni poste in essere mediante <i>debt to equity swap</i>	30
5. Il problema della compatibilità della conversione "forzosa" con i vincoli di sistema e, in particolare, con alcuni principi dell'ordinamento costituzionale: la riserva di legge di cui all'art. 23 Cost., l'art. 42 Cost. in materia di proprietà e la libertà di iniziativa economica di cui all'art. 41 Cost.	39
CAPITOLO SECONDO	50
LE OPERAZIONI DI DEBT FOR EQUITY SWAP RICONDUCEBILI AL PARADIGMA DEL CONTRATTO	50
1. Le operazioni di <i>debt for equity swap</i> riconducibili al paradigma del contratto. Il "contratto di sottoscrizione" e i negozi ad esso funzionalmente collegati.	51

2. L'aumento di capitale quale schema ricorrente di "contratto di sottoscrizione" nelle operazioni di *debt for equity swap*. Inquadramento dell'aumento di capitale come contratto consensuale..... 52
3. Adempimento dell'obbligo di sottoscrizione mediante compensazione. Superamento dei problemi sollevati dalla giurisprudenza in merito alla tutela dell'effettività del capitale sociale e al rispetto della disciplina in materia di conferimenti di crediti..... 61
4. Alcuni schemi alternativi rispetto all'aumento di capitale: (i) emissione di nuove azioni mediante frazionamento delle azioni esistenti e successiva cessione ai creditori; (ii) cessione ai creditori di azioni proprie della società; (iii) sottoscrizione da parte dei creditori di strumenti finanziari partecipativi; (iv) sottoscrizione da parte dei creditori di obbligazioni convertibili o convertende. Riconducibilità di tali schemi alternativi al paradigma del contratto. 67
5. Riconducibilità dell'aumento di capitale e degli altri negozi ad esso alternativi al paradigma contrattuale. Analisi della fattispecie sul piano dinamico e concreto della "funzione economico-individuale" ed estensione dello spettro di indagine alla complessiva operazione economica di *debt for equity swap*. 71
6. Segue: descrizione dell'operazione economica di *debt for equity swap*. Conversione diretta – perfezionata direttamente tra la società e i creditori - e indiretta – perfezionata mediante l'interposizione di un veicolo societario appositamente costituito. Lo *shifting* del debito mediante accollo o cessione del credito..... 80
7. Soluzione di alcuni problemi mediante la ricostruzione della fattispecie come "operazione economica": la causa dell'accollo e la certezza del credito da compensare; la sorte delle garanzie del credito..... 86
8. Alcune conclusioni: l'analisi del *debt for equity swap* mediante il principio consensualistico e l'ausilio di alcuni strumenti del diritto civile quali la causa concreta e il collegamento negoziale, che consentono di inquadrare il contratto di sottoscrizione e i negozi ad esso collegati come unitaria "operazione economica" risolvendo alcuni problemi applicativi evidenziati dalla prassi. 95

CAPITOLO TERZO.....	97
LE OPERAZIONI DI <i>DEBT FOR EQUITY SWAP</i> NON RICONDUCEBILI AL PARADIGMA DEL CONTRATTO. TRA PRINCIPIO MAGGIORITARIO E CONVERSIONI FORZOSE.....	97
SEZIONE I.....	98
CONVERSIONE A MAGGIORANZA DI TITOLI OBBLIGAZIONARI	98
1. Il quesito: convertibilità del credito obbligazionario in azioni mediante delibera adottata a maggioranza dall'assemblea degli obbligazionisti. I profili di immediata evidenza nella disciplina del codice civile: sussistenza di un interesse comune degli obbligazionisti; alterità e interazione tra società emittente e organizzazione di categoria.	99
2. Segue: le principali funzioni attribuite all'assemblea degli obbligazionisti nella duplice prospettiva dei portatori e della società emittente.	106
3. La competenza assembleare in materia di modificazioni delle condizioni del prestito. Il superamento degli orientamenti tradizionali mediante l'interpretazione letterale, sistematica, teleologica ed evolutiva della norma codicistica.	110
4. Alcuni corollari. Autonomia privata e derogabilità delle competenze attribuite all'assemblea.	125
5. Segue: il caso del prestito obbligazionario sottoposto a legge estera che consenta la conversione a maggioranza.....	127
6. Alcune conclusioni. Ammissibilità della conversione dei titoli obbligazionari in azioni mediante delibera assunta a maggioranza dall'assemblea degli obbligazionisti. Alcuni corollari: derogabilità convenzionale delle competenze e sottoposizione del prestito obbligazionario a legge straniera.	136
SEZIONE II.....	138
CONVERSIONE A MAGGIORANZA E PROCEDURE CONCORSUALI	138
1. La conversione del credito nelle procedure concorsuali. L'attribuzione di partecipazioni e/o strumenti finanziari ai creditori quale soluzione espressamente contemplata dalla Riforma del diritto fallimentare.	139

2.	Segue: contenuto della proposta di concordato nel caso di attribuzione di partecipazioni ai creditori e necessari accorgimenti per garantire il rispetto della <i>par conditio creditorum</i>	141
3.	Il procedimento negoziale di conversione nel concordato preventivo. La domanda di ammissione al concordato preventivo e l'accettazione dei creditori mediante decisione presa a maggioranza nell'adunanza.	146
4.	La risoluzione del concordato preventivo nel caso di assegnazione di partecipazioni ai creditori. I diversi casi di inadempimento astrattamente configurabili; valutazione della gravità dell'inadempimento, effetti della risoluzione e, in particolare, intangibilità della conversione.	152
SEZIONE III		171
CONVERSIONE FORZOSA PERFEZIONATA IN VIRTÙ DI UNA DECISIONE DELL'AUTORITÀ. IL CASO DEL BAIL IN		171
1.	Quadro normativo di riferimento europeo e nazionale.....	172
2.	(Segue) Il <i>bail-in</i> nel quadro della direttiva europea BRRD e del decreto legislativo n. 180/2015.	181
3.	Il carattere forzoso della conversione nella fattispecie del <i>bail-in</i> . Assenza di partecipazione volitiva dei creditori coinvolti nella conversione ed estraneità dell'istituto al paradigma del contratto.....	184
4.	Alcune considerazioni sulla compatibilità del <i>bail-in</i> con l'ordinamento costituzionale e, in particolare, con le norme di cui agli articoli 23 (in relazione all'acquisizione forzata dello <i>status</i> di socio), 42 (in relazione alla privazione del diritto di proprietà), e 47 (in relazione alla necessità di tutelare il risparmio dei creditori titolari di depositi bancari).	187
5.	La tutela giurisdizionale dei creditori avverso il provvedimento dell'autorità di risoluzione che dispone il <i>bail-in</i> . Ulteriori profili di rilevanza costituzionale, in particolare con riferimento alle norme di cui agli articoli 113 e 24 Cost.	196
INDICE DELLA GIURISPRUDENZA		204
INDICE DELLE MASSIME NOTARILI.....		212
BIBLIOGRAFIA		213

CAPITOLO PRIMO
IMPOSTAZIONE DELLA RICERCA E DELIMITAZIONE DELLA
FATTISPECIE

1. Impostazione e delimitazione della ricerca.

Il presente lavoro esamina taluni profili delle operazioni di riorganizzazione societaria che prevedono la conversione del capitale di credito in capitale di rischio al fine di agevolare il riequilibrio patrimoniale e finanziario dell'impresa in difficoltà e, al contempo, garantire ai creditori che vi partecipano una più immediata soddisfazione. L'analisi si concentra sulle regole che disciplinano il perfezionamento dell'operazione, con particolare riferimento al coinvolgimento dei creditori che vedono la propria pretesa "convertita" in partecipazione sociale.

In linea di principio l'operazione s'inquadra nel paradigma del contratto e richiede, di conseguenza, il consenso di ciascun creditore. In alcuni casi, tuttavia, la conversione può realizzarsi anche senza il consenso di tutti i creditori coinvolti. Ciò avviene, ad esempio, quando l'operazione si perfeziona a seguito di una decisione approvata a maggioranza dal ceto dei creditori, spiegando i propri effetti anche su quelli che non hanno acconsentito all'operazione, oppure quando la stessa si conclude in virtù di un provvedimento dell'autorità, senza richiedere alcuna attività negoziale.

Le ipotesi di "conversione forzata" sono da lungo tempo oggetto di dibattito.¹ Da una parte, infatti, si auspica che i legislatori adottino soluzioni in grado di ridurre il costo sociale della crisi mediante un'allocazione più efficiente dell'impresa, anche sacrificando, se necessario, l'autonomia privata dei creditori,² dall'altra vi sono perplessità circa la compatibilità di tali soluzioni con l'ordinamento giuridico di

¹ Si vedano, a tal proposito, le considerazioni di J. C. COFFEE JR. e W. A. KLEIN, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, 58 *U. Chi. L. Rev.* 1207 (1991), sulle quali si ritornerà con maggiore ampiezza nel corso del lavoro.

² Sul tema, F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, 1, 57 ss.

appartenenza, specie perché l'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori e la conseguente acquisizione dello *status* di soci comportano un mutamento della causa giuridico-economica del rapporto e, secondo alcuni, anche l'assunzione di obblighi e responsabilità.³

La prima parte del lavoro (Capitolo Secondo) esamina le ipotesi in cui l'operazione si perfeziona in base alle regole che disciplinano la formazione dell'accordo contrattuale, richiedendo l'adesione di tutti i creditori coinvolti nella conversione. Il negozio centrale è generalmente un aumento di capitale riservato ai creditori, i quali eseguono il conferimento mediante compensazione del proprio credito con quello vantato dalla società in seguito alla sottoscrizione. In alternativa, i creditori accettano di estinguere i propri crediti a fronte dell'assegnazione di azioni già emesse o di strumenti di *quasi-equity*. In ogni caso il regolamento di interessi non si limita a contemplare l'alienazione delle azioni o degli strumenti finanziari in favore dei creditori ma comprende una serie di negozi funzionalmente collegati tra loro richiedendo, pertanto, un angolo visuale più ampio di quello del contratto, comprendente l'intera operazione economica di *debt for equity swap*. Il più ampio perimetro di indagine consente la corretta individuazione della causa concreta dell'operazione divisata, che non coincide con la funzione astratta dell'aumento di capitale o della sottoscrizione di strumenti finanziari (apporto di nuovi fondi al patrimonio della società), ma consiste nella riorganizzazione e/o ristrutturazione del debito della società emittente. La causa concreta dell'operazione economica permea

³ E. NORELLI, *Il giudizio di omologazione nel concordato preventivo*, in F. DI MARZIO (a cura di), *La crisi d'impresa. Questioni controverse del nuovo diritto fallimentare*, Padova, 2010, 417 s., nota 10; F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Milano, 2011, 222 s. (nota 124). Sul punto si v. *amplius*, pagg. 42-43 e, in particolare, nota 82 *infra*.

tutti i contratti di cui la stessa si compone e costituisce un riferimento ermeneutico fondamentale per la risoluzione di alcuni problemi sollevati dalla prassi delle operazioni di *debt for equity swap*.

La seconda parte del lavoro (Capitolo Terzo) esamina alcune fattispecie ove la conversione del credito in capitale di rischio si perfeziona secondo regole diverse da quelle che prevedono il consenso di tutti i creditori coinvolti.

La prima delle fattispecie prese in considerazione (Capitolo Terzo, Sezione I) è quella dei prestiti obbligazionari, ove la conversione può perfezionarsi con il voto favorevole della maggioranza degli obbligazionisti. A tale risultato si perviene mediante un'interpretazione dell'articolo 2415, 1° co. n. 2 e n. 5 c.c. – che attribuisce all'assemblea degli obbligazionisti la competenza a deliberare a maggioranza sulle modificazioni delle "condizioni di prestito" e sulle altre materie di interesse comune degli obbligazionisti – diversa rispetto a quella proposta dalla dottrina tradizionale e basata sull'utilizzo rigoroso delle tecniche ermeneutiche.

La seconda fattispecie presa in considerazione (Capitolo Terzo, Sezione II) riguarda talune procedure concorsuali come il concordato preventivo, ove l'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori rappresenta una delle soluzioni espressamente contemplate dalla Riforma del diritto fallimentare. Anche in tali casi le regole che disciplinano la formazione dell'accordo contrattuale subiscono delle deroghe, per cui il ceto creditorio decide a maggioranza la soluzione preferibile della crisi d'impresa. La deliberazione adottata a maggioranza dovrà conformarsi ad alcuni principi vigenti in materia di procedure concorsuali e, in particolare, alla *par conditio creditorum* e

all'interesse comune dei creditori. Alcune considerazioni sono inoltre dedicate alla risoluzione del concordato che si verifichi in un momento successivo alla conversione. La terza fattispecie considerata dal lavoro (Capitolo Terzo, Sezione III) ricorre quando la conversione del credito in capitale sociale si realizza in virtù di un provvedimento dell'autorità pubblica. In tali casi l'operazione non contempla alcuna partecipazione volitiva dei creditori, né mediante la prestazione del consenso né mediante l'esercizio del diritto di voto nell'ambito di un organo collegiale. È questo il caso del *bail-in* previsto dalla direttiva 2014/59/UE e dal d. lgs. 80/2015, che istituiscono un "*quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento*".

La ricerca si propone di approdare ad una ricostruzione sistematica dei problemi sollevati dalla prassi economica delle operazioni di *debt for equity swap* che consenta, collocando le diverse ipotesi di conversione in una più vasta e comprensiva organizzazione concettuale, di verificarne la compatibilità con i principi dell'ordinamento. In particolare, obiettivo preliminare è verificare la compatibilità di ciascuna fattispecie di conversione – specie nel caso in cui essa venga perfezionata senza il consenso dei creditori - con i limiti ordinamentali, con particolare riguardo ad alcune norme della Costituzione. Eseguita tale verifica preliminare, il presente lavoro intende ricondurre le fattispecie astrattamente ammissibili nel nostro ordinamento al proprio paradigma normativo di appartenenza. Di tal guisa, le conversioni perfezionate mediante il consenso di tutti i creditori coinvolti vengono ricondotte alle regole dell'accordo contrattuale, scelta sistematica che permette di giungere alla risoluzione di problemi sollevati dalla prassi, specie nel caso in cui la conversione

viene realizzata mediante un veicolo societario interposto tra i creditori e l'impresa debitrice. Analogamente, le conversioni perfezionate mediante una decisione raggiunta a maggioranza dai creditori interessati e, quindi, anche in contrasto con la volontà dei creditori che non abbiano acconsentito all'operazione, vengono analizzate alla luce del quadro normativo di volta in volta applicabile (disciplina in tema di organizzazione degli obbligazionisti, norme concorsuali), così da individuare i principi ai quali l'operazione deve conformarsi.

2. Le operazioni di conversione del capitale di credito in capitale di rischio come riorganizzazioni conservative in grado di incidere sul patrimonio e sull'organizzazione dell'impresa societaria.

Le operazioni di conversione del capitale di credito in capitale di rischio, anche definite con la locuzione inglese "*debt for equity swap transactions*",⁴ sono riorganizzazioni conservative dell'impresa societaria consistenti nella conversione, immediata o differita, attuale o potenziale, diretta o indiretta, di taluni diritti di credito in capitale di rischio⁵ o in altri titoli rappresentativi del capitale finanziario, per

⁴ W. I. HIRSCHHORN - M. A. YOUNGERS, *Valuation and Major Debt-Equity Swaps*, in *American Bankruptcy Institute Journal*, 1994. Non sembra corretta la traduzione letterale in italiano "*una società scambia le obbligazioni contratte (debt) con le azioni o partecipazioni a capitale di nuova emissione (equity)*" utilizzata da 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, 272.

⁵ È frequente che le operazioni in oggetto contemplino l'emissione di azioni di categoria speciale (*preferred shares*, negli ordinamenti anglosassoni), specie quando alcuni terzi investitori decidono di partecipare all'operazione insieme ai creditori sottoscrivendo una parte delle azioni di nuova emissione. In tali casi, l'operazione viene congegnata in modo da attribuire una posizione di vantaggio a tali nuovi investitori in termini di distribuzione di utili e partecipazione alle perdite rispetto alla posizione dei creditori. A questi ultimi, tuttavia, viene generalmente attribuita una posizione privilegiata circa la partecipazione agli utili e alle perdite rispetto ai vecchi azionisti. Nella prassi inglese, ad esempio, i creditori che convertono il proprio credito sono soliti richiedere in cambio azioni con caratteristiche che le avvicinino quanto più possibile al debito. Tale necessità è generalmente soddisfatta mediante l'emissione di *redeemable preference shares*, che garantiscono il diritto a ricevere i dividendi in via prioritaria rispetto agli altri soci e prevedono l'obbligo di acquisto dei titoli da parte della società (*redemption*) al verificarsi di determinate condizioni. Si veda, sul punto, F. BRUNO –

effetto delle quali taluni creditori, in seguito all'estinzione, totale o parziale, del proprio diritto di credito, acquistano (o possono acquistare, a seconda dei casi) lo *status* di soci (e, se del caso, il controllo della società) oppure quello di portatori di diversi strumenti finanziari.⁶

Le operazioni di *debt for equity swap* rientrano nella categoria delle decisioni strategiche o "di alta gestione" aventi ad oggetto la modificazione della struttura organizzativa, patrimoniale e/o finanziaria della società al fine di adeguarla alle esigenze che si palesano nel corso della vita dell'impresa, specie in occasione della crisi.⁷

Uno dei mutamenti principali prodotti dalla conversione si registra nello stato patrimoniale dell'impresa e consiste nel riequilibrio del rapporto tra debito ed *equity* (c.d. *gearing*),⁸ che si verifica sia nel caso in cui l'operazione contempra l'emissione di nuove azioni da attribuire ai creditori, sia nel caso in cui questi ultimi ricevano strumenti finanziari diversi dalle azioni (c. d. *quasi-equity*). Nel caso di emissione di nuove azioni l'operazione determina, inoltre, l'ampliamento della compagine sociale a favore dei creditori che, in seguito alla sottoscrizione delle azioni di nuova emissione,

P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito dei restructuring in Italia, Germania e UK*, cit., 273 s e 290.

⁶ F. GUERRERA - M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. soc.*, 2008, I, 20. L'acquisizione di una partecipazione sociale di controllo da parte dei creditori coinvolti nell'operazione di conversione sembra particolarmente ricorrente, specie nella recente esperienza anglosassone, ove la partecipazione conservata dai soci preesistenti è solitamente simbolica. Nel caso in cui, invece, l'operazione contempra l'iniezione di nuovi capitali da parte di sponsor o nuovi investitori, sono generalmente questi ultimi ad acquisire il controllo dell'impresa, mentre ai creditori viene riservata una partecipazione di minoranza. Si veda, a titolo esemplificativo, la tabella riportata da K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, in *European Company Law*, 7, no. 2 (2010), 57 s.

⁷ F. GUERRERA - M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, cit., 19.

⁸ K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, cit., 51, ove si parla di "*restructuring of a corporate debtor with the relevant creditors receiving equity interests in the debtor in exchange for the reduction of their debt claims against it*".

acquistano lo *status* di soci, nonché la diluizione e, in alcuni casi, l'azzeramento delle partecipazioni detenute da quelli preesistenti.

2.1 Gli attori dell'operazione di conversione e l'ampia platea di *stakeholders* interessati

Protagonisti delle operazioni in esame sono, da una parte, la società-debitrice, ossia i soci e gli amministratori della stessa e, dall'altra, i creditori che convertono la propria pretesa in *equity* o *quasi-equity*.⁹

I soci possono avere interessi contrastanti rispetto al perfezionamento dell'operazione, dal momento che essa consente di risolvere lo squilibrio patrimoniale dell'impresa aumentando la capacità di far fronte all'indebitamento¹⁰ ma li espone al rischio di perdere il controllo della società e vedere diluite o azzerate le proprie partecipazioni.¹¹

Anche gli amministratori possono avere inclinazioni contrastanti rispetto all'operazione. In linea di principio, essi dovrebbero essere favorevoli alla ricapitalizzazione della società al fine di evitare l'insolvenza e, con essa, il rischio di essere convenuti in un processo per responsabilità civile¹² e, in alcuni ordinamenti,

⁹ A tali categorie, nel caso di riorganizzazione posta in essere nel contesto di una procedura concorsuale, occorre aggiungere lo Stato, che interviene nella riorganizzazione mediante il potere giudiziario, cui si aggiunge, in alcuni casi, il potere amministrativo. In tal senso, L. STANGHELLINI, *Creditori "forti" e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Società*, 2006, 378.

¹⁰ K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, cit., 51.

¹¹ Effetti che, evidentemente, i soci potrebbero essere disposti ad accettare quando vi è un concreto rischio d'insolvenza che, materializzato, porterebbe all'avvio di una procedura concorsuale liquidatoria. F. BRUNO – P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito dei restructuring in Italia, Germania e UK*, cit., 272.

¹² La responsabilità degli amministratori per mancata o ritardata messa in liquidazione della società (negli ordinamenti anglosassoni nota come *wrongful trading liability*) è rinvenibile in tutti gli

anche penale¹³ per non aver tempestivamente attivato il procedimento di liquidazione. Per altre ragioni, tuttavia, gli *incumbent manager* potrebbero opporsi al perfezionamento dell'operazione, specie se essa determina il passaggio del controllo dell'impresa ai creditori. In tale ipotesi, infatti, è verosimile che i nuovi soci di maggioranza preferiscano sostituire gli amministratori in carica con nuovi *manager* di propria fiducia, con ovvie ripercussioni sulla reputazione degli *incumbent manager*.¹⁴ Gli amministratori potrebbero essere interessati a favorire il successo della riorganizzazione nel caso in cui siano anche titolari di partecipazioni al capitale della società (azioni, *stock option* o altri diritti sul capitale sociale) o di titoli cc.dd. *equity-linked*, così da valorizzare il proprio investimento,¹⁵ sempre che l'ingresso dei nuovi soci non comporti la diluizione o l'azzeramento delle loro partecipazioni.¹⁶

Passando ai creditori, il loro ruolo cruciale si coglie considerando che senza la loro partecipazione attraverso lo scambio tra *debt* ed *equity* gli azionisti non avrebbero

ordinamenti dei paesi occidentali. A titolo esemplificativo, v. artt. 2446 e 2447 c.c. e *Section 214 del British Insolvency Act*.

¹³ La legislazione tedesca, all'articolo 84 della legge sulle società di capitali (*Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, GmbHG*) del 20 aprile 1892, prevede che chiunque ometta, nella propria carica di amministratore, di comunicare ai soci una perdita pari almeno alla metà del capitale sociale può essere condannato a pena detentiva non superiore a tre anni o a multa. Ove, poi, tale omessa comunicazione sia imputabile a negligenza, la pena detentiva non potrà superare un anno. Una traduzione in inglese del testo normativo è rinvenibile al link http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_gmbhg/englisch_gmbhg.html.

¹⁴ In tal senso, v. anche K. AYOTTE & D. A. SKEEL, *An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 425 (2006), 428. Sul punto, v. R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, 3 *Am. Bankr. Inst. L. Rev.*, 1995, 89, che evidenziano come tale rischio potrebbe indurre gli amministratori in carica a sovrastimare le possibilità che l'impresa superi lo stato di crisi senza procedere alla riorganizzazione e ostacolarne la diffusione di informazioni veritiere circa lo stato di crisi dell'impresa. Sul punto, vedi anche il classico di M. C. JENSEN – W. H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *J. Fin. Econ.*, 305, 334-37 (1976).

¹⁵ R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 89.

¹⁶ K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, cit., 51. Sul punto, cfr. anche R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 86, che sottolineano come, d'altra parte, i *manager* che hanno investito parte delle proprie risorse in azioni o *stock option* dovrebbero essere interessati a qualsiasi iniziativa che recuperi il valore dell'impresa e, quindi, dei titoli posseduti.

interesse ad intervenire con propri apporti nella ricapitalizzazione della società, dal momento che la quota di sottoscrizioni necessaria a riequilibrare lo sbilancio patrimoniale sarebbe destinata esclusivamente a soddisfare le pretese dei creditori, senza alcun vantaggio per gli azionisti esistenti, già protetti dalla responsabilità limitata.¹⁷ La partecipazione alle operazioni in discorso non riguarda, tuttavia, l'intero ceto dei creditori ma solo alcuni di essi, i cc. dd. creditori "forti", ovvero i creditori finanziari¹⁸ che singolarmente detengono quote rilevanti dell'indebitamento della società¹⁹ e che hanno maggiore potere decisionale circa l'opportunità di procedere alla riorganizzazione. Ciò non solo perché detengono quote maggioritarie dell'indebitamento complessivo dell'impresa (e, pertanto, la loro adesione alla riorganizzazione risulta decisiva per il risanamento patrimoniale e finanziario), ma anche perché sono dotati di particolari competenze professionali e di maggiori informazioni circa la situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa debitrice, che consentono loro di individuare prima e meglio degli altri creditori l'opportunità di una riorganizzazione. I creditori forti, inoltre, risultano generalmente decisivi per garantire la continuità dell'impresa mediante la concessione di nuova finanza, specie se hanno erogato finanziamenti a medio e lungo termine in favore della stessa.²⁰ In tal caso, infatti, potrebbero preferire la conversione e l'erogazione di nuova finanza rispetto alla prospettiva di iscrivere nel proprio bilancio la perdita derivante dal mancato

¹⁷ F. BRUNO – P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito del restructuring in Italia, Germania e UK*, cit., 273.

¹⁸ L. STANGHELLINI, *Creditori "forti" e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, cit., 379. Il ruolo dei creditori "forti" appare ancor più cruciale quando agli stessi è richiesto di erogare nuova finanza nel contesto della riorganizzazione. Sul punto, v. K. AYOTTE & D. A. SKEEL, *An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice*, cit., 464. In senso analogo, T.M. UBERTAZZI, *Gli accordi per i risanamenti delle imprese in crisi. Profili civilistici*, Napoli, 2014, 12 s.

¹⁹ F. GUERRERA - M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, cit., 19.

²⁰ L. STANGHELLINI, *Creditori "forti" e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, cit., 378 ss.

rimborso del finanziamento e, successivamente, insinuarsi in una procedura concorsuale liquidatoria che difficilmente consentirebbe loro di recuperare una parte significativa del capitale erogato.²¹

Altra categoria di creditori potenzialmente interessati a partecipare alla conversione è rappresentata dagli obbligazionisti e, in generale, da coloro i quali hanno effettuato investimenti speculativi in titoli di debito emessi dall'impresa in crisi. La conversione, infatti, non solo eviterebbe la falciatura derivante dall'apertura di una procedura concorsuale liquidatoria ma consentirebbe loro di entrare in possesso di partecipazioni sociali che potrebbero, nel medio o lungo termine, tradursi in ritorni molto maggiori rispetto a quelli solitamente associati all'erogazione di un finanziamento (c.d. *upside opportunity*). È proprio tale opportunità che potrebbe indurli ad accettare la conversione della propria posizione da *fixed claimant* a *residual claimant*.²²

²¹ F. BRUNO – P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito del restructuring in Italia, Germania e UK*, cit., 272; F. DI MARZIO, *La crisi d'impresa. Questioni controverse del nuovo diritto fallimentare*, Padova, 2010, 57. Si è notato che gli ordinamenti ove vige la *equitable subordination doctrine* si sono rivelati meno propensi ad accogliere riorganizzazioni conservative che contemplino la conversione del debito in capitale di rischio. Tale dottrina equipara i finanziamenti erogati alla società divenuta insolvente a conferimenti di capitale di rischio. Di conseguenza, nell'ambito di procedure di insolvenza, tali finanziamenti possono essere rimborsati solo e nella misura in cui tutti i creditori della procedura siano stati già soddisfatti. Si comprende, quindi, la ritrosia dei creditori a diventare soci di imprese che potrebbero essere successivamente dichiarate insolventi. È molto probabile, infatti, che l'impresa in crisi, oltre a procedere alla conversione estinguendo una parte del proprio debito, abbia anche bisogno di nuova finanza, presumibilmente proveniente dagli stessi creditori che hanno acconsentito alla conversione. In tali casi, qualsivoglia pretesa creditoria degli stessi, divenuti soci dell'impresa, sarebbe soddisfatta subordinatamente alle pretese creditorie di tutti gli altri finanziatori estranei alla compagine sociale. In tal senso, K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, cit., 54 e 56.

²² K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, cit., 52; F. FIMMANÒ, *L'allocatione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, cit., 64. Si è evidenziato peraltro che nell'ambito dei creditori interessati potenzialmente a partecipare alla conversione, i creditori più *senior* propendono per soluzioni che escludono gli altri creditori dall'operazione, così da consentire ai primi di ottenere una maggiore valorizzazione della propria pretesa creditoria quando si tratterà di convertire la stessa in un certo numero di azioni. In questi termini, K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, cit., 58: "we expect senior creditors looking for ways to disenfranchise out-of-money junior creditors and therefore expect valuations to be a hot topic and for

La vasta platea degli *stakeholders* interessati all'operazione di *debt to equity swap* non può di certo dirsi esaurita con le categorie qui prese in esame. Come in tutte le riorganizzazioni dell'impresa l'operazione lambirà gli interessi di tutti i soggetti interessati ad "acquisire i beni, il patrimonio, l'attività o il valore della società".²³ Entro tale ampia categoria rientrano i lavoratori,²⁴ le imprese concorrenti e quelle legate da rapporti di collaborazione con l'impresa da riorganizzare, nonché lo Stato, che potrebbe dover sopportare una parte dei costi diretti o indiretti connessi all'operazione²⁵. Quanto, ad esempio, ai creditori non direttamente coinvolti nell'operazione²⁶ e, segnatamente, i creditori commerciali dell'impresa, essi potrebbero essere interessati al perfezionamento della stessa dal momento che, senza un'adeguata ricapitalizzazione, aumenterebbe il rischio che l'impresa resti insolvente.²⁷

shifting of centres of main interests of debtors to jurisdictions that provide for this to become more prevalent".

²³ F. GUERRERA - M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, cit., 19; G. ANDREANI - A. TRON, *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito. Aspetti economico-aziendali, fiscali e di bilancio alla luce del nuovo principio contabile OIC 6*, Milano, 2012, 46.

²⁴ G. COVINO - L. JEANTET, *Concordato: conversione forzata di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente* (nota a Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014), in www.ilfallimentarista.it, 2;

²⁵ L. STANGHELLINI, *Creditori "forti" e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, cit., 378. Alcune considerazioni sui costi sopportati dallo Stato nell'ambito delle crisi bancarie sono rinvenibili *infra*, nella Sezione III del Capitolo Terzo.

²⁶ T.M. UBERTAZZI, *Gli accordi per i risanamenti delle imprese in crisi. Profili civilistici*, cit., 13. Non si può escludere, tuttavia, che i creditori commerciali partecipino all'operazione. Ciò potrebbe teoricamente accadere nel caso in cui tali creditori ravvisino nell'investimento sotteso alla conversione possibili sinergie e strategie economiche che giustificano l'ingresso nella compagine sociale dell'impresa debitrice. Così, F. BRUNO - P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito dei restructuring in Italia, Germania e UK*, cit., 280.

²⁷ F. BRUNO - P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito dei restructuring in Italia, Germania e UK*, cit., 279. K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, cit., 52, che rileva come in molti casi i creditori commerciali accelerano il processo che conduce alla conversione in quanto, dopo aver percepito la situazione di crisi finanziaria, chiedono una revisione dei termini contrattuali adoperati con l'impresa stessa.

2.2 La crisi d'impresa e, in particolare, le *turnaround situations* quale contesto delle operazioni di *debt for equity swap*.

La conversione del capitale di credito in capitale di rischio costituisce uno strumento mediante il quale far fronte alla mancanza di cassa e/o allo squilibrio patrimoniale e si colloca, pertanto, nel contesto della crisi d'impresa.²⁸ Per circoscrivere tale tipologia di crisi alcuni aziendalisti hanno elaborato la categoria delle "*turnaround situations*", che ricorrono quando, in ragione della particolare situazione finanziaria, è prevedibile che l'impresa diventerà insolvente in assenza di correttivi a breve termine.²⁹ Le situazioni di squilibrio finanziario (*financial distress*) in discorso vanno distinte da quelle più gravi di crisi economica (*economic distress*), ipotesi nella quale il conto economico presenta un valore della produzione (*output*) inferiore ai costi (*input*), di talché la continuazione dell'attività di impresa non farebbe altro che moltiplicare gli oneri sociali della crisi, che sarebbero sostenuti inevitabilmente dalla collettività degli *stakeholders* senza alcuna possibilità di recupero. Anche nelle situazioni di *distress* finanziario l'impresa non è in grado di far fronte ai propri costi e,

²⁸ K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe, cit.*, 51, che definisce le operazioni di *debt-for-equity swap* come un "*corporate rescue tool*". In tal senso, anche F. BRUNO – P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito dei restructuring in Italia, Germania e UK, cit.*, 272; K. WHELAN, *A massive debt for equity swap to stave off crisis, The banking crisis*, 15 marzo 2011, rinvenibile all'indirizzo [web https://dublinnotes.wordpress.com/2011/03/15/karl-whelan-a-massive-debt-for-equity-swap-to-stave-off-crisis](https://dublinnotes.wordpress.com/2011/03/15/karl-whelan-a-massive-debt-for-equity-swap-to-stave-off-crisis). Le operazioni di *debt to equity swap* sono state e sono tuttora largamente utilizzate dagli stati, specie da quelli in via di sviluppo, per la ristrutturazione del debito pubblico. Si veda, in argomento, L. MAKTOUF, *Some reflections on Debt-for-Equity Conversion*, in 23 *Int'l L.* 909, 1989.

²⁹ S. SLATTER – D. LOVETT, *Corporate Turnaround*, Londra, 2009, 1, i quali precisano che la definizione è tanto ampia da comprendere sia situazioni nelle quali vi è una crisi di liquidità sia situazioni ove tale crisi non si è ancora manifestata. Analogamente, anche L. GUATRI, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, 1995, 155 ss. e 203 ss.; R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law, cit.*, 88 che, efficacemente, sottolineano: "*Financial distress, on the other hand, does not necessarily imply that a firm should be shut down. Financial distress occurs when a firm cannot pay its bills. This failure to pay its bills results solely from the firm's capital structure*".

in particolare, a quelli finanziari.³⁰ Tale circostanza, però, è riconducibile solo ed esclusivamente alla squilibrata struttura del patrimonio, ovvero al fatto che l'impresa ha contratto più debiti di quanti non fosse in grado di ripagare ed è plausibile, pertanto, che la gestione caratteristica generi ricavi superiori rispetto al costo della produzione e che per far fronte alla crisi sia sufficiente ristabilire l'equilibrio patrimoniale.³¹

Le *turnaround situations* sono crisi di carattere temporaneo che, in quanto non strutturali e irreversibili, lasciano spazio a ragionevoli prospettive di riequilibrio finanziario nel breve o medio periodo.³² Alcuni possibili indici rivelatori di tali situazioni di crisi – solitamente rilevabili mediante i dati di bilancio e l'analisi per indici o flussi³³ - sono l'insufficienza della cassa a soddisfare le esigenze connesse alla gestione caratteristica a breve termine,³⁴ lo squilibrio tra capitale di credito e capitale di rischio (c.d. *gearing*), ove il primo risulta troppo elevato rispetto al secondo, e l'inappropriata struttura dell'indebitamento, che ricorre quando l'impresa abbia fatto eccessivo ricorso a finanziamenti a breve termine rispetto quelli a medio e lungo termine.³⁵ In presenza di tali circostanze gli usuali rimedi contrattuali come moratorie, consolidamento delle linee di credito e/o riscadenziamento dei debiti non

³⁰ In argomento, G. ANDREANI - A. TRON, *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, cit., 5 ss.

³¹ R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 88; G. ANDREANI - A. TRON, *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, cit., 1 s. In argomento, v. anche L. GUATRI, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, 1995.

³² F. BRUNO – P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito dei restructuring in Italia, Germania e UK*, cit., 278.

³³ G. ANDREANI - A. TRON, *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, cit., 5.

³⁴ S. SLATTER – D. LOVETT, *Corporate Turnaround*, cit., 1, ove si precisa che tale indice rivelatore potrebbe non essersi ancora manifestato nelle *turnaround situations*.

³⁵ S. SLATTER – D. LOVETT, *Corporate Turnaround*, cit., 90.

sono sufficienti e devono essere associati ad un intervento sul capitale dell'impresa.³⁶

In tale contesto si collocano le riorganizzazioni societarie che prevedono la conversione del *debt* in *equity*: complesse operazioni, normalmente controllate e/o guidate dai creditori più forti, finalizzate a soddisfare le pretese dei creditori mediante l'impiego degli *asset* dell'impresa in crisi,³⁷ anche senza iniziare una vera e propria procedura concorsuale.³⁸ L'intervento deve assicurare che vi sia finanza sufficiente (esistente e futura) per implementare il piano di *turnaround*. Il perseguimento della riorganizzazione, inoltre, necessita normalmente di complessi accordi tra la società in crisi e le banche³⁹ (creditori forti) che, oltre a disciplinare la conversione, prevedano

³⁶ E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca borsa*, 2, 2014, 181. E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento*, in *Il Fallimentarista*, 4.6.2013; P. OLIVIERO, "Conversione" del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, a cura di F. BONELLI, Milano, 2011, 91.

³⁷ S. SLATTER – D. LOVETT, *Corporate Turnaround*, cit., 8; G. ANDREANI . A. TRON, *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, cit., 35 e 41, secondo i quali "il piano industriale normalmente prevede due tipi di interventi: un intervento esterno e uno interno. Quello esterno è rappresentato dalla ricapitalizzazione della società mediante nuovi apporti, quello interno da accordi di definizione e stralcio, rinegoziazione delle condizioni dei finanziamenti in essere, erogazione di nuova finanza, riposizionamento dei debiti a breve in debiti a medio-lungo termine mediante consolidamento etc."

³⁸ K. AYOTTE & D. A. SKEEL, *An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice*, cit., 428: "Drawing on the corporate finance literature, we argue that an intensive, costly restructuring is not always the optimal strategy when a company files for Chapter 11. To the contrary, under a variety of plausible conditions, a quick, low cost procedure (which we refer to as a "workout") may be more efficient than a costly restructuring." Gli Autori definiscono le formula "work out" nel seguito del loro saggio, a pag. 439: "This involves only a modification of the firm's capital structure, such as a debt-for-equity swap or an exchange of existing debt for new debt that alleviates the firm's liquidity shortage but does little to affect operations."

³⁹ In linea di massima, nel nostro ordinamento, la previsione della ristrutturazione dei debiti e del risanamento della società mediante cessione di quote o azioni sociali non incontra alcuna limitazione e trova, pertanto, applicazione nei confronti di tutti i creditori, ivi comprese le banche, non potendosi, in senso contrario, invocare il divieto di acquisizione di partecipazioni sociali ad esse imposto dalle norme emanate dal Cicc e dalla banca d'Italia che, non avendo rango primario, possono derogare alle disposizioni legislative solo nei limiti consentiti dalla legge stessa, vedi Cass., 7 maggio 2014, n. 9841, in www.iusexplorer.it, che ha ritenuto ammissibile la proposta anche in ragione dell'esistenza di una previsione alternativa del piano concordatario, concernente la possibilità per gli enti creditizi, appositamente inseriti in un'autonoma classe ex art. 160, primo comma, lett. d, l.f., di cedere il loro credito chirografario contro il pagamento del 14%).

la rideterminazione delle scadenze dei finanziamenti in essere e/o la concessione di nuova finanza.⁴⁰

3. Il *favor* legislativo per le riorganizzazioni di impresa che contemplano il *debt to equity swap*. Gli *structured bargains* sulla falsariga del *Chapter 11* statunitense, il trattamento fiscale delle conversioni del debito in capitale e l'esenzione da OPA obbligatoria per operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi.

I primi anni 2000 hanno registrato un più frequente ricorso alle riorganizzazioni societarie che contemplano la conversione del debito in capitale di rischio. La tendenza viene ascritta a molteplici fattori microeconomici e macro-economici che in questa sede appare impossibile trattare esaurientemente. Tra le principali cause indicate dagli studiosi vi sono un marcato aumento delle società che hanno fatto ampio ricorso alla leva finanziaria, ivi incluse le società acquisite con operazioni di *leveraged buy-out*,⁴¹ oltre a fattori macroeconomici quali la crisi finanziaria globale,⁴² che ha ridotto drasticamente la capacità delle imprese di produrre reddito sufficiente per ripagare il proprio debito e la conseguente crisi di fiducia degli investitori, sempre meno inclini a rifinanziare i propri debitori.⁴³

⁴⁰ In tale ultimo caso i creditori della società dovranno essere persuasi circa la necessità di concedere all'impresa nuovo credito per garantire il rimborso dei finanziamenti già erogati. In alcuni casi, inoltre, tali operazioni contemplano anche nuovi investimenti da parte degli azionisti. Cfr. S. SLATTER – D. LOVETT, *Corporate Turnaround*, cit., 90 s.; F. BRUNO – P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito dei restructuring in Italia, Germania e UK*, cit., 279.

⁴¹ G. ANDREANI . A. TRON, *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, cit., 1 s.; P. CARRIÈRE, *Dal merger leveraged buy out al (de-merger) de-leveraged sell out: la "conversione" dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione*, cit., 278.

⁴² F. BRUNO – P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito dei restructuring in Italia, Germania e UK*, cit., 273.

⁴³ K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, cit., 51.

La maggiore ricorrenza di riorganizzazioni societarie che contemplano meccanismi di *debt to equity swap* è stata favorita dalle legislazioni delle economie occidentali più avanzate, che hanno incentivato negli ultimi decenni la riallocazione dell'impresa in crisi mediante l'ingresso dei creditori nella compagine sociale della stessa. Ciò è avvenuto soprattutto nel contesto degli *structured bargains*, ovvero accordi tra impresa in crisi e creditori finalizzati ad evitare l'insolvenza anche, se necessario, mediante la riallocazione dell'impresa. Gli *structured bargains* sono forme di contrattazione *creditors-led*, ove i creditori svolgono un ruolo attivo di primo piano fino, in alcuni casi, a essere i fautori della stessa proposta di riorganizzazione. Il ruolo svolto dall'autorità giudiziaria o amministrativa all'interno di tali procedure è, di conseguenza, poco rilevante, essendo limitato alla supervisione del regolare svolgimento della contrattazione e, in alcuni casi, alla imposizione della riorganizzazione ai creditori dissenzienti (c.d. *cram down*).

L'istituto prototipale in tal senso è la *corporate reorganization* statunitense, disciplinata dal *Chapter 11* dello *U.S. Bankruptcy Code* del 1978,⁴⁴ che favorisce gli accordi tra l'impresa in crisi e i propri creditori lasciando immutato il *management* e consentendo la rinegoziazione dei debiti fino alla "conversione del debito in capitale di rischio da riallocare tra i creditori per dare modo all'impresa di ripartire alleggerita

⁴⁴ M. J. ROE, *Corporate Reorganization and Bankruptcy (legal and financial materials)*, New York, 2000; L. BEBCHUK, *A new approach to corporate reorganizations*, in 101 *Harvard L. Rev.*, 775, 1988; E. HOTCHKISS – R. MOORADIAN, *Acquisitions as a means of restructuring firms in Chapter 11*, in 7 *Journal Fin. Int.* 1, 1998; D.G. BAIRD-R.K. RASMUSSEN, *Control rights, priority rights and conceptual foundations of corporate reorganizations*, in 87 *Virginia L. Rev.*, 921, 2001; L. G. PICONE, *La reorganization nel diritto fallimentare statunitense*, Milano, 1993; F. MARELLI, *Esperienza applicativa e riforme nella procedura di "riorganizzazione" del diritto fallimentare statunitense*, in *Riv. dir. proc.*, 1996, 1157; C. FERRI, *L'esperienza del Chapter 11. Procedura di riorganizzazione dell'impresa in prospettiva di novità legislative*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 65 ss.

di tutti, o di buona parte, dei suoi debiti."⁴⁵ Anche nella *reorganization* l'autorità giudiziaria si limita a supervisionare la contrattazione tra impresa e creditori.⁴⁶

Il legislatore italiano ha seguito il modello del *Chapter 11* statunitense riformando progressivamente il diritto negoziale della crisi d'impresa. Quest'ultimo, secondo una condivisibile impostazione,⁴⁷ oggi comprende sia veri e propri accordi contrattuali (quali quelli connessi ai piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione *ex art. 182-bis l.f.*) sia procedimenti negoziali di natura non contrattuale (quali il concordato preventivo e quello fallimentare).⁴⁸ Tutti i menzionati istituti contemplano, espressamente o implicitamente, la possibilità di una riorganizzazione dell'impresa societaria mediante la conversione dei diritti di credito in capitale di rischio.⁴⁹ Essi, inoltre, incontrano il favore del legislatore italiano anche dal punto di vista fiscale, beneficiando della neutralità che interessa i trasferimenti operati nel contesto delle riorganizzazioni d'impresa, i quali non determinano plusvalenze o sopravvenienze attive tassabili (cfr. artt. 86 e 88 T.U.I.R.).⁵⁰

⁴⁵ F. FIMMANÒ, *L'allocatione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci, cit.*, 61.

⁴⁶ Istituto del tutto analogo alla *reorganization* è l'*administration* prevista dall'*Insolvency Act* del Regno Unito. In argomento, C. FERRI – F. MARELLI, *Le procedure diverse dalla liquidazione nell'Insolvency Act del Regno Unito: spunti in prospettiva di riforma della legge fallimentare*, in *Giur. comm.*, I, 2003, 345.

⁴⁷ Per un inquadramento sistematico del diritto negoziale della crisi d'impresa, F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa, cit.*

⁴⁸ Si inscrivono entro la citata linea di tendenza anche le riforme che negli ultimi anni hanno interessato il fallimento nell'ordinamento italiano, ove il legislatore ha "sostituito formalmente alla figura cardine del giudice delegato quella del comitato dei creditori, organo di matrice privatistica che segna indelebilmente l'avanzata dell'aspetto privatistico, rispetto alla convezione pubblicistica e pan-processualistica". Così, P. PAJARDI, A. PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008, 809.

⁴⁹ Sull'attuabilità delle operazioni oggetto di analisi nelle diverse procedure concorsuali previste dal sistema del diritto fallimentare italiano riformato, vedi l'ampia analisi di F. FIMMANÒ, *L'allocatione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci, cit.*, 63 ss. Sull'argomento, v. anche *infra*, Capitolo Terzo, Sezione II.

⁵⁰ Sul tema, F. BRUNO – P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito dei restructuring in Italia, Germania e UK, cit.*, 281.

Ulteriore conferma circa il *favor* legislativo verso le operazioni in discorso è rinvenibile nell'art. 49 del Regolamento Emittenti, che esclude l'obbligo di procedere ad offerta pubblica di acquisto quando il superamento delle soglie rilevanti avviene mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale finalizzato a ristrutturare l'indebitamento di un'impresa in crisi.⁵¹ Le operazioni dirette al salvataggio di società in crisi risultano infatti esentate dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto (cfr. art. 106, comma 5, lett. a) e e) T.U.F. e art. 49 Regolamento emittenti, approvato con Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni) quando ricorrono le seguenti condizioni: la società quotata versa in stato di crisi; il superamento della soglia rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria si è verificato in seguito alla sottoscrizione di un aumento di capitale; e l'operazione viene posta in essere sulla scorta di un piano di ristrutturazione del debito comunicato alla Consob e al mercato. E' di tutta evidenza come la disciplina contenuta nel Regolamento Emittenti sia preordinata a facilitare operazioni di ristrutturazione del debito di società quotate che altrimenti non sarebbe possibile portare a compimento.⁵²

Ad ulteriore conferma del *trend* legislativo in esame, le linee guida predisposte dall'UNICITRAL e dalla Banca Mondiale nel 2001⁵³ sottolineano che le ristrutturazioni che avvengono al di fuori di una procedura concorsuale (*informal corporate workouts*) dovrebbero essere supportate da un contesto legislativo incentivante, che contempli, tra l'altro, la massima flessibilità circa gli strumenti utilizzabili per il

⁵¹ V. LUPOLI, *L'esenzione da OPA obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi: i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. Bonelli (a cura di), *Crisi di imprese: casi e materiali*, Milano, 2011, 111 ss.

⁵² V. LUPOLI, *L'esenzione da OPA obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi: i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, cit., 119.

⁵³ WORLD TRADE BANK, *Principles and Guidelines for effective Insolvency and creditor rights system*, Washington, 2001, rinvenibile alla pagina web http://www.worldbank.org/ifa/ipq_eng.pdf.

risanamento dell'impresa, incluse le varie forme di *debt-equity conversions*, cui le norme tributarie dovrebbero associare un trattamento fiscale neutrale.⁵⁴

Infine, la recente direttiva europea 2014/59, che istituisce un insieme di misure per il risanamento degli enti creditizi e delle imprese di investimento, evidenzia una propensione ancor più spiccata verso l'impiego della conversione dei diritti di credito in partecipazioni quale strumento di riallocazione dell'impresa in crisi. L'art. 43 della direttiva, infatti, contempla tra i possibili strumenti risolutivi della crisi bancaria il *bail-in*, ovvero la conversione del capitale di credito in capitale di rischio realizzata in modo forzoso in virtù di un provvedimento dell'autorità amministrativa. Si tratta di un ulteriore conferma circa la predilezione dei legislatori, nazionali e sovranazionali, per le riorganizzazioni societarie che contemplino il *debt-equity swap*.⁵⁵

4. La conversione del capitale di credito in capitale di rischio quale tecnica di allocazione efficiente dell'impresa in crisi. I parametri di efficienza *ex post* ed *ex ante* individuati dall'analisi economica del diritto; la maggiore efficienza delle riorganizzazioni dell'impresa rispetto alle soluzioni liquidatorie nel caso in cui l'impresa conservi un'unità funzionale; le teorie che prevedono l'eliminazione delle procedure concorsuali mediante un meccanismo di subentro automatico dei creditori ai soci. Alcune conclusioni circa l'efficienza delle riorganizzazioni poste in essere mediante *debt to equity swap*.

Gli interventi descritti nel paragrafo precedente evidenziano che vi è stata, in diversi ordinamenti, una generale tendenza dei legislatori a favorire le soluzioni della crisi d'impresa che contemplano la partecipazione diretta dei creditori alla gestione mediante la conversione dei rispettivi diritti in *equity*.

⁵⁴ WORLD TRADE BANK, *Principles and Guidelines for effective Insolvency and creditor rights system*, cit., 5, 11, 53 e 77.

⁵⁵ Sul tema, v. *infra* Capitolo Terzo, Sezione III.

Occorre chiedersi se tale tipologia di riorganizzazione societaria comporti anche un'allocazione efficiente⁵⁶ del valore dell'impresa⁵⁷ tra i diversi *stakeholder*.⁵⁸

L'allocazione dei costi derivanti dalla crisi d'impresa è stata oggetto di studio da parte dell'analisi economica del diritto, che ha fatto ricorso, in particolare, alla teoria dei contratti incompleti, secondo la quale gli accordi tra impresa e finanziatori, ancorché dettagliati, non possono far fronte a tutti i possibili sviluppi del rapporto, specie nel caso di *default* dell'impresa, rendendo ineludibile una rinegoziazione degli stessi ove si verificino circostanze che le parti non hanno espressamente contemplato. In tale contesto si inquadra il ruolo svolto dal diritto della crisi d'impresa quale insieme di regole per far fronte alle evenienze non espressamente contemplate nei contratti tra l'impresa in crisi e i *claimant* della stessa,⁵⁹ il cui fine ultimo dovrebbe essere quello di assicurare un'allocazione efficiente dei costi ineliminabili connessi alla crisi.⁶⁰

⁵⁶ In questa sede non è possibile ripercorrere le diverse definizioni di efficienza elaborate dalle scienze economiche. Una delle accezioni più tradizionali è l'efficienza paretiana, o allocativa, che corrisponde alla situazione di equilibrio in cui non è possibile migliorare la condizione di una delle parti senza peggiorare la condizione delle altre. Si tratta, in buona sostanza, di una condizione di equilibrio allocativo in presenza della quale non è possibile intervenire per migliorare la distribuzione delle risorse se non favorendo alcune delle parti coinvolte a discapito di altre. Sul punto, v. R. COOTER – T. ULEN, *Law & Economics*, Londra, 2012, 7 ss.; e W. T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, New York, 2009, 4;

⁵⁷ L'efficienza è un parametro utilizzato dall'analisi economica del diritto per valutare la corretta allocazione di determinate risorse tra un certo numero di parti. Sul punto, v. R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law, cit.*, 86, secondo i quali: "Efficiency occurs when assets are put to their most productive use".

⁵⁸ R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law, cit.*, 86, che utilizzano l'espressione "overall social welfare"; W. H. MECKLING, *Financial markets, default, and bankruptcy: the role of the state*, 41 *Law and Contemporary Problems* 13-38 (Fall 1977), 13.

⁵⁹ Tale ricostruzione sembra accettata anche da R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law, cit.*, 92 s: "To be sure, a debtor and its creditors theoretically could contract in advance to specify what behaviors is or is not appropriate, thus significantly reducing the need for judicial involvement in some of these areas. But the cost of devising such finely-tuned contracts could be substantial, and the parties themselves might often fail to do so". Sull'analisi del diritto della crisi d'impresa come insieme di regole per far fronte all'inevitabile incompletezza dei contratti tra l'impresa e i propri creditori, v. anche B. E. ADLER, *Finance's Theoretical Divide and the Proper Role of Insolvency Rules*, 67 *S. Cal. L. Rev.* 1107 (1994); B. E. ADLER, *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 *Stan. L. Rev.* 311, 322-23 (1993). Occorre anche notare che, in assenza del complesso di regole rappresentato dal diritto della crisi d'impresa e ove,

Appare opportuna una rapida ricognizione dei parametri di efficienza individuati dall'analisi economica del diritto, per poi valutare se le operazioni di *debt to equity swap* siano astrattamente conformi a tali criteri.

L'efficienza richiede che i beni dell'impresa in crisi siano impiegati nel modo più produttivo possibile, ottenendone la massima valorizzazione e riducendo i costi, inclusi quelli di agenzia connessi alla gestione della crisi e alla riorganizzazione in genere (c.d. efficienza *ex post*). In secondo luogo è necessario limitare al massimo le ripercussioni negative che la soluzione prescelta potrebbe determinare sulla condotta dei soggetti che si troveranno in futuro nelle medesime situazioni, ivi incluse le banche, il cui comportamento nell'erogazione del credito potrebbe essere influenzato dal tipo di tutele ad esse accordato nel caso di *default* dei propri debitori. In altre parole, oltre a limitare i costi della crisi in sé (c.d. efficienza *ex post*), la soluzione prescelta per l'allocazione delle risorse disponibili dovrebbe anche rappresentare un incentivo per il futuro comportamento delle parti che saranno coinvolte in operazioni simili e, più in generale, di tutti i soggetti che verranno a trovarsi nelle medesime circostanze (c.d. efficienza *ex ante*).⁶¹

quindi, si scegliesse di affidare la risoluzione della crisi d'impresa esclusivamente alla libera negoziazione tra le parti, ciò pregiudicherebbe evidentemente la posizione di quei creditori che non risultano in grado di imporre all'impresa la rinegoziazione del proprio rapporto contrattuale (creditori cc.dd. *non adjusting*) e, tra questi, in particolare, i creditori involontari, che vantano una pretesa creditoria nei confronti dell'impresa senza aver ovviamente negoziato il relativo contratto. Cfr. anche F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, cit., 58; F. DENOZZA, *Different policies for corporate creditors protection*, in *Eur. Business Organization Law Rev.*, 2006, 7, 411.

⁶⁰ R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 85.

⁶¹ R. COOTER – T. ULEN, *Law & Economics*, Londra, 2012, 13. Sugli effetti della legislazione e, in particolare, delle norme in materia di procedure concorsuali, v. anche W. H. MECKLING, *Financial markets, default, and bankruptcy: the role of the state*, 41 *Law and Contemporary Problems*, cit., 16. Per alcuni rilievi critici allo studio di Meckling, v. J. F. WESTON, *Some Economic Fundamentals for an Analysis of Bankruptcy*, 41 *Law & Contemporary Problems*, 47, 60-61, 1977, 64. Nell'ambito dell'efficienza *ex ante* dovrebbe collocarsi il concetto di efficienza *pre-insolvency*, che reclama misure che impongano al debitore di rivelare tempestivamente lo stato di difficoltà e di non assumere

Gli obiettivi da perseguire nella scelta della soluzione da adottare saranno, quindi: massima valorizzazione dei beni dell'impresa; riduzione dei costi connessi alla gestione e/o alla dismissione dell'impresa in crisi;⁶² disincentivazione di comportamenti non virtuosi; assenza di meccanismi che attribuiscono benefici ad una o più categorie di creditori a danno di altre.⁶³

Così fissati gli obiettivi, il perseguimento della soluzione allocativa più efficiente impone la scelta preliminare tra due alternative. Da una parte le soluzioni liquidatorie, che prevedono la dismissione atomistica del patrimonio dell'impresa in crisi e, dall'altra, le riorganizzazioni, che richiedono un intervento sulla struttura del capitale.⁶⁴ La seconda soluzione è preferibile quando la crisi è di tipo finanziario e, pertanto, la temporanea impossibilità di far fronte ai costi della propria gestione caratteristica non comporta necessariamente che l'impresa sia inefficiente e che debba essere espulsa dal mercato.⁶⁵ Le riorganizzazioni sono inoltre preferibili quando il valore unitario dell'impresa, ivi incluso l'avviamento, è maggiore di quello che si ricaverebbe attraverso la liquidazione atomistica dell'azienda.⁶⁶ L'azienda in attività, infatti, ha spesso un valore, derivante in particolare dall'avviamento,

comportamenti eccessivamente azzardati per tentare di evitarla. Sul tema, cfr. F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, cit., 60 e nota 59.

⁶² W. H. MECKLING, *Financial markets, default, and bankruptcy: the role of the state*, 41 *Law and Contemporary Problems*, cit., 30 che, sul punto, efficacemente afferma: "it would be convenient for both analysis and policy if bankruptcy could be confined to cases in which the financial difficulties of a firm were the product of events outside the control of the firm. The optimal bankruptcy system would then simply be the one which minimized the cost of settling the affairs of firms encountering bad luck".

⁶³ Cfr. R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 86; J. F. WESTON, *Some Economic Fundamentals for an Analysis of Bankruptcy*, 41 *Law & Contemporary Problems*, cit., 64.

⁶⁴ W. H. MECKLING, *Financial markets, default, and bankruptcy: the role of the state*, 41 *Law and Contemporary Problems*, cit., 32.

⁶⁵ R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 88.

⁶⁶ R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 89. W. H. MECKLING, *Financial markets, default, and bankruptcy: the role of the state*, cit., 33.

maggiore di quello che si ricaverebbe dalla sommatoria dei singoli beni che la compongono nell'ambito di una liquidazione atomistica.⁶⁷ È pertanto pacifico che l'allocazione ottimale dell'azienda in tali casi esiga la salvaguardia dell'unità funzionale dell'impresa così da massimizzarne il valore.⁶⁸

Altro nodo da sciogliere riguarda i soggetti che dovranno gestire e/o controllare il procedimento di riorganizzazione. A tal proposito sembra condivisa tra gli studiosi l'opinione per cui il potere delle autorità amministrative e giudiziarie debba essere limitato a censurare i comportamenti illeciti nell'ambito della riorganizzazione. Tale soluzione appare preferibile sia perché le autorità pubbliche non hanno particolari competenze nella gestione dell'impresa sia perché, non dovendo sopportare le conseguenze delle proprie decisioni, non sarebbero adeguatamente incentivate ad adottare la soluzione più idonea a massimizzare il valore dell'impresa⁶⁹ e potrebbero essere indotte a compromessi inefficienti per tutelare le categorie di *claimant* più deboli, come i lavoratori dell'impresa.⁷⁰

La scelta tra riorganizzazione e liquidazione, richiedendo la preventiva stima del valore dell'impresa, costituisce una *business decision* e, pertanto, dovrebbe essere in

⁶⁷ F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, cit., 57, che efficacemente definisce l'avviamento come "un elemento immanente e risultante dalla coordinazione di una serie di fattori oggettivi e soggettivi che tende a disperdersi in casi di inattività volontaria o forzata". Per un riscontro nella giurisprudenza italiana v. anche Cass., 7 ottobre 1985, n. 3178, in *Giur. it.*, 1986, I, 1, 1184.

⁶⁸ F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, cit., 57. Cfr. anche UNITED NATIONS COMMISSION ON INTERNATIONAL TRADE LAW UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law*, New York, 2005, rinvenibile alla pagina [web www.uncitral.org/uncitral/es/publications/publications.html](http://www.uncitral.org/uncitral/es/publications/publications.html), 16 s.

⁶⁹ R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 93.

⁷⁰ F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, cit., 62.

teoria affidata al mercato.⁷¹ Le asimmetrie informative tra gli operatori del mercato⁷² rendono tuttavia preferibile il subingresso nella gestione della società dei creditori forti quali, *in primis*, le banche finanziatrici, certamente in possesso di informazioni più accurate circa le prospettive future dell'impresa⁷³ e la capacità della stessa di far fronte agli impegni assunti.⁷⁴ Il ceto bancario, infatti, è posto nelle condizioni migliori per valutare se la riorganizzazione dell'impresa può determinare una sua migliore valorizzazione, salvaguardando il *going concern*, ed è più incentivato, rispetto alle autorità amministrative e giudiziarie, al raggiungimento di una soluzione allocativa efficiente, da cui dipenderà anche l'adempimento degli obblighi contratti dall'impresa.⁷⁵

⁷¹ W. H. MECKLING, *Financial markets, default, and bankruptcy: the role of the state*, 41 *Law and Contemporary Problems*, cit., 34-38; R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 93. Per alcuni rilievi critici, v. J. F. WESTON, *Some Economic Fundamentals for an Analysis of Bankruptcy*, 41 *Law & Contemporary Problems*, cit., 63 ss. Occorre sottolineare la difficoltà e l'importanza di tale decisione preliminare. Infatti, "una scelta eccessivamente attenta alla conservazione dell'impresa potrebbe comportare una inefficiente allocazione delle risorse e vincoli all'uscita dal mercato di imprese inefficienti. Di converso, una decisione non sufficientemente attenta al valore che l'impresa è ancora in grado di generare, potrebbe avere come costo quello di espellere dal mercato imprese economicamente ancora vive." F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, cit., 60. Cfr. anche M. BIANCO – M. MARCUCCI, *Procedure fallimentari ed efficienza economica: valutazioni teoriche e riflessioni per l'economia italiana*, in *Banca Impr. Soc.*, 2001, 19 s.; L. A. BEBCHUCK, *Using options to divide value in corporate bankruptcy*, *Harvard Law School DP*, 1999, 271.

⁷² R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 95.

⁷³ K. AYOTTE & D. A. SKEEL, *An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice*, cit., 428; F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, cit., 58. Sembra andare in tal senso anche la soluzione ipotizzata da M. BRADLEY - M. ROSENZWEIG, *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 *Yale L. J.* 1043 (1992).

⁷⁴ "Since lending involves a large number of relatively independent occurrences, lenders can benefit from the law of large numbers. Even without elaborate credit checking and loan monitoring, lenders can develop experience with the characteristics of borrowers and predictable loss ratios. Lenders can thus limit their loss exposure or take probabilities of loss into account in estimating their costs". Così, WESTON J. F., *Some Economic Fundamentals for an Analysis of Bankruptcy*, 41 *Law & Contemporary Problems*, cit., 60.

⁷⁵ Va anche detto che tali soluzioni trovano applicazione ove la platea dei creditori dell'impresa comprenda uno o più creditori forti a fronte di una congerie di creditori di minore importanza. Sul punto, R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 110.

Gli studiosi di analisi economica del diritto hanno sottolineato i benefici che possono derivare nel caso in cui, nell'ambito della riorganizzazione dell'impresa in crisi, taluni creditori vengano trattati come i soci-*residual claimant*. Ciò comporta una deroga alla *absolute priority rule*, che impone il soddisfacimento dei diversi *claimant* secondo l'ordine di preferenza stabilito dalla legge (prima i creditori *senior*, poi i creditori *junior* e quindi i soci). Si è osservato⁷⁶ come talune deroghe al suddetto principio possano rendersi necessarie nel contesto della riorganizzazione al fine di limitare i rischi e le incertezze associati alla valutazione dell'impresa. I creditori equiparati ai *residual claimants*, infatti, svolgeranno un'importante funzione di ammortizzatore, supportando il possibile scarto negativo tra la valutazione dell'impresa effettuata dai creditori stessi nel contesto della riorganizzazione e quella successivamente attribuita all'impresa dal mercato (es. nel caso di dismissione successiva dell'impresa). Ove, infatti, il valore di mercato risulti essere inferiore a quello originariamente stimato (*overestimation*), i creditori che hanno preso parte alla conversione otterranno in sede di liquidazione un importo proporzionalmente inferiore, evitando o quantomeno riducendo il rischio che tale divergenza determini l'apertura di una procedura di insolvenza che vanificherebbe presumibilmente ogni tentativo di conservare il valore del *going concern*.⁷⁷

⁷⁶ J. F. WESTON, *Some Economic Fundamentals for an Analysis of Bankruptcy*, 41 *Law & Contemporary Problems*, cit., 64-5. Sul tema, v. anche J. B. WARNER, *Bankruptcy, Absolute Priority, and the Pricing of Risky Debt Claims*, 4 *J. Financial Econ.* 239, 244 (1977); W. H. MECKLING, *Financial markets, default, and bankruptcy: the role of the state*, cit., 35. Sul tema, v. anche W. H. MECKLING, *Financial markets, default, and bankruptcy: the role of the state*, cit., 30.

⁷⁷ A titolo di esempio, si pensi ad un'impresa da riorganizzare, il cui valore stimato dai creditori sia equivalente a 15.000.000 di Euro e ove (i) i creditori *senior* vantino un credito di 10 milioni e quelli *junior* di 5 milioni. Nel caso in cui la stima si rivelasse errata e il valore di mercato reale dell'impresa fosse di soli 12 milioni di Dollari, le pretese dei creditori dovrebbero essere necessariamente ridimensionate. Nel caso in cui, invece, una parte dei creditori (es. *junior*) fosse equiparata ai soci (per es. in seguito ad un'operazione di *debt for equity swap*), quest'ultima categoria potrebbe assorbire lo

Nel solco di tali considerazioni, inoltre, vi è stato chi è giunto a prospettare l'eliminazione delle procedure fallimentari (e dei costi ad esse connessi) mediante meccanismi che, nel caso di *default*, determinino la cancellazione automatica dei diritti in capo agli azionisti in favore dei creditori (i.e., tutti i creditori oppure solo i creditori ordinari, lasciando inalterate le pretese dei creditori privilegiati nella misura in cui le garanzie coprono il valore dei crediti), i quali subentrerebbero nella posizione giuridica dei primi rinunciando automaticamente al proprio credito. In base a tale meccanismo, i creditori subentrati nella posizione degli azionisti avrebbero un breve lasso temporale per risanare l'impresa, facendo fronte ai debiti residuali della stessa e, ove non vi riuscissero, ad essi subentrerebbero nuovi creditori, così da riavviare il processo fino a quando tutti i debiti sarebbero estinti o ripagati. Tale processo ricondurrebbe la crisi dell'impresa nell'alveo degli ordinari meccanismi societari, senza la necessità di ricorrere ad una procedura concorsuale,⁷⁸ consentendo l'eliminazione dei costi connessi e l'affidamento di ogni decisione circa l'opportunità di liquidare o riorganizzare l'impresa ai creditori.⁷⁹

scarto negativo tra la stima effettuata e il reale valore di mercato ottenendo il minore importo di 2.000.000 di Euro ed impedendo la falcidia delle altre categorie di creditori nonché l'avvio di procedure di insolvenza. v. J. F. WESTON, *Some Economic Fundamentals for an Analysis of Bankruptcy*, 41 *Law & Contemporary Problems*, cit., 64-5. Sul tema, v. anche J. B. WARNER, *Bankruptcy, Absolute Priority, and the Pricing of Risky Debt Claims*, 4 *J. Financial Econ.* 239, 244 (1977); W. H. MECKLING, *Financial markets, default, and bankruptcy: the role of the state*, 41 *Law and Contemporary Problems*, cit., 35.

⁷⁸ F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, cit., 58. La tesi è anche sostenuta da P. AGHION – O. HART – J. MOORE, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 8 *Journal of Law, Economics and Organization*, 1992, 523 s., che sviluppano il modello proposto da L. A. BEBCHUK, *A new approach to corporate reorganization*, *Harvard Law Rev.*, 1988, 775 s.

⁷⁹ M. BRADLEY - M. ROSENZWEIG, *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 *Yale L. J.* 1043 (1992). Sembrano potersi inserire nello stesso solco – sebbene riferite in particolare alla risoluzione della crisi delle imprese bancarie, le riflessioni di J. C. COFFEE, JR., *Bail-ins versus Bail-outs. Using Contingent Capital To Mitigate Systemic Risk*, *Columbia Law and Economics Working Paper* No. 380, October 22, 2010, New York, rinvenibile alla pagina web http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1675015, tema che sarà affrontato con maggiore dettaglio nella Sezione III del Capitolo Secondo.

Tale teoria non è esente da critiche. In primo luogo il meccanismo presuppone un mercato perfettamente funzionante, che difficilmente sarebbe riscontrabile nella realtà per le società chiuse. Un meccanismo del genere, inoltre, aumenterebbe verosimilmente i costi di contrattazione tra imprese e finanziatori; da una parte i soci dovrebbero far fronte al rischio di perdere completamente la propria parte di *equity*, mentre dall'altra i finanziatori dovrebbero tenere in considerazione il rischio, nel caso di *default* dell'impresa, che il proprio diritto di credito sia cancellato a fronte dell'attribuzione delle azioni dell'impresa in *default*.⁸⁰

Al di là di tali legittime critiche, la teoria che prevede l'eliminazione delle procedure fallimentari mediante un meccanismo di subingresso automatico dei creditori agli azionisti sembra confermare che le riorganizzazioni societarie attuate mediante conversione rispondono a criteri generali di efficienza.

La conversione, infatti: consente di riorganizzare l'impresa salvaguardandone i valori aziendali nel caso in cui la stessa conservi il proprio *going concern*; prevede l'attribuzione del potere decisionale circa la riorganizzazione e la gestione dell'impresa ai creditori dotati di maggiori informazioni e competenze, con notevole risparmio di costi associati alle decisioni giudiziarie; e, da ultimo, limita i rischi che potrebbero derivare da un'applicazione intransigente dell'*absolute priority rule*, dal momento che i creditori che partecipano alla conversione sopportano i rischi e le perdite associati al possibile scarto negativo tra il valore dell'impresa stimato in sede di riorganizzazione e quello successivamente attribuito all'impresa dal mercato.

⁸⁰ D. A. SKEEL, JR., *Markets, Courts and the Brave New World of Bankruptcy Theory*, 1993, *Wis. L. Rev.* 465, 517 s., i cui rilievi critici sono condivisi da R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, *cit.*, 93 s.

5. Il problema della compatibilità della conversione "forzosa" con i vincoli di sistema e, in particolare, con alcuni principi dell'ordinamento costituzionale: la riserva di legge di cui all'art. 23 Cost., l'art. 42 Cost. in materia di proprietà e la libertà di iniziativa economica di cui all'art. 41 Cost.

Appurata la rispondenza in astratto delle operazioni di conversione a criteri di efficienza economica, resta da valutare la loro compatibilità con i vincoli stabiliti dall'ordinamento giuridico. L'efficienza economica, infatti, non sempre conduce all'individuazione di soluzioni giuridico-normative conformi ai principi dell'ordinamento, i quali sovente impongono la tutela di interessi con esse antitetici.⁸¹

Da questo punto di vista le ipotesi di conversione del credito in *equity* che hanno sollevato maggiori dubbi sono quelle "forzose", perfezionate, cioè, senza il consenso di tutti i creditori coinvolti.⁸²

⁸¹ D. R. KOROBKIN, *Value and Rationality in Bankruptcy Decisionmaking*, 33 *Wm. & Mary L. Rev.* 333, 335 (1992), che suggerisce di tenere in considerazione anche valori non suscettibili di immediata quantificazione economica. E. WARREN, *Bankruptcy Policy*, 54 *U. Chi. L. Rev.* 775, 777 (1987) che, nello stesso solco, solleva critiche ai limiti dell'analisi economica del diritto. R. K. RASMUSSEN – D. A. SKEEL, JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, cit., 86.

⁸² Esse svolgono un ruolo tutt'altro che trascurabile nella prassi delle riorganizzazioni societarie moderne, dal momento che difficilmente l'impresa in crisi riesce ad ottenere l'accordo di tutti i soggetti coinvolti nell'operazione. Significativa, in tal senso, l'espressione "*fulcrum creditors*" adoperata da K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, cit., 52. Il consenso unanime dei creditori è un risultato perseguibile nei rari casi in cui il debito è suddiviso tra una cerchia ristretta di creditori con interessi omogenei quali, per esempio, i finanziatori che abbiano stipulato con l'impresa il medesimo accordo di finanziamento in *pool*. Anche quando si registra una certa omogeneità d'interessi tra i creditori potenzialmente coinvolti nella riorganizzazione si registrano fenomeni di *hold out*, ovvero di finanziatori della società che preferiscono cedere il proprio credito ad altri creditori piuttosto che vedere la propria pretesa creditoria convertita in *equity*. Sul punto, v. anche J. C. COFFEE JR. - W. A. KLEIN, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, cit., 3. Gli autori sottolineano come i fondi di investimento speculativi cc.dd. *vulture fund* tendano a determinare fenomeni di *hold out* al fine di ottenere il rimborso totale e tempestivo di titoli di debito acquistati a prezzi di mercato molto bassi, in questo modo impedendo la riuscita di piani di riorganizzazione realizzati con il consenso dei creditori. Il dissenso dei *free-riders*, peraltro, potrebbe anche pregiudicare il successo dell'operazione in quanto la soddisfazione degli stessi potrebbe generare nei creditori aventi posizione analoga la sensazione di dover sopportare i rischi e i sacrifici della riorganizzazione a beneficio di alcuni creditori che, invece, decidono di sottrarsi ai rischi e ai costi della conversione. Sul punto, K. CLOWRY, *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, cit., 53. Quando tali condizioni non sussistono oppure quando, pur sussistendo, non si riesce a pervenire al consenso unanime dei creditori che l'impresa intende coinvolgere nella riorganizzazione, l'unica strada

La criticità delle conversioni forzose risiede nelle differenze tra la posizione giuridica dell'azionista a quella del creditore. In primo luogo vi sono differenze "strutturali", dal momento che il creditore è titolare di una posizione giuridica semplice, ossia di un diritto soggettivo cui può rinunciare senza limitazioni particolari, mentre il socio è titolare di una posizione giuridica complessa-contrattuale, alla quale, in linea generale, questi non può rinunciare se non nei casi previsti dalla legge o dallo statuto (cfr. artt. 2437 e 2473 c.c.). Ulteriore differenza riguarda la causa giuridico-economica del rapporto, dal momento che l'acquisto dello *status* di socio comporta il passaggio da un rapporto a causa astrattamente creditizia ad un rapporto contrattuale avente causa associativa. Secondo un'impostazione, inoltre, la posizione giuridica del socio comprenderebbe situazioni giuridiche di dovere, qualificabili, a seconda dei casi e delle interpretazioni, come oneri o addirittura come "obblighi e responsabilità".⁸³ L'attribuzione di azioni o di quote sociali comporta, quindi, una

percorribile è il *cram-down*, ovvero un procedimento che contempra la conversione forzata del credito di taluni creditori in *equity*, anche senza che gli stessi abbiano manifestato il proprio consenso. Il problema delle *coerced conversion* è stato messo in luce nell'esperienza giuridica statunitense ove, specie nel mercato dei titoli obbligazionari, in alcuni casi l'impresa emittente giungeva, di fatto, a chiedere modificazioni peggiorative delle condizioni del prestito, fino alla conversione di questo in *equity* o *quasi-equity*, sotto la minaccia implicita di una procedura concorsuale liquidatoria. In argomento, v. J. C. COFFEE JR. e W. A. KLEIN, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, *cit.*

⁸³ Così, F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, *cit.*, 222 s.; in tal senso, pur senza particolari argomentazioni, sembra esprimersi G. D'ATTORRE, *L'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori tra par condicio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, 852. L'associazione di obblighi giuridici alla posizione del socio di società di capitali non è, tuttavia, pacifica. Al contrario, si ritiene generalmente che questi non sia tenuto all'adempimento di alcun obbligo specifico ad eccezione dell'obbligo di conferimento. Non sembrano sufficienti a superare tale posizione i riferimenti all'abuso dei diritti corporativi, trattandosi di profili ragionevolmente riconducibili al principio generale di buona fede nell'esecuzione dei contratti (art. 1375 c.c.). I doveri dei soci sono da anni oggetto di analisi da parte della giurisprudenza statunitense. In tale contesto, si è evidenziato che i soci sono tenuti al rispetto di un generale dovere di lealtà (*duty of loyalty*) nei confronti della società e delle altre "corporate constituencies". Si veda, senza pretesa di esaustività, A. H. FARNSWORTH, *Close Corporations-Rights and Duties of Shareholders – Fiduciary Relationship Among Shareholders-Shareholders' Rights of Equal Opportunity to Participate in Corporate Purchase of Its Own Stock for Corporate Treasury*, in *Cornell Law Rev.*, 1976, 61, 986 ss.; Z. COHEN, *Fiduciary Duties of Controlling Shareholders: A Comparative View*, in *Journal of International Law*, 1991, 12, 1 ss.; T. ARNOLD,

significativa modificazione entro la sfera giuridica del creditore e non può essere descritta semplicisticamente in termini di scambio o *datio in solutum*.

Ciò posto, appare utile valutare la compatibilità della conversione forzosa *debt-equity* con alcune norme costituzionali.⁸⁴

Si è affermato⁸⁵ che alcune ipotesi di conversione forzosa del capitale di credito in capitale di rischio potrebbero integrare un'illegitima imposizione di prestazioni personali e/o patrimoniali in contrasto con la riserva di legge di cui all'articolo 23 della Carta fondamentale. In tali casi, infatti, il contenuto della limitazione personale/patrimoniale imposta non sarebbe "prefigurato né prefigurabile da una norma di legge, né da norme regolamentari,"⁸⁶ ma sarebbe rimesso ad atti negoziali quali, ad esempio, la proposta di concordato preventivo.

Shareholder Duties under State Law, in *Tulsa Law Rev.*, 1992, 28, 213 ss.. La giurisprudenza statunitense ha esaminato, in particolare, l'estensione a taluni soci (normalmente i soci di controllo) dei doveri di condotta normalmente riferibili agli amministratori, specie nel peculiare contesto in cui l'impresa sia oggetto di un'offerta pubblica di acquisto (*tender offer*). Si vedano, in particolare, *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2s 717, 723 (Del. 1971); *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 383 A.2d 278 (Del. 1977); *Getty Oil Co. v. Skelly Oil Co.*, 267 A.2d 883, 887 (Del. 1979); *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334, 1344 (Del. 1987); *Shell Petroleum v. Smith*, 606 A.2d 112 (Del. 1992); *Stroud v. Grace*, 606 A.2d 75, 83-84 e 93-96 (Del. 1992); *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1113-15 e 1121-22 (Del. 1994); *Cede & Co.*, 634 A.2d 345 (1993); *Odyssey Partners, L.P. v. Fleming Companies, Inc.*, 735 A.2d 386, 412-13 (Del. Ch. 1999); *Solomon*, 747 A.2d, 1124-25 (Del. Ch.. 1999); *In re Pure Resources Shareholders Litigation*, 808 A.2d 421, 445 (Del. Ch. 2002); *Abraham v. Emerson Radio Corp.*, 901 A.2d 751, 759 (Del. Ch. 2006); *In re John Q. Hammons Hotels Inc. Shareholder Litigations*, 2009 WL 3165613, *29 (Del. Ch. 2009); *In re CNX Gas Corp. Shareholders Litigation*, 2010 WL 2291842, C.A. No. 5377-VCL (Del. Ch. 2010); *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A. 3d 1 (Del. Ch. 2010); *Southern Peru Copper Corporation Shareholder Derivative Litigation*, 30 A.3d 60, 89 (Del. Ch. 2011). Alcuni riferimenti di diritto europeo e comparato possono rinvenirsi in J. M. DE JONGH, *Shareholders' Duties to the Company and Fellow Shareholders*, in *European Company Law*, 2013, 3, 185 ss.; H. S. BIRKMOSE, *Shareholders' Duties in European Company Law*, in *European Company Law*, 2016, 13, 5 s.

⁸⁴ E. NORELLI, *Il giudizio di omologazione nel concordato preventivo*, cit., 417 s., nota 10; F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, cit., 222 s. (nota 124).

⁸⁵ E. NORELLI, *Il giudizio di omologazione nel concordato preventivo*, cit., 417 s.

⁸⁶ Così, E. NORELLI, *Il giudizio di omologazione nel concordato preventivo*, cit., 417 s.

Il testo della norma costituzionale statuisce il "*generale principio per cui solo con legge è possibile incidere nella sfera della proprietà e (delle) libertà individuali*".⁸⁷

Secondo l'impostazione prevalente⁸⁸ la norma si riferisce a tutte le prestazioni dei privati nei confronti delle Pubbliche Amministrazioni. L'interpretazione è stata condivisa dalla Corte Costituzionale, che ha ravvisato nell'articolo 23 una generale garanzia della sfera giuridica dei singoli, diretta ad escludere ogni limitazione e/o invasione di essa da parte della pubblica autorità che non sia dettagliatamente prevista dalla legge.⁸⁹ In tal modo la Costituzione ha permesso l'elaborazione di una categoria generale di "*situazioni doverose per il privato, aventi contenuto positivo e non riconducibili a fonte negoziale*".⁹⁰ Il novero delle prestazioni prese in considerazione dalla norma costituzionale comprenderebbe sia quelle personali, caratterizzate dall'impiego di energie personali fisiche o mentali per la realizzazione di un comportamento positivo, di fare o di dare, sia quelle patrimoniali, riscontrabili in tutti i casi in cui l'intervento autoritativo comporta un sacrificio patrimoniale a carico del privato.⁹¹ Nel caso delle prestazioni patrimoniali, quindi, l'imposizione andrebbe apprezzata con riferimento alla decurtazione prodotta sul patrimonio di quest'ultimo, in termini di estinzione o limitazione dei diritti a contenuto patrimoniale. In altre

⁸⁷ A. FEDELE, *Art. 23*, in *Commentario della Costituzione* a cura di Giuseppe Branca, Bologna, 1978, 26 ss.

⁸⁸ A. FEDELE, *Art. 23, cit., 23*. L'immediato precedente della norma costituzionale (art. 30 dello Statuto Albertino) si limitava a sancire l'illegittimità di tributi non consentiti dalle Camere e sanzionati dal Re. Alcuni autori hanno ridimensionato il preteso rapporto tra la norma dello Statuto Albertino e quella della Costituzione dal momento che, a differenza dell'articolo 30 dello Statuto Albertino, la norma costituzionale non è destinata in alcuna misura ad incidere sull'assetto costituzionale delle decisioni riguardanti il bilancio di Stato. In tal senso, A. BARRETTONI ARLERI, *Miti e realtà nei principi della contabilità pubblica*, Milano, 1986, 24.

⁸⁹ Corte Cost., 30 giugno 1964, n. 65; e Corte Cost., 14 dicembre 1979, n. 148, entrambe rinvenibili in *Giurcost.org*;

⁹⁰ A. FEDELE, *Art. 23, cit., 27*.

⁹¹ M. MAZZIOTTI DI CELSO, *Lezioni di diritto costituzionale*, II, Milano, 1993, 299.

parole, mentre nel caso delle prestazioni personali rileva la riduzione autoritativa della libertà di disporre della propria persona, nel caso delle prestazioni patrimoniali rileva la limitazione della libertà di disporre del proprio patrimonio.⁹² A tal riguardo è opportuno precisare che non necessariamente la limitazione della libertà patrimoniale deve produrre un pregiudizio per il patrimonio del privato interessato dall'imposizione: ciò che rileva è la limitazione in sé, a prescindere dalle conseguenze economiche della stessa.⁹³ La prestazione patrimoniale imposta, inoltre, potrebbe anche afferire ad una posizione giuridica complessa come, ad esempio, quella di un contraente nell'ambito di un rapporto contrattuale sinallagmatico (ivi incluso il rapporto contrattuale di società di cui all'articolo 2247 c.c.).⁹⁴ In tal senso, si è affermato che le prestazioni cui si riferisce l'articolo 23 della Carta si identificano "*con situazioni doverose per il privato, aventi contenuto positivo e non riconducibili a fonte negoziale*" ovvero con "*prestazioni doverose per il privato in quanto dedotte in rapporti obbligatori alla cui costituzione non ha concorso la volontà del (...) medesimo, quindi non contrattuali, non negoziali, ma istituiti da un atto di autorità*".⁹⁵ Ciò sembrerebbe condurre ad una soluzione positiva circa la possibilità di includere l'attribuzione di azioni, e quindi la sottoscrizione forzosa di un contratto sociale, nel novero delle prestazioni contemplate dall'articolo 23 della Carta Costituzionale.

⁹² A. FEDELE, *Art. 23, cit.*, 36.

⁹³ A. FEDELE, *Art. 23, cit.*, 49.

⁹⁴ A. FEDELE, *Art. 23, cit.*, 57.

⁹⁵ A. FEDELE, *Art. 23, cit.*, 27 e 30. Nello stesso senso, la Corte Costituzionale ha ritenuto che elementi decisivi per delimitare l'ambito di applicabilità della riserva di legge siano il mancato concorso della volontà dell'obbligato alla costituzione dell'obbligo ed il risultare quest'ultimo istituito da un atto di autorità. Corte Cost., 8 luglio 1957, n. 122, in *Giur. cost.*, 1957, 1101 ss.; Corte Cost., 16 dicembre 1960, n. 70, in *Giur. cost.*, 1960, 1209 ss.; Corte Cost., 30 gennaio 1962, n. 2, in *Giur. cost.*, 1962, 15 ss.

Lo spazio applicativo della riserva riguarderebbe però le sole ipotesi in cui la conversione viene imposta al creditore senza alcuna partecipazione volitiva dello stesso al procedimento. Non dovrebbero pertanto considerarsi "imposte" (e, come tali, non sarebbero soggette all'applicazione della riserva di legge) tutte le prestazioni che derivano da un procedimento negoziale cui in qualche misura il privato abbia partecipato, ad esempio mediante l'esercizio del proprio diritto di voto.

La disciplina della riserva di legge in esame, che ha natura relativa,⁹⁶ richiede atti normativi di rango primario che stabiliscano criteri ed individuino limiti precisi all'apprezzamento soggettivo dell'autorità cui è demandata l'imposizione della prestazione⁹⁷ (c.d. criterio della sufficiente determinatezza).⁹⁸ In particolare, si ritiene che spetti al legislatore individuare l'evento al cui verificarsi la prestazione si rende dovuta, i soggetti obbligati ad effettuarla, i criteri direttivi o i limiti necessari a determinare dal punto di vista quantitativo la prestazione imposta.⁹⁹

Sulla scorta delle considerazioni che precedono è possibile tracciare alcuni parametri per valutare se, in specifiche ipotesi di conversione forzosa, venga rispettata la riserva di legge contenuta nell'articolo 23 della Costituzione.

Nel caso di conversione la "prestazione" consiste nella attribuzione della qualità di socio ad un soggetto precedentemente estraneo alla compagine sociale. Ciò determina, come visto, una significativa modificazione della sfera giuridico-patrimoniale del creditore. Non v'è dubbio, pertanto, che il contenuto della

⁹⁶ Per alcune nozioni generali sull'estensione della riserva di legge, v. F. BELLOMO, *Nuovo sistema del diritto penale*, Vol. I, Bari, 2010, 142.

⁹⁷ Corte Cost., 13 luglio, 1963 n. 127, in *Giurcost.org*.

⁹⁸ A. FEDELE, *Art. 23, cit.*, 98 s..

⁹⁹ A. FEDELE, *Art. 23, cit.*, 100. In tal senso anche la giurisprudenza della Corte Costituzionale: Corte Cost., 8 luglio 1957, n. 122, *cit.*, 1101 ss.; Corte Cost., 23 maggio 1973, n. 67, in *Giur. cost.*, 1973, 811 ss.

prestazione *de qua*, considerato in astratto, possa tradursi in una limitazione patrimoniale per il creditore-socio.

Sembra invece più difficile stabilire se, nel caso concreto, la conversione possa dirsi "imposta" ai sensi dell'articolo 23 della Costituzione ricadendo, pertanto, nell'alveo applicativo della riserva di legge. A tal riguardo sembra difficile attribuire carattere "coattivo" alle conversioni che si realizzano mediante deliberazione di un gruppo organizzato di soggetti (es. assemblea degli obbligazionisti o adunanza dei creditori).¹⁰⁰ In tal caso, infatti, il creditore assente o dissenziente ha la possibilità di partecipare alla formazione della volontà del gruppo mediante il voto favorevole o contrario ed è difficile, pertanto, sostenere che la conversione risulti "imposta" coattivamente, così da integrare la fattispecie di cui all'art. 23 della Costituzione.

La riserva di legge dovrebbe quindi essere circoscritta alle ipotesi in cui la conversione si realizza prescindendo del tutto dall'attività negoziale dei creditori, come, ad esempio, nel caso in cui essa si perfezioni per ordine dell'autorità.

Quanto al contenuto della legge, inoltre, esso dovrà fissare le condizioni in presenza delle quali si verifica il subingresso del creditore nella posizione di socio, oltre ai criteri di attribuzione della partecipazione sociale, ivi incluso il rapporto tra valore nominale del credito e la caratura percentuale della partecipazione, la diluizione o esclusione degli altri soci etc.

¹⁰⁰ Sembra andare in tal senso, invece, la posizione espressa da E. NORELLI, *Il giudizio di omologazione nel concordato preventivo*, cit., 417 s.

Ulteriore profilo di illegittimità potrebbe riguardare il diritto di proprietà di cui all'articolo 42¹⁰¹ della Costituzione, anche in relazione all'Articolo 1 del Protocollo Addizionale della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo.

Se per ipotesi ammettessimo che i diritti di credito possono essere tutelati alla stregua del diritto di proprietà ai sensi dell'articolo 42 Cost., ogni limitazione degli stessi (nel nostro caso, la conversione forzata) dovrebbe essere posta in essere esclusivamente per il perseguimento di un interesse pubblico e a condizione che il titolare del diritto leso (nel nostro caso, il creditore che subisce la conversione) riceva un equo indennizzo.

Si è anche affermato¹⁰² che le ipotesi di conversione forzata potrebbero rappresentare una limitazione costituzionalmente illegittima¹⁰³ della libertà di iniziativa economica di cui all'articolo 41 della Carta fondamentale. Tale affermazione non sembra priva di fondamento, specie se il riferimento alla libertà di iniziativa economica viene esteso all'autonomia negoziale privata in generale, da intendersi anche negativamente come libertà contrattuale di non intraprendere forzatamente

¹⁰¹ S. RODOTÀ, *Art. 42*, in *Commentario della Costituzione* a cura di Giuseppe Branca, Bologna, 1982, 69 ss. I dubbi circa la possibile sovrapposizione tra la norma di cui all'articolo 23 e quella di cui all'articolo 42 della Carta Costituzionale sembrano essere stati esclusi dalla dottrina, che ha sottolineato come la "prestazione patrimoniale" contemplata dall'articolo 23 consista in una decurtazione patrimoniale, come tale distinta dalla "espropriazione contemplata dall'articolo 42 della Carta, che consiste nella sottrazione al privato di un determinato bene o diritto, contro un'indennità in denaro, che mira a sanare la decurtazione". In tal senso v. M. MAZZIOTTI DI CELSO, *Lezioni di diritto costituzionale*, II, Milano, 1993, 299. Ferma restando tale distinzione concettuale, si è anche osservato che, nel caso di prestazione in natura di cose, l'acquisizione forzata contemplata dall'articolo 23 si realizza attraverso l'espropriazione per pubblico interesse o la requisizione. In tal senso P. BARILE, E. CHELI, S. GRASSI, *Istituzioni di diritto pubblico*, Padova, 2011, 329.

¹⁰² E. NORELLI, *Il giudizio di omologazione nel concordato preventivo*, *cit.*, 418.

¹⁰³ I dubbi circa la possibile sovrapposizione tra la norma di cui all'articolo 23 e quella di cui all'articolo 41 della Carta Costituzionale sembrano essere stati esclusi dalla Corte Costituzionale, che ha puntualizzato come l'articolo 41 copra un'area del tutto diversa, quella della "prestazione", cui i concetti di limite o di controllo dell'iniziativa privata, per la loro stessa natura e finalità, non sono in alcun modo riconducibili. In tal senso, Corte Cost., 23 aprile 1965, n. 30, in *Giurcost.org*.

una determinata attività economica.¹⁰⁴ I creditori non consenzienti, infatti, si troverebbero ad essere partecipi, contro o in assenza di una loro scelta volontaria, di un'attività economica e "astretti a un vincolo negoziale non voluto, che li priva dei loro crediti".¹⁰⁵ Non vi sarebbe qui soltanto modifica dei loro diritti di credito ma verrebbe a costituirsi, contro la loro volontà, un rapporto giuridico-contrattuale nuovo, che imporrebbe loro la partecipazione ad un'attività economica.¹⁰⁶

La libertà di iniziativa economica privata rappresenta un aspetto della libertà umana e, in particolare, uno dei mezzi mediante i quali l'individuo esprime la propria personalità ai sensi dell'articolo 2 della Costituzione.¹⁰⁷ Secondo un'autorevole impostazione¹⁰⁸ la libertà di iniziativa economica richiamerebbe il concetto di impresa fissato nell'articolo 2082 c.c. e sarebbe tanto ampia da comprendere anche le ipotesi di esercizio non professionale delle attività economiche. Altra impostazione¹⁰⁹ estende il concetto di iniziativa economica oltre la categoria dell'impresa, a qualsivoglia attività dalla quale il soggetto possa trarre un vantaggio economico, ivi inclusa ogni attività di investimento ovvero di impiego dei propri capitali nel processo produttivo, non necessariamente attraverso lo schema dell'impresa.¹¹⁰ Seguendo tale più ampia accezione, il primo comma dell'articolo 41 della Carta andrebbe riferito anche alla libertà di compiere o di non compiere investimenti, determinandone

¹⁰⁴F. GALGANO, *Art. 41, in Commentario della Costituzione* a cura di Giuseppe Branca, Bologna, 1982, 1 ss.

¹⁰⁵ E. NORELLI, *Il giudizio di omologazione nel concordato preventivo, cit.*, 418.

¹⁰⁶ E. NORELLI, *Il giudizio di omologazione nel concordato preventivo, cit.*, 418.

¹⁰⁷ F. GALGANO, *La libertà di iniziativa economica privata nel sistema delle libertà costituzionali, in Tratt. dir. comm. Galgano, I*, Padova, 1977, 513.

¹⁰⁸ F. GALGANO, *La libertà di iniziativa economica privata nel sistema delle libertà costituzionali, cit.*, 513.

¹⁰⁹ M. MAZZIOTTI DI CELSO, *Lezioni di diritto costituzionale, II*, Milano, 1993, 151. In senso analogo, V. SPAGNOLO-VIGORITA, *L'iniziativa economica privata nel diritto pubblico*, Napoli, 1959, 68.

¹¹⁰ A. BALDASSARRE, *Voce Iniziativa economica privata, in Enc. dir.*, Milano, 1971, 590 e 594.

qualità e quantità, con l'esclusione di qualsiasi coercizione circa la destinazione dei propri capitali al processo produttivo.¹¹¹

Si ritiene, inoltre, che la libertà costituzionalmente garantita dall'articolo 41 della Carta comprenda sia l'esercizio individuale che quello collettivo dell'attività d'impresa. A tal riguardo, essa non andrebbe riferita *tout court* alla partecipazione del socio al contratto sociale (art. 2247 c.c.) ma in concreto alla partecipazione, insieme agli altri soci e nelle modalità previste dall'ordinamento societario, all'attività economica oggetto del contratto stesso. Con riferimento specifico alle società di capitali, occorre pertanto distinguere diverse ipotesi. In alcuni casi, infatti, il socio si limita ad investire una parte dei propri fondi nella partecipazione sociale acquistando una partecipazione di minoranza;¹¹² in altri casi, invece, il privato detiene un pacchetto azionario di maggioranza, tale da consentirgli di controllare o quanto meno influenzare l'esercizio dell'impresa. Solo in tali ultimi casi la fattispecie dovrà essere ricondotta nell'alveo della tutela di cui all'art. 41 della Costituzione.¹¹³

Alla luce di quanto precede, le ipotesi di conversione forzosa potrebbero, in astratto, sollevare dei dubbi di costituzionalità in merito all'articolo 41 della Carta, dubbi che

¹¹¹ A. BALDASSARRE, Voce *Iniziativa economica privata*, cit., 600. Va anche considerato che la libertà di iniziativa economica di cui all'articolo 41 Cost. presuppone, evidentemente, il riconoscimento di altri diritti e libertà attribuite ai privati quali, innanzi tutto, la proprietà privata e la libertà di contrarre. Difatti, lo svolgimento dell'attività di impresa implica la possibilità di acquistare ed esercitare il diritto di proprietà sui mezzi di produzione. È altrettanto pacifico che lo svolgimento dell'attività imprenditoriale si espliciti mediante la stipulazione di contratti (con fornitori, clienti, lavoratori etc.) e, pertanto, implichi il riconoscimento della libertà contrattuale in capo all'imprenditore. Nello stesso tempo, occorre sottolineare che la libertà di iniziativa economica privata esprime un *quid pluris* rispetto ai diritti menzionati. L'imprenditore non si limita, infatti, ad essere proprietario dei fattori della produzione o a stipulare contratti. Egli ha il compito di organizzare tali fattori così che possano produrre un'utilità economica ulteriore, che considerati atomisticamente non sarebbero idonei a produrre. Sul punto, F. GALGANO, *La libertà di iniziativa economica privata nel sistema delle libertà costituzionali*, cit., 513. G. F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, I, *Diritto dell'impresa*, Torino, 2007.

¹¹² In tali casi la norma costituzionale di riferimento dovrebbe essere l'articolo 42 in tema di diritto di proprietà. Così, F. GALGANO, *Art. 41*, cit., 7.

¹¹³ F. GALGANO, *Art. 41*, cit., 7 ss.

dovrebbero però essere limitati alle ipotesi in cui il creditore-socio acquista in seguito alla conversione una partecipazione tanto rilevante da consentirgli di controllare l'impresa. Sarebbero di conseguenza da escludere le ipotesi in cui il creditore non ha una quantità di diritti di voto tale da attribuirgli il controllo, individuale o congiunto. Entro tale ristretto novero di ipotesi occorre valutare se la riserva di legge ex art. 41 Cost. sia stata rispettata e, in particolare, se la conversione sia adeguatamente coperta da una previsione legislativa di rango primario conforme agli obiettivi di cui al secondo comma della norma costituzionale.¹¹⁴

¹¹⁴ L'articolo 41, così come l'articolo 42 della Costituzione in tema di proprietà, non individua una libertà inviolabile e incompressibile dall'ordinamento,¹¹⁴ ma una riserva di legge che, sebbene non menzionata espressamente dalla Carta, si estende al secondo comma, ove si riserva al legislatore l'individuazione dell'utilità sociale cui orientare l'esercizio dell'iniziativa economica privata. In tal senso, Corte Cost., 23 aprile 1965, n. 30, in *Giurcost.org*.

CAPITOLO SECONDO
LE OPERAZIONI DI *DEBT FOR EQUITY SWAP* RICONDUCEBILI AL
PARADIGMA DEL CONTRATTO

1. Le operazioni di *debt for equity swap* riconducibili al paradigma del contratto. Il "contratto di sottoscrizione" e i negozi ad esso funzionalmente collegati.

Il presente Capitolo è dedicato all'esame delle operazioni di *debt for equity swap* riconducibili al diritto dei contratti, ossia quelle in cui tutte le parti (la società e ciascuno dei creditori coinvolti) prestano il proprio consenso alla conversione.

Il perfezionamento dell'accordo contrattuale determina il sorgere di reciproche obbligazioni in capo alle parti, di talché i sottoscrittori si obbligano ad eseguire in favore della società gli apporti convenuti mediante compensazione dei propri diritti di credito e la società (unitamente ai soci, qualora partecipino all'operazione) si impegna ad emettere o, a seconda dei casi, a trasferire ai creditori le azioni o gli altri strumenti finanziari oggetto del negozio. Si verificano, pertanto, modificazioni entro la sfera giuridico-patrimoniale di tutte le parti, in quanto la società subisce una modificazione della propria struttura finanziaria e, in alcuni casi corporativa, i soci, ove partecipino all'operazione, subiscono una modificazione della propria sfera patrimoniale, e i creditori accettano l'estinzione dei propri diritti di credito a fronte dell'acquisto di azioni o di altri strumenti finanziari.¹¹⁵

Come si vedrà più diffusamente, l'operazione consta di diversi contratti funzionalmente collegati tra loro. Nella prima parte del Capitolo Secondo si esamina il nucleo principale della stessa, qui convenzionalmente definito "contratto di sottoscrizione" che, a seconda dei casi, può essere rappresentato da un aumento di

¹¹⁵ La causa del contratto non si esaurisce, tuttavia, nel mero scambio patrimoniale tra apporto e strumenti finanziari ma presenta ulteriori profili di carattere associativo, che andranno analizzati caso per caso alla luce dei diritti corporativi previsti dagli strumenti finanziari oggetto dell'operazione. Sul punto, C. A. BUSI, *Aumento del capitale nelle s.p.a. e s.r.l.*, Milano, 2013, 225 e 233 s.

capitale ovvero da altro negozio con effetti analoghi e si sostanzia nell'alienazione onerosa di azioni o di altri strumenti finanziari (di nuova emissione o già emessi) da parte della società (e/o dei soci, qualora partecipino all'operazione) ai creditori. Nella seconda parte del Capitolo l'esame viene esteso ai negozi funzionalmente collegati al contratto di sottoscrizione, così da ottenere un quadro complessivo dell'operazione economica.

2. L'aumento di capitale quale schema ricorrente di "contratto di sottoscrizione" nelle operazioni di *debt for equity swap*. Inquadramento dell'aumento di capitale come contratto consensuale.

Le operazioni di conversione vengono sovente perfezionate mediante un aumento di capitale.¹¹⁶ Si prevede, in particolare, che la società deliberi un aumento di capitale

¹¹⁶ La letteratura in tema di aumento di capitale è molto ampia. Senza pretesa di esaustività, v. F. GALGANO, *Aumento di capitale solo parzialmente eseguito*, in *Giur. comm.*, 1976, II, 499 ss.; A. PACIELLO, *Considerazioni sulla struttura del contratto di sottoscrizione*, in *Banca borsa*, 1983, II, 91 ss.; P. MARCHETTI, *Problemi in tema di aumento di capitale*, in AA.VV., *Aumenti e riduzioni di capitale*, Milano, 1984; U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di P. Rescigno, XVII, Torino, 1985, 88 ss.; M. S. SPOLIDORO, *Commento all'art. 20 d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, 168 ss.; B. QUATRARO – S. D'AMORA, *Le operazioni sul capitale. Aumenti e riduzioni del capitale sociale. Prestiti obbligazionari. Azioni proprie*, Milano, 1994; M. MUSCARIELLO, *Sulla consensualità del contratto di sottoscrizione di azioni di nuova emissione in sede di aumento di capitale*, in *Dir. e giur.*, 1994, 474 ss.; V. MAJELLO, *L'esercizio del diritto di opzione per le azioni di nuova emissione*, in *Giur. comm.*, 1996, 137 ss.; D. RANDO, *Negozi di sottoscrizione di azioni e consensualità*, in *Dir. fall.*, 1996, II, 635 ss.; E. ZUCCONI GALLI FONSECA, *Consensualità del contratto di sottoscrizione di azioni di nuova emissione*, in *Società*, 1996, 893 ss.; L. FARENGA, *Sulla natura giuridica della sottoscrizione del capitale sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, II, 466 ss.; G. LAURINI, *Della pretesa contestualità tra sottoscrizione e versamento di tre decimi dell'aumento di capitale*, in *Riv. not.*, 1997, 1520 ss.; A. SCHERMI, *Deliberazione assembleare di aumento del capitale sociale mediante emissione di nuove azioni: modalità per il versamento dei tre decimi del valore nominale e condizioni per l'ordine di iscrizione nel registro delle imprese*, in *Giust. civ.*, 1998, 2807 ss.; E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001; F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Tratt. dir. comm. Galgano*, XXIX, Padova, 2003, 369 ss.; C. A. BUSI, *S.p.a. – s.r.l., Operazioni sul capitale*, Milano, 2004; F. GUERRERA, *Sub art. 2438-2439*, in *Aa. Vv., Società di capitali, Commentario* a cura di F. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, II, 1155 ss.; A. M. TRIMARCHI, *L'aumento del capitale sociale*, Milano, 2007; S. A. CERRATO, *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove S.r.l.*, opera diretta da M. Sarale, Bologna, 812 ss.; A.

reale, generalmente inscindibile, e che taluni creditori lo sottoscrivano nella misura concordata per poi adempiere all'obbligo di sottoscrizione mediante la compensazione del proprio credito con il credito da sottoscrizione vantato nei loro confronti dalla società.¹¹⁷ In molti casi la delibera di aumento del capitale prevede l'esclusione del diritto di opzione *ex art.* 2441, commi 5° e 6°, c.c. a favore di alcuni terzi-creditori. In altri casi il diritto di opzione è oggetto di rinuncia da parte dei soci, che così consentono agli amministratori di offrire la sottoscrizione dell'inoptato ai creditori che partecipano all'operazione.¹¹⁸

Il procedimento di aumento di capitale comprende le seguenti attività giuridiche.

(i) L'assemblea (o, su preventiva delega della stessa, l'organo amministrativo) delibera l'aumento di capitale e ne stabilisce termini e condizioni, ivi inclusa la tipologia di azioni di nuova emissione, i termini e le modalità della sottoscrizione e dell'esecuzione dei versamenti.¹¹⁹

(ii) Successivamente all'approvazione della delibera, gli amministratori, quali legali rappresentanti della società, comunicano ai soci o agli altri sottoscrittori cui l'aumento è riservato la volontà della società di offrire loro le suddette azioni.¹²⁰

(iii) Appreso il contenuto della delibera, i soci che intendono prendere parte all'aumento di capitale o gli altri sottoscrittori cui l'aumento è riservato, nel termine

ANGELONE ITALIANO, *L'aumento di capitale contestualmente sottoscritto*, Roma, 2013, 22 ss.; C. A. BUSI, *Aumento del capitale nelle s.p.a. e s.r.l.*, Milano, 2013.

¹¹⁷ E. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, cit., 181; P. OLIVIERO, *"Conversione" del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa*, cit., 91.

¹¹⁸ P. CARRIÈRE, *Dal merger leveraged buy out al (de-merger) de-leveraged sell out: la "conversione" dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione*, cit., 278.

¹¹⁹ B. QUATRARO – S. D'AMORA, *Le operazioni sul capitale. Aumenti e riduzioni del capitale sociale. Prestiti obbligazionari. Azioni proprie*, cit., 8.

¹²⁰ Tale comunicazione potrebbe risultare superflua nel caso in cui i soci che successivamente partecipano alla sottoscrizione abbiano partecipato all'assemblea e, quindi, siano già venuti a conoscenza della delibera di aumento del capitale.

fissato dalla delibera comunicano agli amministratori la propria volontà di sottoscrivere l'aumento di capitale e, contestualmente, versano nelle casse della società una quota del proprio conferimento, pari almeno al 25 per cento dell'aumento sottoscritto o all'intero aumento di capitale nel caso di conferimento in natura (artt. 2439 e 2440 c.c. in tema di s.p.a. e 2481-*bis*, comma 4° c.c. in tema di s.r.l.).

(iv) Nel caso in cui l'aumento di capitale non sia liberato immediatamente per intero, i sottoscrittori liberano la restante parte versando nelle casse della società il valore residuo richiesto in ragione della propria sottoscrizione.

(v) Nei trenta giorni dall'avvenuta sottoscrizione, gli amministratori depositano per l'iscrizione nel registro nelle imprese un'attestazione che l'aumento di capitale è stato eseguito (art. 2444 c.c. in tema di s.p.a. e art. 2481-*bis*, comma 6° c.c. in tema di s.r.l.).

La natura giuridica dell'aumento di capitale è stata al centro di annose discussioni. Le tesi formulate sono riconducibili a due orientamenti principali. Secondo il primo,¹²¹ che può considerarsi minoritario, l'operazione dovrebbe essere qualificata come un atto organizzativo della società e non avrebbe, pertanto, natura contrattuale. Il secondo orientamento,¹²² che ha raccolto il consenso della giurisprudenza

¹²¹ E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, cit., 64; V. MAJELLO, *L'esercizio del diritto di opzione per le azioni di nuova emissione*, cit., 137 s.; L. FARENGA, *Sulla natura giuridica della sottoscrizione del capitale sociale*, cit., 466.

¹²² Aderiscono a tale orientamento, seppure con diverse sfumature: A. ANGELONE ITALIANO, *L'aumento di capitale contestualmente sottoscritto*, cit., 22 ss.; C. A. BUSI, *Aumento del capitale nelle s.p.a. e s.r.l.*, cit., 227; S. RAMPOLLA, *Riduzione del capitale per esuberanza e congruità dell'oggetto sociale*, in *Società*, 1996, 191; A. FABRIZIO, *Ipotesi di riduzione del capitale sociale non previste dalla legge*, in *Società*, 1994, 503; U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, cit., 88. Circa la struttura del contratto di sottoscrizione, tuttavia, vi sono differenti ricostruzioni. Alcuni autori, infatti, ritengono si tratti di contratto bilaterale di scambio a prestazioni corrispettive tra la società e i sottoscrittori (F. CHIOMENTI, *La revoca delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1969, 164; E. MASCHIO, *Mancata sottoscrizione di tutto il capitale deliberato e pretesa cancellazione dell'iscrizione*, in *Dir. fall.*, 1976, II, 250; G. TANTINI, *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padova, 1980, 253; F.

dominante, propende invece per attribuire all'operazione natura contrattuale. Si parla, in tal senso, di "contratto di sottoscrizione di aumento di capitale".

Coloro che escludono la natura contrattuale dell'aumento di capitale ritengono che esso difetti dell'autosufficienza funzionale che dovrebbe connotare un contratto.¹²³

L'aumento di capitale sarebbe pertanto un atto giuridico (non negoziale) di adesione ad un contratto aperto già stipulato in precedenza finalizzato all'estensione della sfera soggettiva coinvolta nell'originario programma negoziale,¹²⁴ ossia un meccanismo di determinazione o modificazione dell'organizzazione costituita mediante il contratto sociale. Esso vincolerebbe tutti i soci non già in ragione di un nuovo e autonomo contratto, ma in virtù del consenso che questi hanno già prestato quando hanno preso parte alla stipulazione dell'originario contratto di società. La natura regolamentare e non contrattuale della delibera risulterebbe confermata dal fatto che anche i soci assenti e quelli dissenzienti dovrebbero ritenersi ad essa vincolati e ciò confermerebbe l'inapplicabilità delle regole del contratto. Seguendo tale ricostruzione la delibera di aumento del capitale non avrebbe natura di proposta contrattuale, non essendo rivolta ad alcun destinatario in particolare, mentre l'atto di

MARTORANO, *La revocatoria dei conferimenti in società di capitali*, Milano, 2000, 34; F. GUERRERA, *Sub art. 2438-2439*, in Aa. Vv., *Società di capitali, Commentario* a cura di F. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, Tomo II, 1155; A. ANGELONE ITALIANO, *L'aumento di capitale contestualmente sottoscritto*, *cit.*, 26. Un diverso orientamento sostiene invece che il contratto di sottoscrizione di aumento di capitale sia un contratto aperto ai sensi dell'art. 1332 c.c. La delibera assembleare, quindi, sarebbe un'offerta al pubblico ex art. 1336 c.c., mentre le sottoscrizioni, ove conformi alla proposta, sarebbero da qualificare come dichiarazioni di accettazione idonee a formare l'accordo contrattuale secondo il meccanismo di cui all'articolo 1326 c.c. (F. GALGANO, *Aumento di capitale solo parzialmente eseguito*, *cit.*, 499; F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, *cit.*, 2003, 369. In giurisprudenza, Cass. 18 ottobre 1982, n. 5407, in *Foro it.*, 1983, I, 385; App. Torino, 15 dicembre 1982, in *Società*, 1982, 1143. Sul punto, v. anche F. BORDIGA, *Emissione di assegni a favore di società azionario in pendenza di aumento di capitale: formazione del vincolo di apporto e profili di qualificazione*, in *Banca borsa*, 2008, II, 540.

¹²³ E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, *cit.*, 64.

¹²⁴ E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, *cit.*, 88 s.

sottoscrizione sarebbe un atto unilaterale del tutto svincolato dalla delibera, di natura meramente dichiarativa e non negoziale, che non potrebbe pertanto essere qualificato come accettazione né adesione a un contratto aperto ai sensi dell'art. 1332 c.c., non potendo il dichiarante modificare o derogare agli effetti che la legge attribuisce a tale dichiarazione, analogamente a quanto avviene nel caso di accettazione di eredità disposta nel testamento.¹²⁵

Sul fronte opposto si colloca l'orientamento maggioritario, che attribuisce all'aumento di capitale natura di contratto stipulato tra la società e i sottoscrittori, siano essi soci che esercitano il diritto di opzione oppure soggetti estranei alla compagine sociale.

Nell'ambito di tale inquadramento la delibera assembleare che approva l'aumento di capitale viene qualificata come proposta contrattuale, da portare a conoscenza dei sottoscrittori da parte dei legali rappresentanti della società (come sembra essere confermato dall'articolo 2481-*bis* c.c. in tema di s.r.l.),¹²⁶ mentre la sottoscrizione costituisce la dichiarazione di accettazione della proposta.¹²⁷

¹²⁵ V. MAJELLO, *L'esercizio del diritto di opzione per le azioni di nuova emissione*, cit., 137 s.; In senso analogo, L. FARENGA, *Sulla natura giuridica della sottoscrizione del capitale sociale*, cit., 466; e E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, cit., 116.

¹²⁶ Secondo B. QUATRARO – S. D'AMORA, *Le operazioni sul capitale. Aumenti e riduzioni del capitale sociale. Prestiti obbligazionari. Azioni proprie*, cit., 10, nel caso in cui la proposta è rivolta al mercato, essa è qualificabile come offerta al pubblico, rivolgendosi ad una moltitudine indifferenziata di destinatari). Nello stesso senso, C. A. BUSI, *S.p.a. – s.r.l., operazioni sul capitale*, cit., 231. In giurisprudenza, Cass., 18 ottobre 1982, n. 5407, in *Dir. fall.*, 1983, II, 891; Trib. Milano, 15 dicembre 1988, in *Giur. it.*, 1981, I, II, 353.

¹²⁷ Secondo C. A. BUSI, *Aumento del capitale nelle s.p.a. e s.r.l.*, cit., 231, la sottoscrizione delle azioni integrerebbe un contratto sia nella fase della costituzione che in quella di aumento del capitale. In particolare, i due contratti sarebbero strettamente connessi essendo l'aumento di capitale un contratto autonomo che, però, "si innesta sull'originario contratto di società, in corso di esecuzione, e lo modifica". Tale ricostruzione sembra cogliere le connessioni tra la sottoscrizione in sede di costituzione della società e quella eseguita in sede di aumento del capitale sociale, che suggerirebbe di affrontare tutte le problematiche in tema di aumento di capitale anche mediante un ricorso, quanto meno in via sussidiaria, alle norme in materia di costituzione della società. Non convince, però, l'affermazione secondo la quale, stante la struttura di contratto aperto di cui all'art. 1332 c.c., la proposta contrattuale di sottoscrizione dovrebbe ascrivere non già alla società, ma ai soci della stessa, ovvero agli stessi soggetti che, avendo già stipulato il contratto di società, decidono di modificarlo operando

L'orientamento che propende per la natura contrattuale dell'aumento di capitale appare preferibile, specie con riferimento all'ipotesi in cui il sottoscrittore non esegue i versamenti concordati. In tal caso, infatti, la società potrebbe agire nei confronti del sottoscrittore per inadempimento contrattuale utilizzando i rimedi previsti dall'ordinamento. Non convincono, invece, le ricostruzioni proposte da chi nega la natura contrattuale dell'operazione e, qualificando l'inadempimento del sottoscrittore come "*fallimento dell'operazione societaria*", osserva che "*il contatto tra società e terzi*" sarebbe "*idoneo ad essere trattato come un qualsiasi "contatto volontario" fra privati, produttivo di conseguenze patrimoniali: occorrerà discutere dunque, in detta eventualità, le conseguenze giuridiche soggettive (restitutorie o risarcitorie o quant'altro) di tale vicenda*".¹²⁸

Quanto al momento in cui il contratto di sottoscrizione può considerarsi perfezionato, gli orientamenti non sono univoci e, in particolare, si discute circa la natura consensuale o reale di tale contratto.¹²⁹ Ulteriore questione dibattuta riguarda

sul capitale sociale oppure estendendo la compagine sociale a soggetti diversi dagli originari contraenti. Tale affermazione non sembra cogliere che, proprio in esecuzione del contratto di società, nell'ambito del contratto di sottoscrizione è la società, e non i soci, ad esprimere la volontà di contrarre. Sul punto, cfr. App. Torino, 15 dicembre 1982, in *Società*, 1982, 1143. Il contratto di sottoscrizione dell'aumento di capitale può concludersi oralmente o per atto scritto e, pertanto, la dichiarazione di sottoscrizione potrà essere rilasciata verbalmente (ed eventualmente verbalizzata in assemblea) oppure per iscritto. In tal senso, B. QUATRARO – S. D'AMORA, *Le operazioni sul capitale. Aumenti e riduzioni del capitale sociale. Prestiti obbligazionari. Azioni proprie*, cit., 14.

¹²⁸ E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, cit., 64.

¹²⁹ Il dibattito è principalmente incentrato sull'interpretazione delle norme, rispettivamente in materia di s.p.a. e di s.r.l., di cui agli articoli 2439, comma 1° c.c. e 2481-*bis*, comma 4°, c.c. ove si stabilisce che i sottoscrittori delle azioni di nuova emissione devono, all'atto della sottoscrizione, versare alla società un importo almeno pari al venticinque per cento delle azioni o quote sottoscritte. Secondo un primo orientamento, il contratto di sottoscrizione avrebbe natura reale richiedendo, come elemento essenziale, la contestuale consegna alla società della prescritta quota del prezzo di emissione. In tal senso, F. GALGANO, *Aumento di capitale solo parzialmente eseguito*, cit., 499; F. GALGANO, *La società per azioni*, in *Tratt. dir. comm. Galgano*, Padova, 1988, 376; U. BELVISO, *Realità e consensualità nel contratto di sottoscrizione di azioni di nuova emissione*, in *Giur. comm.*, 1981, II, 319 ss; U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, cit., 92 ss.; A. PACIELLO, *Considerazioni sulla struttura del contratto di sottoscrizione*, cit., 91 ss.; e, seppure con argomentazioni differenti, v.

P. MARCHETTI, *Problemi in tema di aumento di capitale, cit.*, 90 ss. Sembrano optare per la natura reale del contratto anche V. MAJELLO, *L'esercizio del diritto di opzione per le azioni di nuova emissione, cit.*, 141 ss.; e G. LAURINI, *Della pretesa contestualità tra sottoscrizione e versamento di tre decimi dell'aumento di capitale, cit.*, 1520. In giurisprudenza, Trib. Genova, 17 ottobre 1990, in *Società*, 1991, 648 ss.; App. Roma, 15 maggio 1992, in *Riv. dir. impr.*, 1993, 97 ss.. A sostegno della natura reale del contratto di sottoscrizione si è argomentato che il tenore letterale del menzionato articolo 2439 c.c. sarebbe ispirato agli stessi principi di cui all'articolo 2329 n. 2 c.c. in tema di costituzione della società che, rinviando all'articolo 2342, 2° comma, c.c., annovera tra le condizioni per la costituzione il versamento del 25% dei conferimenti in denaro o, nel caso di società unipersonale, il loro intero ammontare. In tal senso, l'espressione utilizzata nella disposizione codicistica dovrebbe portare a considerare il versamento iniziale come una condizione del perfezionamento dell'aumento di capitale che, pertanto, non potrebbe ritenersi perfezionato con la sola dichiarazione di accettazione – sottoscrizione (in tal senso App. Roma, 15 maggio 1992, in *Riv. dir. impr.*, 1993, 97 e, più recentemente, Trib. Torino, 10 maggio 2010, in *Foro Pad.*, 2011, I, 658, ove si afferma che il tenore letterale della norma di cui agli articoli 2439 e 2481-*bis* c.c. sembrerebbe imporre il versamento contestualmente alla sottoscrizione, "evidentemente a pena di inefficacia della sottoscrizione"). Secondo A. PACIELLO, *Considerazioni sulla struttura del contratto di sottoscrizione, cit.*, 94, l'esecuzione del conferimento iniziale servirebbe a garantire l'effettività della prestazione del medesimo, altrimenti rimessa all'insufficiente controllo operato dagli amministratori. Lo stesso Autore, *ibidem*, 96, fornisce ulteriori spunti di natura sistematica a sostegno della natura reale e non consensuale del contratto di sottoscrizione prendendo in considerazione l'articolo 2352, comma 2°, c.c., ove si stabilisce che il sottoscrittore, nel caso di azioni gravate da pegno o da usufrutto, deve far pervenire le somme necessarie al creditore pignoratizio o all'usufruttuario entro tre giorni dalla relativa scadenza e che, in caso contrario, deve procedersi all'alienazione qualora gli altri soci non si offrano di acquistarlo. La conseguenza prevista nel caso di mancato pagamento confermerebbe che il versamento dovrebbe avvenire al momento della sottoscrizione. Quanto al profilo funzionale della norma in analisi, si è anche affermato che il versamento immediato dei decimi iniziali servirebbe ad assicurare alla società la disponibilità immediata di almeno una parte dei conferimenti e non di meri crediti, oltre che a rendere più serio l'impegno dei soci, i quali avrebbero ragione di temere la ritenzione dei versamenti iniziali nel caso di inadempimento (così, Trib. Foggia, 16 luglio 1980, in *Giust. civ.*, 1980, I, 2804). In dottrina si è infine affermato che la tesi consensualistica creerebbe una sorta di disparità di trattamento tra i soci che versano i decimi iniziali immediatamente all'atto della sottoscrizione e quelli che, invece, si limitano ad impegnarsi al versamento e che, sostenendo la natura consensuale del contratto di sottoscrizione, non avrebbe senso il tenore dell'articolo 2344 c.c., ove si affida agli amministratori il compito di richiedere i versamenti residui (così, sempre A. PACIELLO, *Considerazioni sulla struttura del contratto di sottoscrizione, cit.*, 96). Secondo l'opposto orientamento dottrinale, che sembra trovare riscontro nella giurisprudenza maggioritaria, il contratto di sottoscrizione dovrebbe ritenersi concluso quando la dichiarazione di sottoscrizione giunge a conoscenza della società. Con essa, infatti, il sottoscrittore acquista la qualità di socio e il diritto a ricevere dalla società un certo numero di azioni di nuova emissione e si obbliga a eseguire il conferimento nella misura e nei termini previsti dalla delibera di aumento. Il contratto, pertanto, dovrebbe considerarsi valido ed efficace anche in assenza del versamento iniziale. Quanto all'interpretazione letterale delle norme codicistiche, si argomenta che l'articolo 2439, 1° comma, c.c. sembra evidenziare l'immediatezza del dovere di versamento rispetto alla sottoscrizione, senza tuttavia indicare che il versamento stesso debba considerarsi parte del procedimento formativo dell'accordo contrattuale. A sostegno della natura consensuale del contratto di sottoscrizione si è affermato, inoltre, che la stessa formulazione della norma non menziona il versamento iniziale quale atto necessariamente contestuale alla sottoscrizione e consente di isolare il versamento iniziale dall'*iter* formativo del negozio. Quanto alle altre norme codicistiche utilizzate dai sostenitori della natura reale del contratto di sottoscrizione, va detto che sia l'art. 2466 c.c. che l'articolo 2472 c.c. non fanno alcuna differenza tra i versamenti iniziali e quelli successivi (S. A. CERRATO, *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove S.r.l.*, opera diretta da M. Sarale, Bologna, 812). A tal riguardo, si è evidenziato (E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, *cit.*, 244) che le norme codicistiche in materia di contratti reali adottano un differente tenore letterale senza distinguere la dichiarazione negoziale dalla consegna, quasi a

l'ipotesi di aumento del capitale scindibile, ove è discusso se i sottoscrittori acquistino la qualità di socio allo spirare del termine per la sottoscrizione delle azioni ovvero all'atto stesso della sottoscrizione.¹³⁰ Non essendo possibile in questa sede

sottolineare che la consegna stessa è elemento essenziale delle fattispecie affinché si producano gli effetti giuridici ad essa associati dalla legge (cfr. artt. 1766 c.c. in materia di deposito, 1803 c.c. in materia di comodato, 1813 c.c. in materia di mutuo). Ulteriori riferimenti di natura sistematica potrebbero ricavarsi dalle norme in materia di conferimenti in natura (art. 2342 comma 3°, c.c.), ove il legislatore sceglie di richiamare la norma in materia di aumento a titolo oneroso senza, quindi, qualificare la liberazione come momento perfezionativo del contratto di sottoscrizione. Essa, piuttosto, servirebbe a garantire la società rispetto al pericolo di azioni dei creditori particolari del socio sottoscrittore. Sempre con riguardo ai profili sistematici dell'istituto, si è argomentato che sarebbe difficilmente concepibile un contratto reale ove presupposto del perfezionamento è la consegna solo parziale dell'oggetto. Altro argomento riguarda la distonia della fattispecie in oggetto rispetto al contenuto quasi costante dei contratti reali, ove la consegna del bene produce un'obbligazione restitutoria dello stesso in capo all'*accipiens*. Nel nostro caso, invece, l'*accipiens* è anzi creditore per il versamento del restante valore (E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a., cit.*, 234 s.) Ulteriore argomento è stato rinvenuto nella Relazione al Codice Civile (n. 994), che equipara il ruolo svolto dal versamento iniziale nell'aumento di capitale a quello svolto dallo stesso in sede di costituzione, ove notoriamente il versamento iniziale non è presupposto per il perfezionamento del contratto. Si evidenzia, a tal proposito, che nel nostro ordinamento, a differenza di quello tedesco, manca una disposizione che subordina espressamente l'efficacia del contratto di sottoscrizione all'esecuzione del versamento iniziale. (E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a., cit.*, 256). Propendono per la natura consensuale del contratto di sottoscrizione di aumento di capitale A. ANGELONE ITALIANO, *L'aumento di capitale contestualmente sottoscritto, cit.*, 26; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società, in Diritto commerciale*, Torino, 2009; E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a., cit.*, 236 ss.; V. SALAFIA, *Sottoscrizione del capitale e correlativo versamento, in Società*, 1993, 317; F. DI SABATO, *Quando va effettuato il versamento dei tre decimi?* in *Riv. dir. impr.*, 1993, 98 ss; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1987, 239; L. FARENGA, *Sulla natura giuridica della sottoscrizione del capitale sociale, cit.*, 462; F. TASSINARI, *Commento a Cass., 26 gennaio 1996, n. 611, in Notariato*, 1996, 209 ss.; M. MALTONI, *Consensualità del contratto di sottoscrizione e qualificazione giuridica dell'obbligo di versamento dei tre decimi: spunti di riflessione, in Giur. comm.*, 1997, II, 655 ss.; ss; D. RANDO, *Negoziato di sottoscrizione di azioni e consensualità, cit.*, 635 ss; E. ZUCCONI GALLI FONSECA, *Consensualità del contratto di sottoscrizione di azioni di nuova emissione, cit.*, 893; A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963, 187; A. SCHERMI, *Deliberazione assembleare di aumento del capitale sociale mediante emissione di nuove azioni: modalità per il versamento dei tre decimi del valore nominale e condizioni per l'ordine di iscrizione nel registro delle imprese, cit.*, 2807; M. MUSCARIELLO, *Sulla consensualità del contratto di sottoscrizione di azioni di nuova emissione in sede di aumento di capitale, cit.*, 474; M. S. SPOLIDORO, *Commento all'art. 20 d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30, cit.*, 168 ss; C. ANGELICI, *La costituzione delle società per azioni, in Trattato Rescigno*, 16, Torino, 1985, 242 ss. In giurisprudenza, Cass. 26 gennaio 1996, n. 611, in *Giur. comm.*, 1996, II, 651; Trib. Milano, 20 giugno 2002, in *Banca borsa*, 2004, II, 223; Trib. Bari, 5 marzo 1979 e App. Bari, 9 maggio 1980, in *Giur. comm.*, 1981, II, 316; App. Brescia, 16 luglio 1992, in *Foro pad.*, 1993, I, 169 ss.; App. Milano, 11 settembre 1998, in *Dir. e prat. Soc.*, 1999, 17, 68 ss; Pret. Avellino 17 dicembre 1992, in *Dir. e giur.*, 1994, 474 ss.

¹³⁰ La tesi secondo la quale l'acquisto della qualità di socio si determina, in mancanza di disposizione contraria all'interno della deliberazione di aumento di capitale, allo spirare del termine previsto per la sottoscrizione delle azioni è sostenuta, tra gli altri, da G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale, Diritto delle società, cit.*, 516; E. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo, in Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 5, 1998, 68; P. MARCHETTI, *L'intervento in assemblea, Contr. e impresa*, 1986, 985; e, in giurisprudenza, v. Trib.

ripercorrere i termini di tali dibattiti, si preferisce aderire alla ricostruzione che propende per la natura consensuale del contratto, in base alla quale, a norma dell'articolo 1326 c.c. il contratto di sottoscrizione si conclude e produce i propri effetti nel momento in cui la società riceve la dichiarazione attraverso la quale i futuri soci esprimono la loro volontà di sottoscrivere la quota di aumento di capitale.¹³¹ La sottoscrizione costituisce, pertanto, una dichiarazione negoziale di accettazione e con essa il contratto di sottoscrizione può ritenersi concluso anche in assenza del versamento iniziale prescritto dalla legge (fermo restando che, in assenza di

Cagliari, 19 marzo 1998, in *Giur. comm.*, 1999, I, 1517. La tesi opposta, secondo la quale l'acquisto della qualità di socio si determina all'atto stesso della sottoscrizione, è invece sostenuta, tra gli altri, da F. GALGANO - L. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, I, *Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Tratt. dir. comm. Galgano*, Padova, 2006, 653; R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea delle s.p.a. - Profili procedurali*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 5, Torino, 1994, 203; L. CAROTA, *La revoca della deliberazione di aumento di capitale scindibile*, in *Contr. e impresa*, 1996, 859. L'argomento principale alla base di tale impostazione riguarda la supposta violazione del principio di parità di trattamento dei soci, alcuni dei quali potrebbero disporre dei diritti sociali prima di altri. Sul punto, si v. anche CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 96 "Efficacia delle sottoscrizioni di aumenti di capitale, prima del termine finale di sottoscrizione (artt. 2439, 2444, 2481-bis, c.c.)", che propende per il secondo orientamento, affermando che "in mancanza di espressa clausola che regoli l'efficacia nel tempo delle sottoscrizioni (...prevedendo la possibilità di eseguire "per tranches" la delibera di aumento), si deve ritenere che le sottoscrizioni degli aumenti di capitale sociale a pagamento, sia scindibili che inscindibili, producano i loro effetti a decorrere dall'integrale sottoscrizione dell'aumento ovvero, in caso di aumento scindibile sottoscritto solo in parte, a decorrere dallo spirare del termine finale di sottoscrizione". La massima, tuttavia, ritiene legittima la "clausola della deliberazione di aumento di capitale sociale a pagamento, con la quale (salvi gli effetti dell'iscrizione nel registro delle imprese della deliberazione medesima, ai sensi dell'art. 2436, comma 5, c.c.) si stabilisca, in caso di aumento scindibile, l'immediata efficacia di ciascuna dichiarazione di sottoscrizione - anche prima del termine finale di sottoscrizione, prima del termine per l'esercizio del diritto di opzione e prima dell'integrale sottoscrizione dell'aumento deliberato - con conseguente attribuzione, al momento stesso della sottoscrizione, delle partecipazioni sottoscritte e della relativa legittimazione all'esercizio dei diritti sociali".

¹³¹ A tale fattispecie dovrebbe applicarsi, quindi, la norma di cui all'articolo 1335 c. c., che stabilisce una presunzione relativa di conoscibilità della proposta (e non di conoscenza) così che il destinatario della proposta che sia giunta al proprio indirizzo può contestare l'avvenuta conclusione del contratto dimostrando di essere stato, senza sua colpa, nell'impossibilità di prenderne conoscenza. Sul tema della formazione dell'accordo contrattuale, v. A. CATAUDELLA, *I contratti. Parte generale*, Torino, 2014, 50 ss.

versamento, la società potrebbe usare nei confronti del socio moroso tutti gli strumenti previsti per la riscossione della quota nel caso di costituzione di società).¹³²

Le considerazioni che precedono consentono di qualificare l'aumento di capitale come contratto consensuale stipulato tra società e sottoscrittori. Tale inquadramento costituisce il necessario punto di partenza per esaminare alcuni profili problematici delle operazioni in discorso.

3. Adempimento dell'obbligo di sottoscrizione mediante compensazione. Superamento dei problemi sollevati dalla giurisprudenza in merito alla tutela dell'effettività del capitale sociale e al rispetto della disciplina in materia di conferimenti di crediti.

Nelle operazioni di conversione l'esecuzione dell'aumento di capitale assume caratteri peculiari in quanto non avviene mediante il versamento di un importo di denaro nelle casse della società ma attraverso la compensazione di un credito vantato dal sottoscrittore verso la società contro il credito vantato dalla società stessa in ragione del contratto di sottoscrizione.¹³³ Si tratta, quindi, di una significativa variazione rispetto alla sequenza di attività giuridiche descritte in precedenza.

La compensazione opera in seguito al perfezionamento del contratto, ossia, secondo l'impostazione qui prescelta, quando la società viene a conoscenza dell'accettazione

¹³² La norma che impone il versamento iniziale, quindi, avrebbe il solo fine di limitare la discrezionalità degli amministratori, che non potrebbero chiedere il versamento immediato di un importo corrispondente ad una quota più alta dell'aumento deliberato. In tal senso, Cass., 19 ottobre 2007, n. 22016, in *Società*, 2007, 159 e in *Giust. civ.*, 1, 663; Cass., 15 settembre 2009, n. 19813, in *Giust. civ. Mass.*, 2009, 1313 e in *Riv. dott. Comm.*, 2010, 187; Trib. Trani, 23 ottobre 2003, in *Società*, 2004, 477; Trib. Bari 5 marzo 1979; App. Bari 9 maggio 1980, in *Giur. comm.*, 1981, II, 1, 316; Trib. Napoli 25 giugno 1981, in *Riv. not.*, 1982, 298.

¹³³ Sul punto, P. OLIVIERO, "Conversione" del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, cit., 91 ss.

da parte del sottoscrittore.¹³⁴ A partire da tale momento la società può richiedere al sottoscrittore il pagamento del versamento iniziale (oppure della maggiore quota stabilita dalla delibera) e, a fronte di tale richiesta, il sottoscrittore può opporre la compensazione del debito da sottoscrizione con un proprio credito vantato nei confronti della società. In base alla disciplina codicistica in materia di compensazione (art. 1242 c.c.) i debiti da compensare sono da considerarsi estinti *ipso iure* dal giorno della loro coesistenza. Applicando tale principio alla fattispecie in esame, la società non necessiterà di porre in essere alcun'altra formalità dal momento che le reciproche posizioni di debito - credito dovranno ritenersi automaticamente estinte con il perfezionamento dell'aumento di capitale.¹³⁵

Circa l'ammissibilità della compensazione quale modalità esecutiva dell'aumento di capitale vi sono opinioni contrastanti. Un orientamento minoritario¹³⁶ propende per l'inammissibilità della compensazione, ritendendo che attraverso la stessa possano essere elusi i presidi normativi a tutela dell'effettività del capitale sociale nonché la normativa in tema di conferimento di crediti (art. 2423 *ter.* comma 6° c.c.). Una

¹³⁴V. SALAFIA, *Il versamento del capitale*, in *Società*, 2011, 10, 1177.

¹³⁵ V. SALAFIA, *Il versamento del capitale*, *cit.*, 1177 s. In tal senso, v. anche CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 125 del 5 marzo 2013. *Aumento di capitale e compensazione di crediti*, rinvenibile al sito: <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissionesocieta/125.aspx>, ove si chiarisce che "il modo di estinzione dell'obbligazione (...) opera in questa situazione in via automatica, ricorrendo tutti i presupposti della compensazione legale disciplinata dal codice civile", nonché, più recentemente, COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.G.38, *Modalità di esercizio della compensazione tra debito per sottoscrizione di un aumento a pagamento del capitale e credito per finanziamento soci* - 1° pubbl. 9/16.

¹³⁶ G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1986, 335. In giurisprudenza, Cass. 10 dicembre 1992, n. 13095, in *Giur. comm.*, 1994, II, 202 e ss.; Trib. Casale Monferrato, 20 febbraio 1995, in *Società*, 1995, 1194; App. Napoli, 17 dicembre 1994, in *Riv. not.*, 1995, 328, con specifico riferimento ad un caso di azzeramento del capitale sociale e ricostituzione. Non sembra invece influire sul dibattito circa l'ammissibilità della compensazione la recente pronuncia del Tribunale di Genova che invero esclude la compensazione solo in quanto, nel caso specifico, la delibera di aumento di capitale menzionava espressamente che l'aumento sarebbe dovuto avvenire "per mezzo di denaro contante". (Trib. Genova, 14 giugno 2005, in *Società*, 2005, 1000). Sembra andare in tal senso anche Cass. 22 febbraio 2005, n. 3577, in *Riv. not.*, 2006, 1, 215 e ss.

diversa tesi,¹³⁷ divenuta nettamente maggioritaria, propende invece per l'ammissibilità della compensazione in sede di esecuzione dell'aumento di capitale.

A sostegno dell'ammissibilità della compensazione si rileva innanzi tutto che essa è generalmente permessa (art. 1243 c.c.) salvo che non sia espressamente vietata dalla legge (art. 1246 c.c.).

Quanto alle obiezioni avanzate circa la tutela dell'effettività del capitale sociale, occorre distinguere il momento della costituzione della società da quello dell'aumento di capitale.¹³⁸ Solo nel primo caso, infatti, l'ordinamento richiede che sia assicurata la corrispondenza tra il valore numerico espresso dal capitale sociale e l'apporto effettivo di denaro e/o beni. In tale fase, la compensazione non potrebbe assicurare la predetta corrispondenza e garantire i creditori sociali.¹³⁹ Nel diverso contesto dell'aumento di capitale, invece, si ritiene che l'ordinamento non richieda un apporto effettivo al patrimonio della società. Tale assunto sembra trovare conferma nell'ipotesi di aumento del capitale a titolo gratuito ove, a fronte dell'aumento del

¹³⁷ C. ANGELICI, *Appunti sull'art. 2346 c.c. con particolare riguardo alla compensazione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 275 ss.; V. SALAFIA, *Aumento di capitale e conferimento di crediti*, in *Società*, 1988, 225 e ss.; F. DI SABATO, *Sulla estinzione per compensazione del debito di conferimento*, in *Contr. e impr.*, 1995, 656 ss.; N. ATLANTE, *Compensazione del credito del socio con il debito da sottoscrizione*, in *Società*, 1995, 45 e ss.; F. FANTI, *Compensazione di crediti del socio con debiti verso la società a r. l. per decimi non versati*, in *Società*, 2004, 587; M. S. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Tratt. Colombo - Portale*, I, Torino, 2004, 423 ss.; L. VITTORE, *Ritorna il divieto di compensazione in sede di aumento di capitale?*, in *Società*, 2005, 1002; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 125, *cit.*; N. ABRIANI, *I conferimenti*, in N. Abriani - S. Ambrosini - Oreste Cagnasso - P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, Vol. IV, Padova, 2010, 163 ss.; In giurisprudenza, Cass. 5 febbraio 1996, n. 936, in *Società*, 1996, 782; Cass. 24 aprile 1998, n. 4236, in *Foro it.*, 1998, I, 2892; Cass., 19 marzo 2009, n. 6711, in *Fallimento*, 2010, 172; Trib. Milano, 9 febbraio 1995, in *Società*, 1995, 1591; Trib. Napoli, 1 ottobre 1998, in *Giur. it.*, 1999, 3, 2115; App. Napoli, 13 maggio 2002, in *Dir. e giur.*, 2002, 236; App. Roma, 3 settembre 2002, in *Società*, 2003, 41.

¹³⁸ N. ABRIANI, *I conferimenti*, *cit.*, 162 s.; Cass. 5 febbraio 1996, n. 936, in *Società*, 1996, 782.

¹³⁹ Cass. 5 febbraio 1996, n. 936, in *Società*, 1996, 782; Cass. 24 aprile 1998, n. 4236, in *Giust. Civ.*, 1998, I, 2819. In senso contrario, con riferimento alla compensabilità dei debiti relativi ai versamenti ulteriori rispetto a quello relativo ai venticinque centesimi iniziali (sempre che dallo statuto o dalla delibera di aumento del capitale non risulti la precisa volontà della società che il conferimento venga adempiuto in denaro e non altrimenti), N. ABRIANI, *I conferimenti*, *cit.*, 164 s.;

capitale sociale, la società non consegue alcun effettivo incremento patrimoniale. Andrebbe peraltro sottolineato che, a differenza di quanto avviene nel caso di aumento di capitale nominale, nel caso di aumento di capitale a pagamento mediante compensazione, pure in assenza di apporti patrimoniali, la società consegue pur sempre un arricchimento in ragione della sopravvenuta estinzione di un debito.¹⁴⁰ Ovviamente, anche nell'ipotesi in cui si proceda con compensazione, il rispetto del principio di effettività del capitale sociale impone di portare in compensazione crediti aventi un valore pari o superiore (nel caso di sovrapprezzo) al valore nominale delle azioni emesse e sottoscritte dai creditori.¹⁴¹

Altro problema riguarda l'applicabilità della disciplina in materia di conferimenti di crediti, che impone che il credito sia oggetto di stima da parte di un esperto ai sensi dell'art. 2343 c.c.¹⁴² Sul punto appare preferibile la soluzione negativa. In primo luogo, occorre sottolineare come l'ipotesi della compensazione sia nettamente distinta rispetto a quella del conferimento di credito. A differenza di quanto avviene con il conferimento di credito, nel caso della compensazione la società non ottiene alcun incremento del proprio patrimonio ma viene semplicemente liberata da una precedente obbligazione.¹⁴³ In seguito alla sottoscrizione nessun valore economico

¹⁴⁰ In tal senso, tra gli altri, N. ABRIANI, *I conferimenti*, cit., 163 s. che evidenzia come l'effettiva copertura del capitale non sia intaccata dalla compensazione e che, in termini più generali, "l'effettività del capitale sottoscritto non si realizza con la creazione di un'entità patrimoniale autonoma e tangibile; essa è semplicemente (...) il frutto di un'operazione aritmetico-contabile da cui deve risultare in bilancio una data plusvalenza dell'attivo pari almeno al capitale nominale della società"; A. M. TRIMARCHI, *L'aumento del capitale sociale*, cit., 291; Cass., 19 marzo 2009, n. 6711, in *Fallimento*, 2010, 172.

¹⁴¹ In tal senso, G. COVINO – L. JEANTET, *Concordato: conversione forzosa di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente* (nota a Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014), in www.ilfallimentarista.it, 4.

¹⁴² In senso contrario alla necessità di una stima, App. Roma, 3 settembre 2002, in *Società*, 2003, 41; in senso favorevole: Trib. Verona, 9 novembre 1990, in *Società*, 1991, 232.

¹⁴³ V. SALAFIA, *Il versamento del capitale*, cit., 1179.

viene trasferito nella sfera giuridica della società e non sono pertanto applicabili le regole che impongono una perizia di stima del bene. Inoltre, nel caso di conferimento di credito il debitore del sottoscrittore è un terzo,¹⁴⁴ mentre nel caso di compensazione le reciproche partite sono oggetto di compensazione, così da consentire alla società di estinguere il proprio debito nei confronti del sottoscrittore e a questo di ritenere adempiuta la propria obbligazione nei confronti della società. Si assiste, quindi, alla contemporanea estinzione di due posizioni creditorie che non escono dalla sfera giuridica dell'originario titolare ma in essa si estinguono. Non sembra pertanto applicabile l'obbligo di procedere alla perizia di stima prevista per il caso in cui il credito viene trasferito entro la sfera giuridica della società e, anzi, sembra più corretto parlare in questo caso di conferimento in denaro piuttosto che di conferimento in natura, dal momento che la tecnica della compensazione riguarda la fase meramente esecutiva del versamento e non la natura o l'oggetto dello stesso.¹⁴⁵

¹⁴⁴CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 125, *cit.*

¹⁴⁵ Non ritengono necessaria la perizia di stima del credito vantato dal sottoscrittore, L. ROVELLI, in nota di commento a Trib. Verona 20 ottobre 1993, in *Società*, 1994, 362; E. CIVERRA, *Aumento del capitale sociale mediante compensazione e disciplina dei conferimenti*, nota a Trib. Monza 10 giugno 1997, in *Società*, 1997, 1443; A. M. TRIMARCHI, *L'aumento del capitale sociale*, *cit.*, 289; V. SALAFIA, *Il versamento del capitale*, *cit.*, 1179 s. L'adesione alla tesi che predica la generale ammissibilità della compensazione quale modalità di sottoscrizione nelle operazioni di aumento di capitale reale senza la necessità di procedere alla perizia di stima non esclude che vi possano essere operazioni elusive della disciplina che, in materia di conferimenti in natura, impone l'ottenimento di una valutazione peritale. Si pensi al caso in cui il socio, anziché conferire nella società un immobile di sua proprietà, decida di venderlo dietro corresponsione del prezzo e, successivamente, sottoscrivere un aumento di capitale ove i versamenti finali sono eseguiti mediante compensazione. In tal senso, A. M. TRIMARCHI, *L'aumento del capitale sociale*, *cit.*, 292 s. secondo il quale occorre esaminare il programma negoziale che, ove "unitario e tendente alla realizzazione del risultato frodatario, dovrebbe determinare nullità del negozio in frode". L'eventualità di un negozio frodatario sembra tenuta in considerazione da una recente massima del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO - Massima n. 125, *cit.* - che, pur ammettendo la compensazione ove il credito vantato dal sottoscrittore sia sorto da una prestazione di natura non finanziaria (es. la vendita di un bene alla società), ribadisce che, ove vi sia "sostanziale contestualità e corrispondenza tra la prestazione eseguita a favore della società e l'aumento di capitale sottoscritto dal creditore, ovvero quando risulti che le due operazioni sono tra loro preordinate" la sussistenza di

In conclusione, la sottoscrizione di un aumento di capitale a pagamento può avvenire mediante compensazione, a condizione che ricorrano i presupposti richiesti dalla disciplina generale delle obbligazioni, ovvero la sussistenza di crediti e debiti reciproci¹⁴⁶ e il carattere certo, liquido ed esigibile degli stessi.¹⁴⁷ In mancanza di tali requisiti, la compensazione potrà essere ammessa solo nel caso in cui la società presti il proprio consenso (art. 1252 c.c.). In tale caso, il verbale assembleare dovrebbe dare atto del consenso alla compensazione, consenso che, trattandosi di atto gestorio - dovrebbe essere rilasciato dall'organo amministrativo.¹⁴⁸

una relazione di stima eseguita nel rispetto delle disposizioni di cui agli artt. 2343, 2343-ter o 2465 c.c. costituisce elemento idoneo ad assicurare l'osservanza dei principi che presiedono alla corretta formazione del capitale sociale.

¹⁴⁶ C. A. BUSI, *S.p.a. – s.r.l., operazioni sul capitale, cit.*, 207 ss.

¹⁴⁷ Viene esclusa la compensazione nel caso di credito vantato dall'obbligazionista, dal momento che il prestito non è né liquido né esigibile. D. DUCCI, *Commento sub art. 2440, cit.*, 1273.

¹⁴⁸ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 125, *cit.*, che sottolinea come, "qualora il debito della società non presenti il carattere della esigibilità (e di ciò potrebbe aversi evidenza anche consultando lo stato patrimoniale del bilancio, a ragione della separata indicazione prevista dall'articolo 2424 c.c. per i debiti esigibili oltre l'esercizio successivo), allora la compensazione non potrà operare che in via volontaria, per effetto del consenso della società, secondo quanto previsto dall'articolo 1252 c.c. "Su altro fronte, non appare necessario - trattandosi di atto nella discrezionalità degli amministratori - che dal verbale si evidenzino i motivi di interesse, per la società, alla compensazione di un debito "non scaduto" con un credito invece esigibile, quale è quello derivante dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale. In termini di mero supporto professionale, peraltro, il notaio potrà evidenziare alla società l'opportunità di accertare l'effettivo interesse della società stessa, in merito; esso potrà consistere, a titolo di esempio, in formule di attualizzazione dell'importo capitale del debito, oppure - specie ove sul debito fossero pattuiti interessi - nel mero interesse alla conversione del debito stesso in patrimonio netto. Il comportamento della società, per altro verso, dovrà in tali situazioni tenere conto del necessario principio di parità di trattamento dei soci e, quindi - ove ne ricorrano i presupposti - non escludere gli altri soci dall'accordo inteso alla compensazione con uno di essi.

4. Alcuni schemi alternativi rispetto all'aumento di capitale: (i) emissione di nuove azioni mediante frazionamento delle azioni esistenti e successiva cessione ai creditori; (ii) cessione ai creditori di azioni proprie della società; (iii) sottoscrizione da parte dei creditori di strumenti finanziari partecipativi; (iv) sottoscrizione da parte dei creditori di obbligazioni convertibili o convertende. Riconducibilità di tali schemi alternativi al paradigma del contratto.

L'aumento di capitale è probabilmente il negozio più utilizzato per ottenere la conversione dei crediti in *equity*. È possibile, tuttavia, che la conversione venga ottenuta utilizzando negozi differenti. Sembra opportuno descrivere in modo sintetico alcuni di questi negozi, senza pretesa di esaustività.

(i) Attribuzione ai creditori di azioni di nuova emissione mediante frazionamento delle azioni esistenti e successiva cessione ai creditori.

Nel caso di in cui si intenda attribuire ai creditori azioni di nuova emissione è possibile procedere, oltre che con aumento di capitale a pagamento, anche mediante il frazionamento delle azioni detenute dai soci esistenti o dalla società e la successiva cessione ai creditori di alcuni dei titoli risultanti dal frazionamento. Il frazionamento viene eseguito individuando un coefficiente che fissa il rapporto di conversione tra vecchie e nuove azioni. Ad esempio, fissando il coefficiente a 3, ciascuna azione sarà frazionata in 3 azioni e pertanto il numero complessivo di azioni dovrà essere moltiplicato per 3 in seguito al frazionamento. Il frazionamento azionario riguarda l'azione come frazione del capitale sociale e unità di misura dei diritti sociali e non va confusa con le operazioni aventi ad oggetto i certificati azionari, ovvero i titoli

cartolari che rappresentano una o più azioni.¹⁴⁹ Nel caso in cui le azioni abbiano valore nominale espresso il frazionamento comporta la riduzione del valore nominale delle azioni e richiede, quindi, una modifica statutaria, modifica che non è invece necessaria nel caso in cui le azioni non rechino l'indicazione del valore nominale.¹⁵⁰

(ii) Cessione ai creditori di azioni proprie della società.

Altro schema ipotizzabile prevede l'attribuzione ai creditori di azioni proprie della società ovvero di titoli azionari già emessi dalla società e successivamente acquistati da quest'ultima nel rispetto delle condizioni e dei limiti previsti dalla legge.¹⁵¹

L'alienazione deve essere preventivamente autorizzata dall'assemblea dei soci i quali dovranno tenere in considerazione i parametri fissati nella delibera che autorizza l'acquisto ai sensi dell'art. 2357, 2° co., c.c.¹⁵²

(iii) Sottoscrizione da parte dei creditori di strumenti finanziari partecipativi.

In alternativa alle azioni, è possibile assegnare ai creditori che partecipano alla conversione strumenti cc.dd. di *quasi-equity*, ovvero titoli "ibridi" che presentano nello stesso tempo caratteristiche delle azioni e delle obbligazioni ponendosi a metà tra capitale di rischio e capitale di credito.¹⁵³ La riforma delle società di capitali del 2003 ha introdotto la possibilità che le società azionarie – a seguito dell'apporto di

¹⁴⁹ F. DI SABATO, *Istituzioni di diritto commerciale*, Milano, 2006, 5; L. GENGHINI – P. SIMONETTI, *Le società di capitali e le cooperative*, Vol. 3°, I, Padova, 2012, 146.

¹⁵⁰ CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, Studio n. 10-2010/I, *Ipotesi applicative di azioni senza valore nominale*, Approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 15 aprile 2010, rinvenibile alla pagina web <http://www.notariato.it/sites/default/files/studio10-2010-i.pdf>; F. DI SABATO, *Istituzioni di diritto commerciale*, cit., 5; L. GENGHINI – P. SIMONETTI, *Le società di capitali e le cooperative*, cit., 147.

¹⁵¹ Cfr. artt. 2357 ss. c.c.. Sul tema delle azioni proprie, v., tra gli altri, N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. Abriani - S. Ambrosini – Oreste Cagnasso – P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, Vol. IV, Padova, 2010, 416 ss.;

¹⁵² Secondo Cass. 1° aprile 1996, n. 3012, in *Società*, 1996, 1152, la vendita perfezionata in difetto di autorizzazione assembleare è annullabile e non nulla.

¹⁵³ M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, 11 ss., 57 ss., 104 ss., e 141 ss.; G. COVINO – L. JEANTET, *Concordato: conversione forzata di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente*, cit., 5.

soci o di terzi - emettano strumenti finanziari partecipativi diversi dalle azioni forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, con l'esclusione del voto nell'assemblea generale degli azionisti.¹⁵⁴ È invece rimessa allo statuto la disciplina relativa alle modalità e condizioni di emissione, ai diritti che conferiscono, alle sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, alla legge di circolazione degli strumenti finanziari (art. 2346, 6° comma, c.c.).¹⁵⁵

(iv) Attribuzione ai creditori di obbligazioni convertibili o convertende.

¹⁵⁴ La scarsa disciplina degli strumenti finanziari partecipativi consente di delimitare il perimetro della categoria in negativo, escludendo da un lato i titoli azionari emessi a fronte di un conferimento imputabile al capitale sociale e, dall'altro, i titoli di debito privi di diritti amministrativi che assicurino al rispettivo titolare il diritto al rimborso dell'importo capitale versato alla società emittente. A seconda delle caratteristiche concretamente attribuite dallo statuto, gli strumenti finanziari partecipativi possono essere inquadrati come apporti di capitale (strumenti di *quasi-equity*) o come strumenti di debito (assimilabili alle obbligazioni). Gli strumenti finanziari che rientrano nel primo gruppo presentano generalmente alcune caratteristiche. Essi attribuiscono ai titolari il diritto a partecipare alla gestione dell'impresa e ad ottenere una remunerazione commisurata agli utili distribuiti; non danno diritto alla restituzione dell'apporto ma solo alla ripartizione del patrimonio residuo di liquidazione, potendo le riserve create con gli apporti dei sottoscrittori essere erose dalle perdite subite dalla società. Gli strumenti di debito sono invece assimilabili alle obbligazioni e si differenziano dai primi in quanto attribuiscono ai titolari il diritto alla restituzione della somma erogata a favore della società ad una scadenza prefissata ed una remunerazione basata su un tasso d'interesse. Tale differente tipologia di strumenti finanziari partecipativi, definiti anche "para-obbligazioni" è implicitamente individuata dal Codice Civile all'articolo 2411 c.c. Sul punto, v. anche N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, cit., 339 s.

¹⁵⁵ In argomento, F. CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.* 2003, I, 415; M. DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, n. 5, 361; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca Borsa*, I, 2003, 521; M. S. SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in RESCIGNO - SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, 30 ss.; M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 433 ss.; M. CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voce*, Milano, 2006; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 147 ss.; A. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 180 ss.; B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, Intervento al Convegno per i cinquanta anni della *Riv. soc.*, ora in *Riv. dir. comm.*, 2007, 1 ss.; R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., Torino, 2006, 1, 729. M. NOTARI - A. GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, in *Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da)*, *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008; G. MIGNONE, *Gli strumenti finanziari di cui al 6° co. dell'art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009; A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012;

Nel caso di cessione da parte della società ai creditori di obbligazioni convertibili o convertende, la conversione del credito in *equity* viene differita ad un momento successivo rispetto a quello della sottoscrizione delle obbligazioni e si verifica al momento dell'esercizio del diritto di conversione in capo all'obbligazionista (nel caso di obbligazioni convertibili) oppure in capo alla società (nel caso di obbligazioni convertende).¹⁵⁶

Tutti gli schemi ipotizzati prevedono l'attribuzione ai creditori di titoli di partecipazione al capitale finanziario della società a fronte dell'estinzione di un preesistente credito del sottoscrittore nei confronti della stessa¹⁵⁷ e si sostanziano, come l'aumento di capitale, in altrettanti negozi contrattuali, sicché in tutti i casi ciascun creditore presta il proprio consenso alla conversione.

In particolare, sia la cessione di azioni emesse in seguito a frazionamento che di azioni proprie della società costituiscono alienazioni a titolo oneroso simili a quella che si verifica nel caso di aumento di capitale, dal momento che in tutti e due i casi il creditore acquista la titolarità di azioni a fronte di un corrispettivo pagato mediante compensazione, con la differenza, rispetto all'aumento di capitale che, sia nel caso di frazionamento che nel caso di alienazione di azioni proprie non vi è una modifica del capitale sociale. Analogamente, anche nella sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi il titolo di attribuzione dell'apporto è contrattuale ed è il contratto che, per espressa riserva del legislatore, disciplina le modalità e le condizioni

¹⁵⁶ Tale ipotesi deve essere distinta rispetto a quella in cui il creditore della società e obbligazionista veda convertita la propria pretesa creditoria in partecipazione sociale oppure in *quasi-equity* in seguito ad una deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti. A tale ipotesi, che presenta problemi invero del tutto diversi rispetto a quelli affrontati in questo capitolo, è dedicata la Sezione I del Capitolo Terzo.

¹⁵⁷ L'espressione è di U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2004, 10821 ss.

dell'apporto.¹⁵⁸ Il procedimento di sottoscrizione degli strumenti finanziari partecipativi è quindi qualificabile come un contratto stipulato tra la società emittente e il sottoscrittore: la prima manifesta la propria volontà di contrarre mediante una delibera dell'assemblea straordinaria, che ha natura di proposta contrattuale e viene portata a conoscenza del sottoscrittore dall'organo amministrativo, mentre il sottoscrittore accetta la proposta della società eseguendo l'apporto e sottoscrivendo materialmente i titoli, quando esistenti. L'esecuzione dell'apporto avviene anche in questo caso mediante la compensazione del diritto di credito vantato dal sottoscrittore ma ciò, come visto a proposito dell'aumento di capitale, non altera la natura contrattuale della fattispecie *de qua*. Analoghe considerazioni circa la natura contrattuale dell'operazione riguardano la sottoscrizione di obbligazioni convertibili o convertende.

5. Riconducibilità dell'aumento di capitale e degli altri negozi ad esso alternativi al paradigma contrattuale. Analisi della fattispecie sul piano dinamico e concreto della "funzione economico-individuale" ed estensione dello spettro di indagine alla complessiva operazione economica di *debt for equity swap*.

In base alla ricognizione svolta sino ad ora è possibile affermare che le operazioni di *debt for equity swap* riconducibili al paradigma del contratto prevedono, quale componente essenziale, un accordo contrattuale avente ad oggetto l'alienazione di

¹⁵⁸ M. NOTARI - A. GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346, cit.*, 546, che osservano come la causa del contratto dipende dal contenuto degli strumenti finanziari sottoscritti (e, in particolare, dei diritti che essi attribuiscono al sottoscrittore). A seconda del contenuto specifico degli strumenti finanziari sottoscritti l'operazione potrebbe essere più simile ad un contratto di mutuo (nel caso in cui lo strumento finanziario partecipativo preveda l'obbligo di rimborso da parte della società) ovvero ad un contratto di associazione in partecipazione nel caso diverso in cui, non attribuendo alcun diritto di rimborso al sottoscrittore, consenta a quest'ultimo di partecipare al risultato economico della società emittente.

azioni o di altri strumenti finanziari in favore di uno o più creditori, a fronte di un corrispettivo in denaro che viene pagato dai cessionari mediante la compensazione di proprie posizioni creditorie nei confronti della società. Il nucleo dell'operazione è, quindi, un contratto consensuale a prestazioni corrispettive che trova, in molti casi, una specifica (benché non esaustiva) disciplina nel codice civile (ad esempio, nel caso di aumento di capitale, agli artt. 2438 e ss. c.c. oppure, nel caso di sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi, all'art. 2346 c.c.).¹⁵⁹ Tali norme devono essere prese in considerazione unitamente alle disposizioni codicistiche sul contratto in generale, alle quali occorre fare riferimento in merito alla formazione dell'accordo contrattuale, ai suoi elementi essenziali e accidentali, all'interpretazione del contratto nonché alle possibili patologie genetiche e funzionali dello stesso.

Il fatto che i contratti di sottoscrizione siano tipici perché in qualche misura sono espressamente previsti dalla legge¹⁶⁰ presuppone una valutazione positiva già

¹⁵⁹ Come visto, il fatto che nelle operazioni in esame il pagamento del corrispettivo avvenga mediante compensazione non determina divergenze sostanziali rispetto alle fattispecie disciplinate dal codice civile e non rende necessaria, pertanto, l'applicazione di norme diverse rispetto a quelle previste, per esempio, in materia di aumento di capitale oppure di sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi. Sul punto, si è osservato (E. GABRIELLI, *Il contratto e le sue classificazioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1997, I, 705 ss., pubblicato anche in *"Operazione economica" e teoria del contratto*, Milano, 2013, 17 s.) che *"la semplice non coincidenza del regolamento negoziale con quello legale non è sufficiente ad escludere rispetto al singolo contratto la qualifica secondo il tipo"* dal momento che non tutte le norme stabilite dai contraenti sono in grado di incidere sulla funzione, come astrattamente disegnata dall'ordinamento, così da condurre la fattispecie concreta oltre i limiti del tipo contrattuale. Occorre, pertanto, operare una distinzione tra le regole idonee a modificare la funzione astratta indicata dall'ordinamento e regole prive di tale idoneità. Sul tema, v. anche A. CATAUDELLA, *La donazione mista*, Milano, 1970, 74.

¹⁶⁰ Il rapporto di coesistenza tra disciplina generale dei contratti e disciplina dei singoli contratti è stato oggetto di approfonditi studi da parte della dottrina civilistica. Si veda, sul punto, F. MESSINEO, *Il contratto in generale*, in *Trattato Cicu e Messineo*, 1, Milano, 1973, 11. Una parte della dottrina civilistica ritiene, tuttavia, che tale rapporto di coesistenza sia stato superato a favore di una sempre più marcata frammentazione della figura del contratto verso le discipline dei singoli contratti. In tal senso, G. DE NOVA, *Sul rapporto tra disciplina generale dei contratti e disciplina dei singoli contratti*, in *Contr. e impr.*, 1988, 328. Ai fini dell'individuazione del tipo, si contrappongono in dottrina due impostazioni metodologiche. Un orientamento più tradizionale preferisce operare mediante la sussunzione nella fattispecie astratta della fattispecie concreta (così, A. CATAUDELLA, *I contratti. Parte generale*, cit., 194 s.; C. M. BIANCA, *Diritto civile. 3. Il contratto*, Milano, 2000, 444 ss.; M. COSTANZA, *Il*

effettuata dal legislatore circa la meritevolezza di tutela degli interessi divisati.¹⁶¹ Tale valutazione, di carattere statico e astratto,¹⁶² non è però sufficiente, dal momento che l'esame di una fattispecie contrattuale non può limitarsi a rilevare l'astratta corrispondenza del regolamento di interessi ad uno dei tipi contrattuali predisposti dal legislatore.¹⁶³ Occorre un'ulteriore indagine, questa volta in una prospettiva concreta e dinamica, tale da individuare la causa concreta del "contratto di sottoscrizione" quando esso viene perfezionato nell'ambito di un'operazione di *debt for equity swap*.¹⁶⁴ L'indagine deve quindi cogliere la funzione economico-individuale del regolamento di interessi,¹⁶⁵ da intendersi come l'applicazione concreta dello

contratto atipico, Milano, 1981, 223 ss.; C. CIOFFI, *Classe, concetto e tipo nell'individuazione dei contratti del diritto applicabile ai contratti atipici*, 2008, 65 ss. e 209 ss.; G. DATILO, *Tipicità e realtà nel diritto dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1984, I, 790 ss.; F. DI GIOVANNI, *Il tipo e la forma (Aspetti dell'interferenza tra qualificazione e requisiti del contratto)*, Padova, 1992, 75 ss. Un'altra parte della dottrina, invece, utilizza un diverso approccio, conosciuto come "metodo tipologico", già utilizzato dalla dottrina tedesca, contrapponendo il "tipo" contrattuale al "concetto" di contratto. In tale prospettiva il tipo sarebbe altro dalla fattispecie normativa del contratto. La fattispecie concreta andrebbe pertanto ricondotta non alla fattispecie normativa ma al tipo, mediante accostamenti per successive approssimazioni (in tal senso G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, 121 ss.).

¹⁶¹F. GAZZONI, *Manuale di diritto civile*, Napoli, 2008, 811; Sul tema della meritevolezza di tutela, v. *amplius* A. GUARNERI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, 799; e M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, Milano 1974.

¹⁶² F. GAZZONI, *Manuale di diritto civile, cit.*, 811.

¹⁶³ A tal proposito, esempio di scuola è quello della vendita a scopo di garanzia, ove lo scopo di garanzia esula dalla qualificazione del contratto operata dai contraenti. Sul punto, v. M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 2, 268; M. BIANCA, *Il divieto di patto commissorio*, Napoli, 2013 (ristampa). In giurisprudenza, Cass. 3 giugno 1983, n. 3800, in *Giust. civ.*, 1983, 1, 2958; Cass. 19 maggio 2004, n. 9466, in *Contratti*, 2004, 979; Cass. 12 ottobre 2011, n. 20956, in *Giust. civ.*, 2012, 1, 1752.

¹⁶⁴ In tal senso, A. CATAUDELLA, *I contratti. Parte generale, cit.*, 193; F. GAZZONI, *Manuale di diritto civile, cit.*, 811.

¹⁶⁵ La letteratura in tema di causa del contratto è particolarmente ampia e in questa sede non può essere menzionata esaustivamente. Com'è noto, gli studi più risalenti hanno optato per una concezione della causa come funzione economico-sociale, per alcuni quasi identificabile con il tipo (E. BETTI, *Causa del negozio giuridico*, in *Novissimo Digesto Italiano*, III, Torino, 1957, 32 ss.; E. REDENTI, *La causa del contratto secondo il nostro codice*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 4, 1950, 894 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Contratto in generale*, in *Comm. C.c. Scialoja - Branca*. Sub artt. 1321 - 1352, Bologna, 1970, 312 ss.; M. GIORGIANNI, voce *Causa (Diritto Privato)*, in *Enc. dir.*, 1960, 548 ss.). Successivamente la dottrina ha optato per una concezione della causa come funzione economico-individuale del contratto o "causa concreta", evidentemente distinta dal tipo legale. V. in tal senso M. BESSONE - E. ROPPO, *La causa nei suoi profili attuali. (Materiali per una discussione)*, in AA.VV., *Causa e consideration* (a cura di G. Alpa - M. Bessone), Padova 1984, 3 ss.; G. B. FERRI, *Tradizione e novità*

schema tipico, tale da includere le diverse colorazioni che le circostanze oggettive e soggettive legate al concreto interesse perseguito danno al rapporto.

Secondo la dottrina civilistica l'approdo dell'indagine al profilo della causa concreta permette il raggiungimento di ulteriori, significativi risultati in merito all'analisi del contratto, risultati che non sarebbe possibile ottenere circoscrivendo l'indagine al livello più superficiale del tipo. In particolare, sul piano genetico della fattispecie, l'indagine sulla causa concreta dovrebbe consentire all'interprete di comprendere il contenuto del contratto ove esso non sia sufficientemente chiaro oppure si presti a

nella disciplina della causa del negozio giuridico (dal cod. civ. 1865 al cod. civ. 1942), in Riv. dir. comm., I, 1986; G. ALPA, La causa e il tipo, in I contratti in generale, a cura di G. Gabrielli, V, I, Torino, 1990, 484; A. D'ANGELO, Contratto e operazione economica, Torino, 1992; G. ALPA, L'uso giurisprudenziale della causa del contratto, in Nuova giur. civ. comm., 1995, II, 1 ss.; U. BRECCIA, Il contratto in generale, II, in Trattato di diritto privato diretto da M. Bessone, V, XIII, Torino, 1999; U. BRECCIA, Morte e resurrezione della causa: la tutela, in Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo, a cura di S. Mazzamuto, Torino, 2002; R. ROLLI, Causa in astratto e causa in concreto, Padova, 2008; R. SACCO, Voce Interesse meritevole di tutela, in Dig. Disc. Priv. – sez. civ., Agg. V, 2010, 783; F. GALGANO, Il contratto, Padova, 2011; R. CATALANO, La causa contrattuale nell'uso della giurisprudenza, in Diritto e giurisprudenza, 2011, 505; V. ROPPO, Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito, in Riv. dir. civ., 2013, 957; A. CATAUDELLA, I contratti. Parte generale, cit., 187; C. M. BIANCA, Causa concreta del contratto e diritto effettivo, cit., 251 ss., ove si rinviene una lucida critica degli orientamenti anti-causalisti. Quanto alla giurisprudenza in tema di causa, per lungo tempo i giudici di legittimità hanno utilizzato il concetto di causa in senso oggettivo, come funzione economico – sociale del negozio (ex multis, Cass. 4 aprile 2003, n. 5324, in Foro it. Rep. 2003, voce Contratto in genere, 375; Cass. 15 luglio 1993, n. 7844, in Dir. fall., 1995, 553; Cass. 20 novembre 1992, n. 12401, in Giust. civ., 1993, I, 2761; Cass. 15 febbraio 1963, n. 331, in Giust. civ., 1963, I, 736). Solo occasionalmente la Cassazione ha utilizzato schemi che, direttamente o indirettamente, si riallacciavano alla tesi della causa concreta. In tal senso, Cass. 21 ottobre 2005, n. 20398, in Giur. it., 2007, 868 ss., che ha considerato nullo per mancanza di causa in concreto un contratto stipulato al solo fine di eludere le norme fiscali; Cass. 19 febbraio 2000, n. 1898, in Giust. civ., 2001, I, 1841; Cass. 22 novembre 2000, n. 15095; Cass. 23 maggio 1987, n. 4681, in Giur. it., 1988, I, 1, 65). Negli ultimi anni, tuttavia, è costante ed esplicito l'orientamento del giudice di legittimità a favore proprio della teoria della "causa concreta", da intendersi come sintesi degli interessi reali delle parti che la pattuizione mira soddisfare, cioè come lo scopo pratico del negozio, il quale va a sua volta inteso come funzione economico – individuale della singola e specifica stipulazione, da cogliersi al di là del modello astratto utilizzato. In tal senso, Cass. 8 maggio 2006, n. 10490, in I Contratti 2007, 621 ss.; Cass. 24 luglio 2007, n. 16315, in Nuova giur. civ. comm., 2008, 542 ss.; Cass. 20 dicembre 2007, n. 26958, in Corr. giur., 2008, 921; Cass. 24 aprile 2008, n. 10651, in Dir. del turismo, 2008, 349 ss.; Cass. 7 ottobre 2008, n. 24769, in Giur. it., 2009, 1655 ss.

diverse interpretazioni;¹⁶⁶ valutare la sussistenza di una causa (art. 1325, n. 2 c.c.)¹⁶⁷ e la conformità del contratto alle norme imperative, al buon costume o all'ordine pubblico; comprendere se il regolamento di interessi è stato concluso in frode alla legge;¹⁶⁸ operare correttamente, quando applicabile, la conversione del contratto nullo (1424 c.c.), ove occorre fare riferimento allo scopo perseguito dalle parti, e la conservazione di contratto parzialmente nullo (art. 1419 c.c.), ove occorre accertare se il contratto *"menomato di una sua parte è sostanzialmente idoneo a realizzare l'interesse perseguito dalle parti"*.¹⁶⁹ Sul piano funzionale, inoltre, l'indagine consente di pervenire alla risoluzione del rapporto giuridico contrattuale in presenza di impedimenti sopravvenuti non imputabili a colpa del creditore, che rendono impossibile la concreta fruizione della prestazione.¹⁷⁰

¹⁶⁶ La causa concreta rappresenta un imprescindibile criterio ermeneutico del contratto, dal momento che l'interprete *"deve indagare la comune intenzione delle parti, ma per accertare che cosa realmente le parti hanno voluto occorre accertare qual è lo scopo perseguito, qual è l'interesse che il contratto è diretto a realizzare"*. Così, C. M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, cit., 267 ss. L'Autore cita anche il *Draft Common Frame of Reference (DCFR)*, che reclama l'utilizzo della *"purpose"* del contratto quale strumento ermeneutico (art. 9.101) oltre ai Principi UNIDROIT, che menzionano la *"purpose of the contract"* quale elemento da tener presente nell'interpretazione del contratto (art. 4.3). In giurisprudenza, v. Cass., sez. un., 18 febbraio 2010 n. 3947, in *Giust. civ.*, 2010, I, 1349.

¹⁶⁷ È noto, infatti, che la astratta rispondenza di un regolamento di interessi ad uno degli schemi tipici previsti dalla legge non esclude che tale regolamento d'interessi possa essere dichiarato nullo ex art. 1418 c.c. perché privo di causa. Esempio di scuola, in tal senso, è il contratto di compravendita avente a oggetto un bene che è già di proprietà dell'acquirente. Sebbene il negozio sia astrattamente suscumbibile entro lo schema tipico di cui agli artt. 1470 ss. c. c., non v'è dubbio che esso sia privo di giustificazione causale.

¹⁶⁸ Si è evidenziato come a tal fine non sia sufficiente fare riferimento al contenuto del contratto oppure al tipo entro il quale esso dovrebbe essere astrattamente inquadrato. C. M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, cit., 269. Ciò anche perché, come correttamente affermato *"il punto di incidenza dell'illiceità non è fissò"* e, pertanto, il fatto che un determinato negozio abbia superato la valutazione di liceità condotta sul piano astratto e statico del tipo non esclude che tale valutazione possa avere un esito opposto se condotta sul piano differente della causa in concreto. In tal senso, E. GABRIELLI, *L'operazione economica nella teoria del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2009, 905 ss. V. anche G. PALERMO, *Funzione illecita e autonomia privata*, cit., 86. In giurisprudenza, Cass. 12 ottobre 2011, n. 20956, in www.iusexplorer.it; Cass. 7 ottobre 2008, n. 24769, in www.iusexplorer.it.

¹⁶⁹ M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, cit., 269. In giurisprudenza, v. Cass. 1° febbraio 1992, n. 1074, in *Corr. giur.*, 1992, 638.

¹⁷⁰ M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, cit., 271.

Alla luce di quanto esposto, l'esame del contratto di sottoscrizione deve avvenire non solo al livello astratto e statico del tipo legale, ma anche sul piano concreto e dinamico della funzione economico-individuale del negozio.

Ulteriore accorgimento metodologico, inoltre, deve essere adottato se, come nel nostro caso, la fattispecie non è limitata al solo contratto di sottoscrizione ma consta di molteplici contratti funzionalmente interconnessi. Ciò, del resto, è quanto avviene normalmente nella prassi. Infatti, anche quando la conversione viene posta in essere secondo lo schema-base dell'aumento di capitale eseguito con compensazione, le parti sono solite disciplinare l'operazione mediante un accordo quadro che ne regola i termini e le condizioni. In molti casi, inoltre, il regolamento di interessi contempla, unitamente e contestualmente rispetto alla conversione, l'erogazione di nuova finanza da parte dei creditori coinvolti nella conversione ovvero una moratoria da parte degli stessi ovvero di altri creditori. Come si vedrà più analiticamente in seguito, inoltre, la conversione viene spesso perfezionata in modo indiretto, mediante l'interposizione di un veicolo societario tra i creditori e la società. In tutti questi casi non è sufficiente limitarsi al singolo negozio ma occorre prendere in considerazione la complessiva operazione economica posta in essere dalle parti. L'indagine sulla causa concreta non deve quindi essere circoscritta al "contratto di sottoscrizione" (aumento di capitale o altro negozio a prestazioni corrispettive) dal momento che quest'ultimo è utilizzato nel contesto di una più ampia rete di contratti, tra loro collegati.¹⁷¹

¹⁷¹E. GABRIELLI, *Il contratto e le sue classificazioni*, cit., 705 ss. sottolinea come l'operazione economica possa avere una struttura semplice, quando "l'emersione degli interessi sottostanti sia da ricollegare ad un singolo atto" oppure complessa, "quando essa si componga di una pluralità, o di un collegamento, di negozi, così che l'accordo di collegamento rappresenta lo strumento per il quale distinte cause negoziali vengono preordinate alla realizzazione di uno scopo economico unitario". Sul tema v. anche C. SCOGNAMIGLIO, *Interpretazione del contratto e interesse dei contraenti*, cit., 429 ss.

Occorre dunque prendere in considerazione la complessiva operazione economica,¹⁷² da intendersi come *“sequenza unitaria e composita che comprende in sé il regolamento, tutti i comportamenti che con esso si collegano per il conseguimento dei risultati voluti, e la situazione oggettiva nella quale il complesso delle regole e gli altri comportamenti si collocano, poiché anche tale situazione concorre nel definire la rilevanza sostanziale dell’atto di autonomia privata”*.¹⁷³

¹⁷² Tra i più autorevoli sostenitori dell’autonomia e dell’utilità del concetto di operazione economica vi è senza dubbio E. GABRIELLI, autore di diversi scritti sul tema, tra i quali *L’operazione economica nella teoria del contratto*, cit., 905 ss.; *Contratto e operazione economica*, in *Digesto 4. Discipline privatistiche, Sezione civile, Aggiornamento*, Torino, 2011, 243 ss.; *Il contratto e le sue classificazioni*, cit., 705 ss.; *Il “contratto frazionato” e l’unità dell’operazione economica*, in *Giust. civ.*, 2008, I, 738 ss., pubblicato anche negli *Studi in onore di Antonio Palazzo, Diritto privato*, vol. 3, *Proprietà e rapporto obbligatori*, Torino, 2009, 269 ss. (tutti pubblicati anche nella raccolta di scritti *Operazione economica e teoria del contratto*, Milano, 2013). Sul tema, v. anche G. LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1999, 181; C. SCOGNAMIGLIO, *Problemi della causa e del tipo*, in *Trattato Roppo*, Milano, 2006, 119; G.B. FERRI, *Operazioni negoziali “complesse” e la causa come funzione economico-individuale del negozio giuridico*, in *Diritto e giurisprudenza*, 2008, 318. *Contra*, A. CATAUDELLA, *I contratti. Parte generale*, cit., 193, secondo il quale *“la nozione di “operazione economica” da taluni utilizzata, non presenta note atte a distinguerla chiaramente da quella di “causa concreta”, e quindi a renderla utile in casi nei quali non sia dato fare richiamo alla causa concreta”*. Sul tema v. anche A. DI BIASE, *Onerosità e gratuità nelle operazioni negoziali complesse*, Napoli, 2010, 80 s., il quale sostituisce il concetto di operazione economica con quello di “operazione negoziale”, intesa quale *“forma di organizzazione giuridica dell’operazione economica”*. Tale sviluppo è ritenuto, tuttavia, irrilevante da A. CATAUDELLA, *I contratti. Parte generale*, cit., 164 nota 188, ad opinione del quale anche gli autori che fanno capo all’*“operazione economica”* la considerano nella sua valenza giuridica. In giurisprudenza, v. Cass. 23 aprile 2005, n. 8565, in CED Cassazione n. 580637; Cass. 11 giugno 2007, n. 13580, in *Giust. civ.*, 2008, I, 729 ss.

¹⁷³ La definizione è di E. GABRIELLI, il quale la riporta in diversi scritti, tra i quali *Contratto e operazione economica*, cit., 243 ss.; *Il contratto e le sue classificazioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1997, I, 705 ss. pubblicato anche nella raccolta di scritti *“Operazione economica” e teoria del contratto*, Milano, 2013, 20; *Il “contratto frazionato” e l’unità dell’operazione economica*, cit., 738 ss. In diversi scritti l’Autore sostiene che ulteriore conferma della rilevanza della categoria dell’operazione economica sia rinvenibile da diversi, recenti interventi normativi che utilizzano la nozione di operazione economica. In tal senso, l’articolo 34, comma 1° del Codice del Consumo, che impone di valutare la vessatorietà di una clausola *“facendo riferimento alle circostanze esistenti al momento della sua conclusione ed alle altre clausole del contratto medesimo o di un altro collegato da cui dipende”*; l’articolo 9, legge 192/1998 sulla sub-fornitura, che, attribuendo rilievo alla posizione economica dell’imprenditore nel mercato, individua la dipendenza economica all’interno del più ampio processo economico entro cui si colloca l’attività svolta dall’impresa; l’articolo 1, lett. q) del decreto legislativo 24 maggio 2004, che fa riferimento alla prestazione di garanzie finanziarie; l’articolo 128, comma 1° del Codice del consumo, che, nel definire il campo di applicazione della disciplina a tutela del consumatore, si riferisce *“a tutti gli altri contratti comunque finalizzati alla fornitura di beni di consumo da fabbricare o produrre”*. Altro esempio, di particolare rilievo, è quello di cui all’articolo 182-bis della legge fallimentare. Tale orientamento è stato peraltro condiviso dal Ferri, cui si deve la moderna concezione di causa come funzione economico-individuale del contratto, che ha rivelato come il problema della causa superi il profilo del tipo e le sue classificazioni, poiché *“nel caso concreto il negozio giuridico, nel suo insieme di*

L'adozione del più ampio campo d'indagine consente di verificare la liceità degli interessi realmente perseguiti dalle parti mediante l'operazione¹⁷⁴ e di appurare la sussistenza e la natura di un collegamento funzionale tra tutti o alcuni dei contratti posti in essere.¹⁷⁵ Nel caso in cui venga appurata la sussistenza di un collegamento negoziale, le vicende di ciascun contratto quali nullità, annullabilità e risoluzione

elementi essenziali e non essenziali, forma un blocco unitario e come tale, unitariamente cioè, dovrà essere valutato dall'ordinamento giuridico: soltanto in questa maniera, infatti, si può cogliere il senso e la portata dell'operazione economica che il negozio giuridico esprime". Sul punto, G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, 256 e G. B. FERRI, *La causa nella teoria del contratto*, cit., 97 ss., G. B. FERRI, *I profili generali della teoria del negozio giuridico*, in G.B. FERRI e C. ANGELICI, *Studi sull'autonomia dei privati*, cit., 29 ss., G. B. FERRI, *L'"invisibile" presenza della causa del contratto*, in G.B. FERRI, *Il potere e la parola*, Padova, 2008, 449; ID., *L'accordo sufficiente e la funzione del contratto*, ivi, 459.

¹⁷⁴In tal senso, v. Lodo arbitrale 2 marzo 1996, in *Riv. arb.*, 1996, 353 ss. e 368 s. che, circa l'essenza del collegamento funzionale, precisa che "non potrebbe altrimenti comprendersi il motivo per il quale un contratto dovrebbe essere risolto sol perché altro contratto del tutto autonomo causalmente e strutturalmente risulta, sul piano genetico o funzionale, viziato" e che il collegamento si risolve "in un modo di essere dei negozi, utilizzati in un quadro funzionale più ampio rispetto a quello proprio, cui si riferisce la singola struttura e la singola clausola, di talchè se la disciplina singolarmente considerata resta quella che è, essa, a seguito del collegamento, è ampliata in chiave di rilevanza di vicende esterne, che se sono estranee in una visione statica ed atomistica, tali non sono in chiave dinamica, una volta riferite all'operazione". La nozione di operazione economica è stata anche utilizzata per individuare un frazionamento artificioso e fraudolento del negozio posto in essere dalle parti. Sul punto v. E. GABRIELLI, *Il "contratto frazionato" e l'unità dell'operazione economica*, cit., 37. Anche la giurisprudenza ha utilizzato il concetto di operazione economica al fine di individuare fattispecie negoziali artificialmente frammentate per eludere l'applicazione della legge. Si pensi, ad esempio, al trasferimento in proprietà, attuato mediante distinti contratti, a una società di un complesso immobiliare a uso alberghiero con annesse alcune attrezzature, e con allegata una stima del valore di avviamento dell'azienda alberghiera, ove per tale cessione la società venditrice aveva emesso una fattura con la quale aveva applicato alla cessione l'aliquota del 4% sull'importo corrispondente al complesso immobiliare e quella del 19% sull'importo (di minor consistenza) relativo alla "azienda alberghiera-arredi, corredi e avviamento". Cass., sez. trib., 11 giugno 2007, n. 13580, in www.iusexplorer.it, ove si sottolinea la rilevanza della "causa reale del negozio e la regolamentazione degli interessi effettivamente perseguiti dai contraenti, anche se mediante una pluralità di pattuizioni non contestuali", essendo necessario dare valore preminente all'unitarietà dell'operazione economica. In argomento, v. anche E. GABRIELLI, *Contratto e operazione economica*, in *Digesto 4. Discipline privatistiche, Sezione civile, Aggiornamento*, Torino, 2011, 243 ss., pubblicato anche nella raccolta di scritti "Operazione economica" e *teoria del contratto*, Milano, 2013, 164. Favorevole all'adozione dell'operazione economica quale punto di riferimento per l'interprete è anche C. SCOGNAMIGLIO, *Interpretazione del contratto e interesse dei contraenti*, Padova, 1992, 41 e 461, il quale afferma che se l'unità dell'operazione si coglie sul piano dell'interpretazione del contratto, risulterebbe confermato che "il regolamento ed i problemi della sua valutazione e della sua disciplina, si risolvono nell'unità dell'operazione".

¹⁷⁵ Con il collegamento funzionale si tende ad aggregare, sul piano funzionale, entità negoziali distinte che, singolarmente considerate, sono prive di autonomia funzionale. In argomento, G. DE NOVA, *Frazionamento e aggregazione nei contratti alla luce del diritto comunitario*, in *Contratti*, 1995, 106.

possono ripercuotersi sugli altri contratti ad esso collegati.¹⁷⁶ Il collegamento, infatti, penetra all'interno di ciascuno dei negozi, caratterizzandone la funzione economico-individuale, sicché i negozi collegati, se isolatamente considerati, esprimono solo una frazione dell'intento unitario, che potrà essere compreso nella sua interezza solo in seguito ad una valutazione globale dei negozi, l'uno in relazione all'altro, di modo che il rapporto che li lega è tale che la validità e l'efficacia dell'uno influenza la validità ed efficacia dell'altro.¹⁷⁷

Le considerazioni metodologiche svolte consentono di utilizzare importanti sviluppi della dottrina civilistica nell'esame delle operazioni di *debt for equity swap*. Esse sono normalmente composte da molteplici negozi collegati tra loro, che richiedono una valutazione globale dell'affare, essenziale per individuare l'assetto di interessi realmente perseguiti dalle parti e per *"inserire l'operazione nella logica che guida l'ordinamento e che, sul piano normativo, si concretizza in un ben specifico atteggiamento della disciplina positiva"*.¹⁷⁸

¹⁷⁶F. GAZZONI, *Manuale di diritto civile, cit.*, 811; G. DE NOVA, *Frazionamento e aggregazione nei contratti alla luce del diritto comunitario, cit.*, 106.

¹⁷⁷M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo, cit.*, 258 e 268, secondo il quale *"la connessione che lega un contratto all'altro può essere rilevata solo con riferimento alla causa concreta che le operazioni sono complessivamente dirette a realizzare"*; ID, *Il contratto*, 404. Sul punto, v. anche U. BRECCIA, *Il contratto in generale*, III, a cura di G. Alpa, U. Breccia, A. Liserre, 1999, 66, in *Trattato Bessone*, XIII, secondo il quale sulla base della causa viene attentamente considerato il senso globale di un'operazione economica complessa; M. TRIMARCHI, *L'impossibilità sopravvenuta di utilizzazione della prestazione*, in *Obbligazioni e contratto*, 2010, 6. Cfr. anche C. COLOMBO, *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, Padova, 1999, 166 ss., secondo il quale l'adozione dell'operazione economica come categoria formale unitaria non pregiudica l'individuazione in concreto di una fattispecie di collegamento.

¹⁷⁸E. GABRIELLI, *Il contratto e le sue classificazioni, cit.*, 705 ss. Prima dell'elaborazione compiuta della teoria dell'operazione economica, la dottrina civilistica aveva già sottolineato l'importanza di valutare il regolamento oltre il singolo atto, in una prospettiva dinamica (P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici, cit.*, 290) e di attribuire rilevanza a talune "circostanze" che, senza entrare a far parte del negozio, sono state tenute presenti dalle parti e che quindi non attengono all'atto in sé, ma alla complessiva situazione di fatto in cui questo si inserisce (S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969, 78). Sul tema anche N. IRTI, *Testo e*

6. Segue: descrizione dell'operazione economica di *debt for equity swap*. Conversione diretta – perfezionata direttamente tra la società e i creditori - e indiretta – perfezionata mediante l'interposizione di un veicolo societario appositamente costituito. Lo *shifting* del debito mediante accollo o cessione del credito.

Le operazioni di *debt to equity swap* hanno normalmente un perimetro più ampio del contratto di sottoscrizione, che pure ne è parte integrante ed essenziale. Esse comprendono una molteplicità di negozi e di attività giuridiche posti in essere dalle parti al fine di ottenere la ristrutturazione dell'indebitamento della società mediante la conversione di talune posizioni creditorie in partecipazioni al capitale sociale o in altri strumenti finanziari. I negozi in questione sono normalmente contratti stipulati tra la società e i creditori che hanno accettato di convertire il proprio credito in partecipazioni sociali. Non è infrequente, tuttavia, che l'operazione contempli anche accordi tra la società e soggetti diversi quali, *in primis*, i soci esistenti e i creditori che non prenderanno parte alla prospettata conversione.

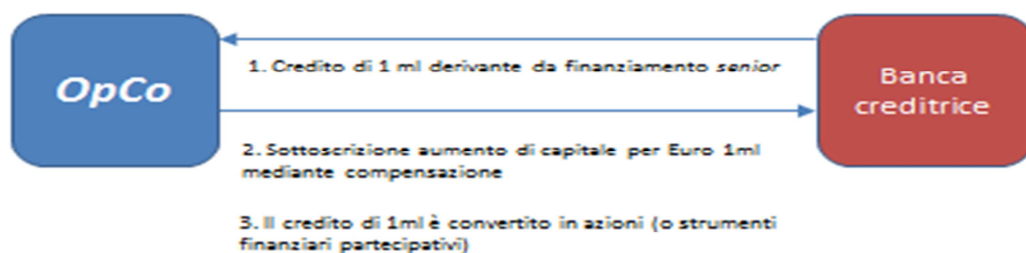
L'individuazione della causa concreta di tali operazioni rende necessario un esame globale delle stesse. Al fine di dare concretezza all'analisi appare quindi utile descrivere alcune delle strutture cui si ricorre nella prassi delle operazioni di conversione.

Lo schema più semplice è quello della conversione c.d. diretta mediante aumento di capitale. Essa prevede un contratto di sottoscrizione stipulato direttamente tra la società indebitata e uno o più creditori della stessa, i quali adempiranno il proprio obbligo di sottoscrizione mediante compensazione del proprio credito con il credito

contesto. Una lettura dell'art. 1362 codice civile, Padova, 1996, 28 ss. e P. PERLINGIERI, Nuovi profili del contratto, in Riv. crit. dir. priv., 2001, 232.

vantato dalla società in seguito alla sottoscrizione. Come visto, tale opzione appare compatibile con i vincoli di sistema¹⁷⁹ e non presenta, pertanto, particolari problemi dal punto di vista delle norme societarie. La società può scegliere, inoltre, di escludere il diritto di opzione *ex art.* 2441, commi 5° e 6°, c.c. oppure, alternativamente, di offrire le azioni di nuova emissione ai creditori prescelti dopo che queste siano state rifiutate dai soci.¹⁸⁰

Conversione diretta



In altri casi, le parti preferiscono utilizzare uno schema più complesso (c.d. conversione indiretta), che prevede l'impiego di un veicolo societario appositamente costituito (c.d. *NewCo*), al quale viene trasferito l'indebitamento della società nei confronti di taluni creditori (c.d. *shifting*). In seguito allo *shifting* la società neo costituita diventa creditrice della società da ristrutturare e sottoscrive un aumento di

¹⁷⁹ L'espressione è di M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa*, 2003, 535.

¹⁸⁰ P. CARRIÈRE, *Dal merger leveraged buy out al (de-merger) de-leveraged sell out: la "conversione" dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione*, cit., 281.

capitale deliberato dalla stessa società per poi adempiere il proprio obbligo di sottoscrizione mediante la compensazione del proprio credito con quello vantato dalla società in seguito alla dichiarazione di sottoscrizione. In buona sostanza, quindi, il contratto di sottoscrizione viene concluso non già direttamente dai creditori, ma da un soggetto interposto tra gli stessi e la società. Quest'ultimo – in seguito allo *shifting* del debito - acquista una posizione creditoria nei confronti della società e, successivamente, procede alla sottoscrizione dell'aumento di capitale o di altro negozio di sottoscrizione.

Tale combinazione, anche definita *De-merger De-leveraged Sell Out*,¹⁸¹ risulta particolarmente frequente nel caso di operazioni di ristrutturazione del debito poste in essere per rimediare all'eccessivo indebitamento da *acquisition finance*, ovvero derivante da operazioni di acquisizione societaria poste in essere mediante la tecnica della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (o, più comunemente, *merger leveraged buyout*), oggi contemplata dal legislatore all'articolo 2501-*bis* c.c.¹⁸² In tali casi, infatti, i creditori principali della società sono appartenenti al ceto

¹⁸¹ P. CARRIÈRE, *Dal merger leveraged buy out al (de-merger) de-leveraged sell out: la "conversione" dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione*, cit., 278. Per mezzo di tale conversione, si consente alla società operativa, gravata da indebitamento in seguito ad una fusione ex art. 2501-*bis* c.c., di recuperare condizioni di equilibrio economico e finanziario che consentano ad essa di soddisfare i propri creditori e, potenzialmente, di pagare i dividendi. Per ulteriori riferimenti su tale tipologia di operazioni di ristrutturazione, cfr. sul tema A. ACCORNERO; C. ROBBIANO, *Strategie societarie per la ristrutturazione del debito bancario*, in *Società*, 2011, 8, 916 ss.

¹⁸² La letteratura in tema di *merger leveraged buyout* è particolarmente ampia e non può essere qui menzionata in modo esaustivo. Basti ricordare che prima della riforma delle società di capitali del 2003 il dibattito si è concentrato sui profili di liceità dell'operazione, in particolare con riferimento al divieto di assistenza finanziaria allora contemplato dall'articolo 2358 c.c. Tale dibattito ha successivamente condotto il legislatore del 2003 ad introdurre una disciplina più liberale, tutt'ora contemplata dall'articolo 2501-*bis* c.c. Per il dibattito pre-riforma, si vedano, in particolare, M.S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buyout"*, in *Società*, 2000, 84; A. MORANO, *Acquisto di azioni mediante Leveraged buy-out*, in *Società*, 1989, 8; P. MONTALENTI, *Il leveraged buy-out*, Milano, 1991; P. MONTALENTI, *I giudici italiani e il Leveraged buy-out tra responsabilità del capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, nota a Trib. Milano, sez. pen., 18 settembre 1992, in *Foro it.*, 1993, II, 167; P. MONTALENTI, *Leveraged buy-out*, in *Enc. giur.*, Roma,

bancario che, come noto, è tradizionalmente poco incline ad accettare la conversione diretta dei propri crediti in partecipazioni al capitale delle società debtrici. Tale ritrosia è giustificata con le possibili conseguenze di ordine fiscale e contabile derivanti dalla conversione, oltre che con le responsabilità gestionali derivanti dall'operazione, specie ove quest'ultima porti l'istituto di credito ad acquisire una partecipazione di controllo all'interno della società debitrice. Per questi motivi, si sceglie normalmente di procedere mediante schemi negoziali che, "pur non considerando la conversione diretta dei crediti bancari in capitale, perseguano nella sostanza la medesima finalità e i medesimi vantaggi".¹⁸³

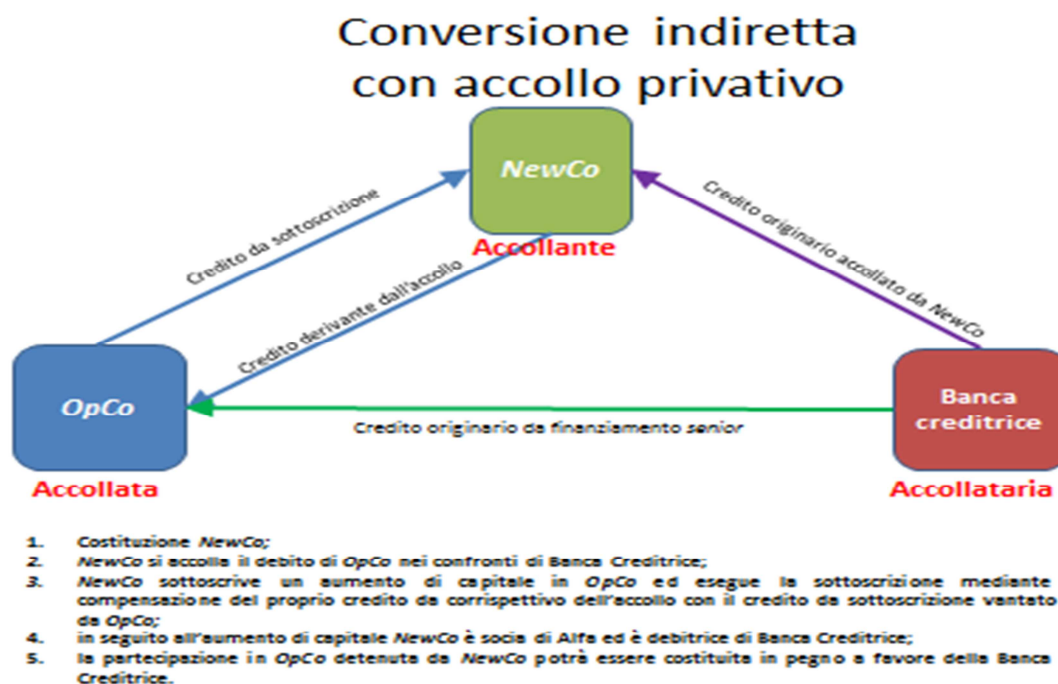
Il trasferimento dell'indebitamento alla *NewCo* può essere realizzato mediante tecniche diverse.

Una delle opzioni è l'accollo del debito da parte della *NewCo*. In tal caso, la società neo costituita agisce in qualità di accollante, mentre la società operativa in dissesto finanziario agisce in qualità di accollata e i creditori rivestono la qualità di accollatari.

1990, XVIII; L.G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del Leveraged buy-out*, Milano, 2001; N.A. BRUNO, *Il leveraged buy-out nella casistica giurisprudenziale*, in *Banca borsa*, 6, 2002, 807. Sulla disciplina introdotta dalla Riforma del 2003 con l'articolo 2501-bis c. c., v. P. MONTALENTI, Sub art. 2501-bis, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, in Cottino – Bonfante – Cagnasso – Montalenti (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 2311; P. MONTALENTI, *Il leveraged buy-out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, 791; M. BERNARDI, *Legittimità delle operazioni di leveraged buy-out*, in *Diritto e pratica delle società*, 9, 2003, 53; P. CARRIÈRE, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Riv. soc.*, 2003, 995; P. CARRIÈRE, *Condizioni di liceità del "leveraged buy-out"*, in *Diritto e pratica delle società*, 19-22, 2004, 24; A. DOLMETTA, *Il merger leveraged buyout nella legge delega 366/2001*, in *Corr. giur.*, 2000, 239; A. MORANO, *Il merger leveraged buy-out alla luce del nuovo art. 2501-bis*, in *Società*, 2003, 952; L.G. PICONE, *Il leveraged buy-out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. e impr.*, 2003, 1391; P. SCHLESINGER, *Merger leveraged buy-out e riforma societaria*, in *Corr. giur.*, 2003, 705; M. S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy-out)*, in *Riv. soc.*, 2004, 229; A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006, 25; A. VICARI, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, 2011, 645; e S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out*, Milano, 2007, 76; M. PERRINO, Sub art. 2501-bis, in G. Niccolini – A. Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali, Commentario*, a cura di Napoli, 2004, 1943 ss.;

¹⁸³ P. CARRIÈRE, *Dal merger leveraged buy out al (de-merger) de-leveraged sell out: la "conversione" dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione*, cit., 279 ss.

L'accollo ha necessariamente natura privata, tale da liberare la società operativa dai debiti nei confronti delle banche. In seguito all'accollo, la società neo costituita è allo stesso tempo debitrice nei confronti delle banche - normalmente per un importo corrispondente a quello del credito precedentemente vantato dalle banche nei confronti della società operativa - e creditrice nei confronti della società operativa, sempre per lo stesso importo. Ciò consente alla società neo costituita di convertire il proprio credito in capitale sociale della società operativa ed eventualmente, in un momento successivo, di dismettere tale partecipazione e di fare in modo che il corrispettivo della dismissione sia utilizzato per rimborsare i crediti vantati dalle banche, così che queste possano ottenere il rimborso almeno parziale dei propri crediti. L'opzione qui divisa è solitamente adottata quando il socio di controllo è un fondo di investimento e le parti prospettano la dismissione della partecipazione di controllo ad un terzo, così che le banche possano rientrare dalla propria esposizione.



Alternativamente, è possibile procedere attraverso la cessione del credito *pro soluto* da parte della banca creditrice in favore della *NewCo*. In seguito alla cessione del credito, la *NewCo* diventa titolare della posizione creditoria precedentemente in capo alle banche nonché debitrice delle banche il relazione al corrispettivo dovuto per la cessione del credito, sottoscrive l'aumento di capitale deliberato dall'impresa indebitata e lo esegue successivamente mediante la compensazione del credito ceduto con il credito vantato dalla società in seguito alla sottoscrizione.¹⁸⁴

¹⁸⁴ La conversione del credito in capitale di rischio rappresenta il nucleo essenziale delle operazioni oggetto di analisi ma non ne esaurisce la descrizione. L'operazione prevede normalmente ulteriori negozi, spesso sottoscritti anche dai creditori che non partecipano alla conversione. Tali accordi sono in genere funzionalmente collegati tra loro essendo tutti finalizzati alla ristrutturazione dell'indebitamento della società. A tal riguardo è possibile distinguere interventi meno drastici, che non incidono sul capitale della società e sulla compagine sociale (cc.dd. "ristrutturazioni leggere") e misure più radicali, che invece prevedono normalmente interventi sul capitale della società (cc.dd. "ristrutturazioni pesanti"). Le ristrutturazioni leggere comprendono normalmente la modifica di alcune disposizioni contenute nei contratti di finanziamento a medio o a lungo termine (cc.dd. "finanziamento *senior*") intercorrenti tra la società e i creditori (tipicamente le banche). Le disposizioni normalmente oggetto di modifica sono i *covenant* finanziari e i termini di pagamento. Talvolta tali misure sono applicate simultaneamente alla immissione di nuovi apporti da parte dei soci mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale in denaro oppure mediante finanziamenti soci. Le ristrutturazioni cc.dd. pesanti, invece, prevedono interventi più incisivi che si rendono necessari quando lo spostamento dei termini di rimborso del finanziamento o la ridefinizione dei *covenant* finanziari non sono sufficienti a consentire all'impresa di continuare regolarmente la propria attività. In tali casi è inevitabile immettere nuovo capitale nella società in crisi. In tal caso gli accordi contemplati prevedono normalmente la sospensione del pagamento della rata del finanziamento in scadenza nelle more della negoziazione della ristrutturazione del debito. La moratoria normalmente riguarda solo il capitale e non gli interessi, che dovranno continuare ad essere pagati. È possibile che si contempli anche la rinuncia da parte dei creditori che fanno parte del ceto bancario ad una parte del proprio credito. Tale circostanza è piuttosto rara. Nella prassi, tuttavia, vi sono comunque casi di rinuncia condizionata ove i creditori (normalmente le banche) accettano di rinunciare ad una parte del proprio credito che sarà inversamente proporzionale al prezzo della cessione della partecipazione da parte dei soci. In tal modo le banche riescono a negoziare con i soci l'immissione da parte di questi di nuovo capitale, con l'impegno a rinunciare ad una parte del proprio credito allorquando, in un momento successivo nel quale i soci decidano di cedere la società, il prezzo di cessione sia tanto basso da non consentire ai soci stessi il recupero dei capitali immessi nella società. Altre misure che possono essere contemplate nelle cc.dd. ristrutturazioni pesanti sono la dismissione di *asset* aziendali ritenuti non strategici, spesso accompagnate da meccanismi c.d. di *waterfall*, che consentono di allocare i proventi derivanti dalla cessione della società tra i soci e i creditori che partecipano alla ristrutturazione. Anche tali meccanismi devono ritenersi funzionalmente collegati alle altre pattuizioni tutte finalizzate a consentire la ristrutturazione dell'indebitamento. In argomento, A. ACCORNERO, C. ROBBIANO, *Strategie societarie per la ristrutturazione del debito bancario*, cit., 918; F. BRUNO – P. CASTAGNA, *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito dei restructuring in Italia, Germania e UK*, cit., 278 s., che parlano di "architettura multilivello, alla base della quale si colloca l'accordo di ristrutturazione in senso stretto, in funzione di contratto quadro, rispetto al quale i

Conversione indiretta con cessione del credito *pro soluto*



1. Costituzione NewCo;
2. Banca Creditrice cede a NewCo il proprio credito nei confronti di OpCo;
3. NewCo sottoscrive un aumento di capitale in OpCo ed esegue la sottoscrizione mediante compensazione del credito ceduto con il credito da sottoscrizione ventato da OpCo;
4. in seguito all'aumento di capitale NewCo è socia di Alfa ed è debitrice di Banca Creditrice;
5. la partecipazione in OpCo detenuta da NewCo potrà essere costituita in pegno a favore della Banca Creditrice.

7. Soluzione di alcuni problemi mediante la ricostruzione della fattispecie come "operazione economica": la causa dell'accollo e la certezza del credito da compensare; la sorte delle garanzie del credito.

La causa concreta dell'operazione di *debt for equity swap* non si esaurisce nella funzione tipica del contratto di sottoscrizione, ossia nell'apporto di nuove risorse al patrimonio della società, ma consiste nel recupero dell'equilibrio economico e finanziario dell'impresa, finalità che non sarebbe percepibile se si considerasse in modo isolato il solo contratto di sottoscrizione (es. l'aumento di capitale).

contratti a valle (di erogazione di nuova finanzia, di trasformazione dei crediti in capitale ed altri) in funzione attuativa".

Il piano di indagine prospettato consente la risoluzione di alcuni problemi applicativi sollevati dalla prassi.

Uno dei problemi riguarda l'ipotesi in cui si proceda alla conversione (indiretta) mediante accollo liberatorio,¹⁸⁵ poiché in questo caso non vi è alcun rapporto di provvista tra la *NewCo* (accollante) e la *OpCo* (accollata) e ciò potrebbe far dubitare della sussistenza di una causa contrattuale e, quindi, della validità del negozio di accollo.¹⁸⁶

Limitando l'ambito dell'analisi al solo negozio di accollo, si dovrebbe concludere che esso è nullo perché privo di causa e, di conseguenza, il credito vantato dalla *NewCo* nella sua veste di sottoscrittore dell'aumento di capitale sarebbe inesistente e, pertanto, non suscettibile di compensazione con il debito derivante dalla sottoscrizione.

¹⁸⁵ F. CARINGELLA, *Manuale di diritto civile; III Le obbligazioni*, Roma, 2011, 908.

¹⁸⁶ In merito alla causa del contratto di accollo vi sono diverse tesi. Un primo orientamento sostiene che l'accollo non sarebbe un tipo contrattuale autonomo con propria causa, bensì una mera pattuizione accessoria "frammento di un più ampio regolamento di interessi nel quale trova giustificazione causale lo spostamento patrimoniale che si determina tra debitore originario e accollante". In tal senso, CAMPOBASSO G. F., voce *Accollo*, in *Enc. giur.*, I, Roma, 1988, 4. L'accollo, quindi, assumerebbe la causa del contratto principale intercorrente tra accollante e accollato, come una sorta di clausola inserita nel contratto principale (vendita, mutuo, donazione), in base alla quale il debitore si impegna ad adempiere nei confronti di un terzo del quale lo stipulante sia debitore. In tal senso, anche R. CICALA, *Saggi. Sull'obbligazione e le sue vicende*. Napoli, 2001; R. CICALA, *Il negozio di cessione del contratto*, Napoli, 1962, 166 ss.; P. SCHLESINGER, *Recensione a P. Rescigno, Studi sull'accollo*, in *Riv. dir. civ.*, 1960, I, 652; C. GUGLIELMUCCI, *L'accollo nella recente dottrina e giurisprudenza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1964, 1126 ss. Secondo un diverso orientamento, invece, l'accollo avrebbe una doppia causa: una, relativa al rapporto di valuta, consiste nel concreto interesse che le parti sostituiscano il vecchio debitore; l'altra sarebbe invece relativa al rapporto di provvista e si identifica nell'interesse dell'accollante ad assumersi il debito. Un ultimo orientamento, che sembra aver trovato riscontro anche nella giurisprudenza, identifica l'accollo come un contratto dotato di una propria causa, costante e tipica, che si concreterebbe nell'estinzione di un debito altrui. Tuttavia, accanto a tale causa generica ve ne sarebbe un'altra corrispondente al fine (gratuito o oneroso) per cui il perseguimento dell'accollo (che in questo senso si presenta come un negozio indiretto) viene siglato. In tal senso, Cass., 27 gennaio 1992, n. 861, in *Giust. civ. Mass.* 1992, I. Cass., 11 ottobre 1978, n. 4550, in www.iusexplorer.it. In dottrina, P. RESCIGNO, *Studi sull'accollo*, Milano, 1958, 91. A tale orientamento sembrerebbe aderire anche F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, Vol II, Padova, 2009, 124, secondo il quale l'accollo può essere "causale o astratto".

A soluzioni diverse si giunge, invece, adottando un campo visivo di maggiore ampiezza, che comprenda, in particolare, non solo il contratto di acollo intercorrente tra la *NewCo* e la società operativa, ma anche gli altri negozi ad esso collegati, così da poter cogliere la causa concreta del regolamento di interessi, che certamente non si esaurisce nel negozio di acollo. Tutti i negozi posti in essere nel contesto della conversione del capitale di credito in capitale di rischio, infatti, sono funzionalmente collegati e preordinati a ridurre l'indebitamento della società operativa e a consentire ai creditori di aumentare le possibilità di rimborso mediante una partecipazione indiretta al capitale della società debitrice. Adottando tale più ampio spettro, i problemi relativi alla giustificazione causale dell'acollo e, di conseguenza, alla certezza del credito vantato dalla *NewCo* sembrano facilmente risolvibili. Il rapporto di provvista, infatti, va ricondotto alla finalità complessiva dell'operazione di ristrutturazione e agli interessi che tutte le parti (creditori, da una parte, e società dall'altra) perseguono mediante la stessa. Tutte le parti, in altre parole, convengono che i creditori, indirettamente mediante la *NewCo* da essi controllata, forniscano alla società indebitata una prestazione di acollo a fronte di un corrispettivo che consiste nelle ragioni di credito che consentono alla *NewCo*, in un momento successivo, di procedere alla sottoscrizione dell'aumento di capitale mediante compensazione. Non già, quindi, un rapporto di provvista, ma un'operazione sottostante e più ampia dell'acollo che – a differenza dell'acollo – vede coinvolto anche il creditore. Assumendo tale prospettiva la ricerca della causa del contratto di acollo diventa superflua e fuorviante, in quanto esso trova la propria ragione economica-individuale nella più ampia operazione economica di riorganizzazione mediante *debt to equity*

swap. La prospettata ricostruzione, inoltre, fugge i dubbi circa la certezza del credito oggetto di compensazione. Si tratta, infatti, di un credito derivante da contratto a prestazioni corrispettive e, precisamente, del diritto di *NewCo* a pretendere il corrispettivo pattuito per la prestazione di accollo. Da una parte, *NewCo* ha accettato di accollarsi il debito di *OpCo* nei confronti del creditore, ottenendo con il consenso di quest'ultimo che *OpCo* venisse liberata; dall'altra, *OpCo* riconosce a *NewCo*, quale corrispettivo della prestazione, un determinato credito, che sarà successivamente compensato quando *NewCo* sottoscriverà l'aumento di capitale in *OpCo*.

Altro problema riguarda la sorte delle garanzie del credito - quali, ad esempio, garanzie reali sui beni della *OpCo* - in seguito allo *shifting* del debito. È infatti usuale che il creditore rifiuti di procedere con la conversione in assenza di garanzie almeno equivalenti a quelle originariamente prestate dall'impresa debitrice *OpCo* e che, per tale motivo, subordini il perfezionamento della conversione alla permanenza di tali garanzie, anche in seguito allo *shifting* del debito. Per far sì che ciò avvenga, nel caso di conversione indiretta mediante accollo (schema n. 2, par. 6 *supra*), il debitore originario dovrà prestare il proprio consenso al mantenimento delle garanzie, in quanto l'articolo 1275 c.c. prevede che esse si estinguano automaticamente con il perfezionamento dell'accollo esterno, salvo che colui che le ha prestate consenta espressamente a mantenerle. Nel caso diverso di conversione indiretta mediante cessione del credito (schema n. 3, par. 6 *supra*), invece, le parti dovranno procedere alla costituzione *ex novo* delle garanzie a favore del creditore originario, in quanto le stesse vengono cedute alla *NewCo* quali accessori del credito. In questo modo,

anche il credito maturato dal creditore originario nei confronti di *NewCo* in virtù della cessione del credito sarà adeguatamente garantito.

Sono stati sollevati dubbi¹⁸⁷ circa la compatibilità dei descritti negozi (i.e., consenso dell'accollante al mantenimento delle garanzie ovvero costituzione *ex novo* delle garanzie da parte del debitore ceduto) con la disposizione di cui all'art. 2358 c.c.¹⁸⁸ che vieta, in assenza di determinate condizioni, la prestazione di assistenza finanziaria da parte della società ai propri soci affinché questi ultimi procedano all'acquisto o alla sottoscrizione di azioni della società stessa. La norma codicistica, nella sua formulazione vigente¹⁸⁹ stabilisce, in particolare, che la società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle condizioni dettate dal medesimo articolo 2358 c.c., ossia che l'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite non ecceda il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dell'ultimo bilancio e che sia seguita una speciale procedura, ispirata al modello anglosassone del "*Whitewash*".¹⁹⁰

¹⁸⁷ P. CARRIÈRE, *Dal merger leveraged buy out al (de-merger) de-leveraged sell out: la "conversione" dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione*, cit., 279 ss.

¹⁸⁸ Ai fini del presente lavoro si prende in esame la norma codicistica in materia di assistenza finanziaria prestata dalle società azionarie. Alle medesime conclusioni potrebbe giungersi, ovviamente, nel caso in cui si prendesse in considerazione la più severa disciplina in materia di s.r.l. (art. 2474 c.c.).

¹⁸⁹ L'art. 2358 c.c., disposizione non modificata dalla riforma delle società di capitali del 2003, è stato novellato dal d.lgs. 142/1998, che ha dato attuazione alle modifiche apportate alla II direttiva dalla dir. 2006/68/CE. La riforma ha inteso rendere meno stringente il divieto a vantaggio della flessibilità della società rispetto ai cambiamenti della struttura proprietaria.

¹⁹⁰ La disciplina in materia di assistenza finanziaria è stata oggetto di numerosi studi della dottrina e decisioni giurisprudenziali, che non possono essere elencati esaustivamente in questa sede. Per la dottrina, si v. G. PORTALE – A. DOLMETTA, *Divieto di accettare azioni proprie o quote proprie in garanzia e casse di risparmio riformate*, in *Banca borsa*, 1989, I, 706 ss.; G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo – G.B. Portale, 2°, Torino, 1991, 473 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra una società e i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto delle proprie azioni*, in *Contr. e impresa*, 1993, 1018 ss.; G. SANDRELLI, *La direttiva sul capitale sociale dopo l'"aggiornamento" del 2006: dibattito e riforme*, in *Riv. dott. comm.*,

A riguardo, si ritiene che il divieto contenuto nell'art. 2358 c.c. abbia portata ampia e si riferisca a "qualsiasi operazione posta in essere dalla società al fine di rendere meno oneroso, sotto il profilo finanziario, l'acquisto o la sottoscrizione" di proprie partecipazioni.¹⁹¹ Pertanto, devono ritenersi ricompresi nell'alveo operativo del divieto, da una parte, tutti i finanziamenti per cassa, ivi compresi mutui, aperture di credito, anticipazioni, sconti, dilazioni, così come i negozi che contemplino un corrispettivo eccessivo¹⁹² e, dall'altra, qualsivoglia prestazione di garanzia reale (pegni, ipoteche) o personale (avalli, accolti, fideiussioni, lettere di patronage), ivi inclusa l'assunzione di obbligazioni solidali verso il terzo-mutuante che ha finanziato l'acquirente o sottoscrittore.¹⁹³

Requisito essenziale perché le operazioni summenzionate rientrino nell'alveo applicativo del divieto è il nesso teleologico tra il negozio posto in essere dalla società (finanziamento o prestazione di garanzie) e la sottoscrizione ovvero l'acquisto da parte di terzi (o di soci) di partecipazioni nella società stessa. È necessario comprendere, in particolare, se il negozio posto in essere dalla società ha contribuito,

6, 2008, 1125 ss.; C. CINCOTTI, *Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria*, in *Giur. comm.*, 2010, 6, 1106 ss.; I. DEMURO, *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, in *Giur. comm.*, 2, 2010, 229 ss.; P. CARRIÈRE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Società*, 2010, 1, 7 ss.; S. CENNERAZZO, *Sui rapporti tra il divieto di accordare prestiti per la sottoscrizione di partecipazioni proprie e la rinuncia della società a proseguire un'azione giudiziale*, in *Banca borsa*, 5, 2011, 553 ss.. In giurisprudenza, v. Cass. 21 gennaio 1970, n. 123, in *Foro it.*, 1970 I, 1130; Cass., 13 luglio 1981, n. 4540, in *Foro it.*, 1982, I, 148; Cass., 4 ottobre 1984, n. 4916, in *Riv. dir. comm.*, 1985, II, 85; Cass., 14 maggio 2004, n. 9194, in *Giust. civ. mass.*, 2004, 5; Cass., 24 novembre 2006, n. 25005, in *Giust. civ. mass.*, 2006, 11; Cass., 11 ottobre 2006, n. 21804, in www.iusexplorer.it; Cass., 4 ottobre 2009, n. 17936, in *Giur. comm.*, 2009, II, 1104; Cass. 19 giugno 2013, n. 15398, in www.iusexplorer.it; Trib. Milano, 12 maggio 1997, in *Giur. it.*, 1998, 1666; App. Milano, 22 febbraio 2007, in www.iusexplorer.it; Trib. Verona, 26 maggio 2014, in *Banca borsa*, 2015, 6, II, 733; Trib. Venezia, 29 aprile 2016, in www.iusexplorer.it.

¹⁹¹ Così, C. CINCOTTI, *Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria*, *cit.*, 1106 ss. In giurisprudenza, Cass., 4 ottobre 1984, n. 4916, *cit.*; Cass., 13 luglio 1981, n. 4540, *cit.*; Cass., 14 maggio 2004, n. 9194, *cit.*; Cass., 19 giugno 2013, n. 15398, *cit.*; Trib. Milano, 12 maggio 1997, *cit.*; Trib. Verona, 26 maggio 2014, *cit.*, 733.

¹⁹² G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, *cit.*, 473 ss.; Cass. 21 gennaio 1970, *cit.*, 1130.

¹⁹³ Cass. 13 luglio 1981, n. 4540, *cit.*, 287.

direttamente e/o indirettamente, a sollevare l'acquirente/sottoscrittore dagli oneri finanziari relativi all'acquisto o alla sottoscrizione delle proprie azioni ovvero ha agevolato lo stesso nel reperimento delle risorse finanziarie all'uopo necessarie. Anche in tal caso, quindi, l'esame dovrà concentrarsi sulla complessiva operazione economica posta in essere dalle parti per valutarne la causa concreta.¹⁹⁴ Applicando tale criterio, la giurisprudenza non ha ritenuto applicabile il divieto *ex art.* 2358 c.c. nel caso di adempimento da parte della società, ancorché preordinato all'acquisto di proprie azioni, di pregresse e distinte obbligazioni della società stessa nei confronti del cedente.¹⁹⁵ Analogamente, la Cassazione ha ritenuto legittima la rinuncia, nell'ambito di un accordo transattivo, ad alcuni crediti controversi a fronte dell'impegno del terzo a sottoscrivere un aumento di capitale¹⁹⁶

Altro parametro imprescindibile per valutare la sussistenza di violazioni è costituito dalle finalità del divieto in esame, che sono state rinvenute, a seconda delle interpretazioni, nella tutela del capitale sociale,¹⁹⁷ del patrimonio sociale¹⁹⁸ ovvero nell'esigenza di assicurare la neutralità della società rispetto alla determinazione della compagine sociale.¹⁹⁹ In questa sede non è possibile esaminare i diversi orientamenti ma appare ragionevole ritenere che la disciplina in materia di *financial assistance* possa perseguire, a seconda dei casi, tutte le summenzionate finalità.

¹⁹⁴ C. CINCOTTI, *Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria, cit.*, 1107.

¹⁹⁵ Cass., 11 ottobre 2006, n. 21804, in *Giust. civ. mass.*, 2006, 10.

¹⁹⁶ Cass., 4 ottobre 2009, n. 17936, in *Giur. comm.*, 2009, II, 1104.

¹⁹⁷ G. PORTALE – A. DOLMETTA, *Divieto di accettare azioni proprie o quote proprie in garanzia e casse di risparmio riformate*, in *Banca borsa*, 1989, I, 706 ss. In giurisprudenza, Cass., 24 novembre 2006, n. 25005, *cit.*

¹⁹⁸ In tal senso, P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout*, Milano, 1991, 61, che parla di "*volontà legislativa non solo di tutelare l'integrità del capitale sociale, bensì di impedire un'erosione ancorché potenziale di qualsiasi elemento patrimoniale della società*". In giurisprudenza, Cass., 19 giugno 2013, n. 15398, *cit.*; Trib. Venezia, 29 aprile 2016, *cit.*

¹⁹⁹ F. D'ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra una società e i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto delle proprie azioni, cit.*, 1018 ss.

Alla luce di quanto precede, in astratto, si potrebbe sostenere che sia l'atto di "conferma" richiesto dall'art. 1275 c.c. in tema di acollo, sia la costituzione *ex novo* delle garanzie che sarebbe invece necessaria nel caso di cessione del credito, essendo funzionali alla sottoscrizione, da parte di un terzo (la *NewCo*), di azioni della società che conferma o costituisce *ex novo* le garanzie (*OpCo*), siano poste in essere in violazione del divieto di cui all'art. 2358 c.c.

Considerando l'operazione globalmente, tuttavia, si giunge a conclusioni diverse.

È innegabile che in tutti e due i casi presi in esame (acollo liberatorio e cessione del credito) sia rinvenibile un nesso funzionale tra la conferma/costituzione delle garanzie in favore dei creditori e la sottoscrizione di partecipazioni da parte di *NewCo* in *OpCo*. In particolare, nel caso di acollo, *OpCo* conferma le garanzie originariamente rilasciate in favore dei creditori in quanto, diversamente, questi ultimi non accetterebbero mai di liberare il proprio debitore e, soprattutto, non consentirebbero alla propria partecipata *NewCo* di convertire il credito derivante dall'acollo in partecipazioni sociali. Analogamente, nel caso di cessione del credito, la costituzione, da parte di *OpCo*, delle garanzie originariamente rilasciate nei confronti dei creditori per garantire il credito maturato da questi nei confronti di *NewCo* in ragione della cessione del credito è senz'altro preordinata a consentire che i creditori, mediante la propria partecipata *NewCo*, acconsentano alla conversione del credito ceduto in partecipazioni. Una descrizione acritica dell'operazione negoziale evidenzia, quindi, che in entrambi i casi vi è un nesso teleologico tra la conferma/costituzione delle garanzie e il negozio di sottoscrizione di partecipazioni sociali. Ciò, tuttavia, non

sembra sufficiente a ravvisare nel caso in esame una violazione del divieto di cui all'art. 2358 c.c.

In entrambi i casi, infatti, nessuno degli interessi che il divieto di assistenza finanziaria intende tutelare risulta pregiudicato.

Al contrario, in nessuno dei casi esaminati si riscontra restituzione anticipata o mascherata del capitale sociale in quanto si consente ad un terzo di sottoscrivere un aumento del capitale a pagamento da eseguirsi mediante compensazione, vale a dire a fronte della rinuncia ad un credito preesistente e certo, e non fittiziamente creato nel contesto della sottoscrizione. Dal punto di vista della tutela del patrimonio della società, inoltre, è evidente che la conferma/costituzione delle garanzie originariamente prestate sia funzionale al conseguimento di un arricchimento da parte della società in ragione della sopravvenuta estinzione di un debito.²⁰⁰ Sul fronte della determinazione della compagine sociale, infine, non si riscontrano arbitrarie ingerenze della società, dal momento che il sottoscrittore è una società controllata dai creditori, senza i quali la ristrutturazione non avrebbe ragion d'essere e, pertanto, vi sono evidenti ragioni imprenditoriali alla base della individuazione dei sottoscrittori.

²⁰⁰ Sembra giungere alle stesse conclusioni in relazione ad una fattispecie che sembrerebbe rispecchiare lo schema della conversione indiretta attuata mediante cessione del credito, App. Milano, 22 febbraio 2007, cit., ove si afferma che *"l'abbattimento delle esposizioni debitorie di una società nella misura del trenta per cento, realizzato attraverso altra società che abbia acquistato dalle banche creditrici della prima i crediti per un corrispettivo pari al settanta per cento del loro ammontare, prevedendosi espressamente il permanere del residuo debito del trenta per cento nei confronti della seconda la quale utilizzi il corrispondente credito per sottoscrivere l'aumento di capitale della debitrice non integra una violazione del divieto posto dall'art. 2358 c.c."*

In ultima analisi, guardando alla causa concreta delle operazioni di conversione indiretta prese in esame, esse non risultano in contrasto con alcuna delle finalità che il divieto di cui all'art. 2358 c.c. intende perseguire.²⁰¹

8. Alcune conclusioni: l'analisi del *debt for equity swap* mediante il principio consensualistico e l'ausilio di alcuni strumenti del diritto civile quali la causa concreta e il collegamento negoziale, che consentono di inquadrare il contratto di sottoscrizione e i negozi ad esso collegati come unitaria "operazione economica" risolvendo alcuni problemi applicativi evidenziati dalla prassi.

La conversione del capitale di credito in capitale di rischio viene perfezionata in base alle regole del contratto quando vi è il consenso della società debitrice e di tutti i creditori coinvolti. L'operazione ruota intorno ad un contratto a prestazioni corrispettive (il contratto di sottoscrizione) che può ritenersi concluso quando il proponente (la società, unitamente ai soci, quando questi partecipano all'operazione) viene a conoscenza dell'accettazione dei creditori. Il contenuto del contratto può variare a seconda dei casi pur presentando caratteristiche comuni. L'esame astratto del contratto di sottoscrizione conduce, però, a risultati incompleti e/o fuorvianti, specie con riferimento al profilo causale del negozio. La causa del contratto di sottoscrizione considerato isolatamente consiste nell'apporto di nuove risorse finanziarie al patrimonio della società ma ciò non vale necessariamente nel caso in

²⁰¹ Valutazioni in merito alla causa concreta dell'operazione economica di ristrutturazione dell'indebitamento non sono nuove. Si noti, ad esempio, che lo stesso legislatore esclude gli obblighi connessi alla presentazione di un'offerta pubblica di acquisto nel caso in cui il superamento delle soglie proprietarie prescritte dalla legge avvenga nel contesto di un'operazione di salvataggio dell'impresa. Cfr. art. 106, comma 5, lett. a) e e) T.U.F. e art. 49 Regolamento emittenti, approvato con Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni. In argomento, V. LUPOLI, *L'esonero da OPA obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi: i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network, cit.*, 111 ss.

cui esso sia parte di una più ampia operazione economica, come nel caso delle operazioni di *debt for equity swap*, ove la causa dell'operazione - riconducibile al risanamento finanziario dell'impresa - permea di sé tutti i negozi che ne fanno parte. Il contratto di sottoscrizione va pertanto esaminato unitamente all'insieme di negozi e di attività che ad esso si accompagnano e che con esso costituiscono l'operazione economica. Tale più ampia prospettiva, come visto nel paragrafo precedente, consente la risoluzione di taluni problemi messi in luce dalla prassi, specie nel caso in cui la conversione venga realizzata mediante procedimento indiretto, ovvero interponendo un veicolo societario appositamente costituito tra la società debitrice e i creditori che partecipano all'operazione.

CAPITOLO TERZO
LE OPERAZIONI DI *DEBT FOR EQUITY SWAP* NON RICONDUCEBILI AL
PARADIGMA DEL CONTRATTO. TRA PRINCIPIO MAGGIORITARIO E
CONVERSIONI FORZOSE

SEZIONE I

CONVERSIONE A MAGGIORANZA DI TITOLI OBBLIGAZIONARI

1. Il quesito: convertibilità del credito obbligazionario in azioni mediante delibera adottata a maggioranza dall'assemblea degli obbligazionisti. I profili di immediata evidenza nella disciplina del codice civile: sussistenza di un interesse comune degli obbligazionisti; alterità e interazione tra società emittente e organizzazione di categoria.

La presente Sezione prende in esame la conversione di obbligazioni societarie in azioni perfezionata mediante deliberazione approvata a maggioranza dall'assemblea degli obbligazionisti. L'operazione, sulla cui ammissibilità vi sono opinioni contrastanti, si discosta parzialmente dal paradigma dell'accordo contrattuale, non necessitando del consenso di ciascun obbligazionista.

Per giungere ad una soluzione circa l'ammissibilità del negozio occorre preliminarmente individuare le funzioni svolte dall'organizzazione degli obbligazionisti e, in particolare, dall'assemblea dei portatori.

La presenza di un'organizzazione di gruppo caratterizza il prestito obbligazionario rispetto ad altre tipologie di titoli di debito²⁰² ed è considerata necessaria in ragione delle caratteristiche di tale forma di finanziamento quali, a titolo esemplificativo, il carattere omogeneo delle posizioni creditorie,²⁰³ il lungo termine di durata, il considerevole importo finanziato, la parcellizzazione del rapporto in capo ad un numero significativo di creditori e, non da ultimo, la potenziale contrapposizione tra

²⁰² Si pensi, ad esempio, ai titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata, disciplinati dall'articolo 2483 c.c. o a qualsiasi altra fattispecie di mutuo plurisoggettivo, assistito o meno dall'emissione di titoli di credito, come nel caso dei titoli di debito emessi dallo Stato. Cfr. sul punto S. LUONI, *Le obbligazioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, 715 s.; e S. AMBROSINI, *Le obbligazioni*, in N. ABRIANI - S. AMBROSINI - O. CAGNASSO - P. MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, Vol. IV, I, Padova, 2010, 891;

²⁰³ S. LUONI, *Le obbligazioni*, *cit.*, 716 s. V. anche la Relazione al Codice Civile, § 987, ove si qualifica l'obbligazionista come "membro di un gruppo unitario nel comune interesse dei singoli che lo compongono".

l'interesse del gruppo dei creditori e quello del debitore-emittente.²⁰⁴ Tali caratteristiche rendono difficili ed onerose le attività di vigilanza e di tutela da parte del singolo obbligazionista, la cui incidenza è generalmente limitata a causa di asimmetrie informative e limitate capacità finanziarie. Per questi motivi, in seguito alla sottoscrizione di un prestito obbligazionario, il creditore entra *ipso iure* a far parte di un'organizzazione di gruppo²⁰⁵ dotata di propri poteri, indipendenti da quelli di ciascun obbligazionista e idonei a vincolare tutti i portatori.²⁰⁶

²⁰⁴ S. LUONI, *Le obbligazioni, cit.*, 717.

²⁰⁵ L'espressione "organizzazione di gruppo", riferibile ad un gruppo determinato di soggetti, sembra preferibile rispetto ad "organizzazione di categoria", che invece evoca un numero indeterminato di appartenenti, anche perchè è opinione condivisa in dottrina (T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 301, nt. 11; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 317; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, 69; G. FRÉ, *Società per azioni*, Milano, 1982, 615; S. LUONI, *Le obbligazioni, cit.*, 718) e in giurisprudenza (Cass., 31 marzo 2006, n. 7693, in *Giur. comm.*, 2007, II, 555, con nota di M. SARALE, *Obbligazioni di serie diverse, assemblea degli obbligazionisti e questioni in tema di invalidità delle deliberazioni*; Trib. Milano, 18 settembre 1989, in *Giur. comm.*, 1991, II, 507) che a ciascuna emissione di obbligazioni debba corrispondere (almeno) una specifica assemblea di obbligazionisti.

²⁰⁶ La letteratura sull'organizzazione degli obbligazionisti è sterminata. Senza pretesa di esaustività, si indicano: T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari, cit.*, 301 ss.; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni, cit.*; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 144; G. NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 431 ss. e Roma, 1988; R. CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, in *Società*, 1991, 3, 320 ss.; S. GALLI, *Osservazioni in tema di modificazioni del prestito obbligazionario*, in *Giur. comm.*, 1991, II, 516 ss.; G. F. CAMPOBASSO, *Le Obbligazioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 5, Torino, 1988; B. QUATRARO, S. D'AMORA, R. ISRAEL, G. QUATRARO, *Trattato teorico pratico delle operazioni sul capitale*, Milano, 2001, 1519 ss.; R. CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni*, in *Le società*, Trattato diretto da F. Galgano, Torino, 2002, 347 e 373; F. G. PANTÈ – G. QUATRARO, *Azioni, obbligazioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2004; F. GALGANO – R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario, I, Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Tratt. dir. comm. Galgano*, Padova, 2006, 678 ss.; L. AUTUORI, *Organizzazione degli obbligazionisti*, in *Obbligazioni Bilancio. Artt. 2410 – 2435-bis c.c.*, a cura di M. Notari e Luigi A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti - L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2006; V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, Vol. 16, *Impresa e Lavoro*, Tomo II, Torino, 2011, 244 ss.; A. FERRUCCI – C. FERRENTINO, *Le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici*, Milano, 2012; S. LUONI, *Le obbligazioni, cit.*; S. AMBROSINI, *Le obbligazioni, cit.*; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, 2008; Per una giurisprudenza essenziale in tema di organizzazione degli obbligazionisti, v. Trib. Milano, 18 settembre, 1989, in *Società*, 1990, 473 ss., *Giur. it.*, 1991, I, 2, 39, in *Giur. comm.*, 1990, II, 507, e in *Gius. civ.*, 1990, 500 ss.; Trib. Alessandria, 2 aprile 1992, in *Giur. it.*, 1992, I, 2, 441 ss.; Trib. Verona, 4 giugno 1992, in *Riv. not.*, 1993, II, 175 ss. e in *Società*, 1992, 1688 ss.; Trib. Lucca, 30 dicembre 1994, in *Riv. not.*, 1995, 1360 ss.; Trib. Udine, 25 gennaio 1994, in *Riv. not.*, 1994, II, 884 ss.; Trib. Monza, 13 giugno 1997, in *Società*, 1998, 175 ss. e in *Riv. dir.*

L'organizzazione degli obbligazionisti ha ricevuto puntuale disciplina nel codice civile²⁰⁷ attraverso la previsione di due organi: l'assemblea (artt. 2415 e 2416 c.c.), che ha il compito di assumere determinate decisioni per conto degli obbligazionisti secondo il principio di maggioranza,²⁰⁸ e il rappresentante comune (artt. 2417, 2418

comm., 1997, II, 340 ss; App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 194 ss. e in *Dir. prat. soc.*, 4, 71 ss.

²⁰⁷ Prima dell'introduzione del Codice Civile del 1942 non vi era, nel nostro ordinamento, una disciplina organica relativa all'organizzazione degli obbligazionisti. Nella prassi, tuttavia, si riscontravano forme organizzative sorte su base volontaria e disciplinate mediante disposizioni contenute all'interno del regolamento del prestito. Un primo passo significativo del legislatore italiano verso l'introduzione di un'organizzazione *ex lege* è rappresentato dalla legge 24 maggio 1903 n. 197 in materia di concordato preventivo che, agli articoli 26 e ss., regolava le modalità di voto degli obbligazionisti nella procedura di concordato preventivo. In dottrina è stato osservato (S. LUONI, *Le obbligazioni, cit.*, 718) che il legislatore del 1942, in virtù di una "felice intuizione" abbia preso spunto proprio dalla norma in materia di concordato preventivo per introdurre nel nostro ordinamento una disciplina organica dell'organizzazione degli obbligazionisti. Quanto ai successivi interventi del legislatore, occorre rammentare che la Riforma delle società di capitali, introdotta con decreto Legislativo n. 6 del 2003 ed entrata in vigore il 1° gennaio 2004, non ha modificato i lineamenti essenziali della preesistente disciplina in materia di organizzazione degli obbligazionisti, limitandosi a talune modifiche piuttosto marginali, quali una nuova disciplina relativa all'impugnazione delle delibere dell'assemblea degli obbligazionisti nonché l'estensione a nuovi soggetti della possibilità di ricoprire la carica di rappresentante comune degli obbligazionisti. Maggiori risvolti sistematici possono cogliersi nella disposizioni di cui all'articolo 2411, ult. co., c.c., che estende la disciplina in tema di obbligazioni (e, quindi, anche la disciplina relativa all'organizzazione di gruppo) agli strumenti finanziari partecipativi che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società. Sul tema, S. LUONI, *Le obbligazioni, cit.*, 715 s.

²⁰⁸ S. LUONI, *Le obbligazioni, cit.*, 717. L'assemblea degli obbligazionisti è un'organizzazione di tipo collegiale, con poteri e caratteristiche proprie, che delibera a maggioranza su ogni materia di interesse comune degli obbligazionisti ed opera in base alle medesime regole di funzionamento previste per l'assemblea straordinaria dei soci (art. 2415, comma 3°, c.c.). L'assemblea è presieduta dalla persona indicata nello statuto, o, in mancanza, dalla persona indicata dagli intervenuti. Si applicano analogicamente gli articoli 2371 c.c. (relativo ai poteri del presidente) e 2374 c.c. (relativamente al diritto dei partecipanti di chiedere un rinvio dell'assemblea nel caso in cui non siano stati adeguatamente informati circa i punti all'ordine del giorno). Il diritto di voto spetta a tutti i portatori, purché si tratti di obbligazioni non estinte, anche se scadute. Il diritto di intervento, oltre che agli obbligazionisti, spetta al rappresentante comune, agli organi di controllo e a quelli amministrativi. A differenza di quanto accadeva sotto la disciplina previgente, non vi sono limitazioni espresse circa la partecipazione all'assemblea di obbligazionisti in conflitto di interesse con il gruppo organizzato. La convocazione dell'assemblea spetta, alternativamente, agli amministratori, al rappresentante comune o agli obbligazionisti che rappresentano almeno il 5% dei titoli emessi e non estinti. La società emittente non può partecipare all'assemblea degli obbligazionisti per i titoli obbligazionari eventualmente da essa posseduti (cfr., sul punto, Trib. Milano, 18 settembre 1989, *cit.*, ove si precisa che il divieto non si applica anche agli azionisti della società emittente o di una società controllante) mentre possono parteciparvi gli amministratori e i sindaci di quest'ultima. Quanto alle maggioranze richieste per l'approvazione delle deliberazioni, il codice rinvia alle norme in materia di assemblea dei soci, salvo il *quorum* deliberativo rafforzato previsto per le deliberazioni aventi ad oggetto la modifica delle condizioni del prestito, che richiedono, anche in seconda convocazione, il voto favorevole di tanti obbligazionisti che rappresentino almeno la metà dei titoli emessi (cfr., sul punto, L. AUTUORI,

e 2420 c.c.), cui spetta il compito di trasmettere all'esterno la volontà espressa dall'assemblea e di dare alla stessa esecuzione, nonché di gestire i rapporti con la società e i terzi nell'interesse degli obbligazionisti.²⁰⁹

Organizzazione degli obbligazionisti, cit., 234 ss., il quale ritiene che vada valorizzato l'avverbio "anche" e che, pertanto, il quorum qualificato richiesto dal 3° comma dell'articolo 2415 c.c. sia necessario anche in seconda convocazione, escludendo, quindi, l'applicazione analogica degli articoli 2368 e 2369 c.c.). Una volta approvate, le delibere dell'assemblea degli obbligazionisti devono essere pubblicizzate mediante iscrizione presso il registro delle imprese, da eseguire a cura del notaio che ha redatto il verbale, il quale deve compiere il controllo di legalità della delibera. Il verbale deve essere trascritto nel libro delle adunanze e delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti, tenuto dal rappresentante comune. Si noti che, anche prima della riforma delle società di capitali, la giurisprudenza negava che le delibere dell'assemblea degli obbligazionisti fossero soggette al procedimento di omologazione, non coinvolgendo tali delibere interessi generali e in assenza di una specifica previsione legislativa. In tal senso, Trib. Lucca, 30 dicembre 1994, *cit.*, e Trib. Udine, 25 gennaio 1994, *cit.*. Analogo rinvio alle norme in materia di assemblea dei soci riguarda anche l'impugnazione delle delibere assembleari (artt. 2377 e 2379 c.c.), con la precisazione che le percentuali richieste dall'articolo 2377 c.c. per l'impugnazione delle deliberazioni dei soci vanno computate con riferimento all'ammontare del prestito obbligazionario e che il rappresentante degli obbligazionisti partecipa al relativo processo in contraddittorio con l'obbligazionista/attore.

²⁰⁹ Il rappresentante comune viene nominato dall'assemblea degli obbligazionisti oppure, nel caso di inerzia di quest'ultima, dal tribunale territorialmente competente su domanda di uno o più obbligazionisti o degli amministratori dell'emittente. Sono incompatibili con la carica del rappresentante comune i soci, gli amministratori, i sindaci e i dipendenti dell'emittente, nonché tutti coloro che si trovino nelle condizioni di cui all'articolo 2399 c.c. in materia di sindaci. Il compenso e la durata in carica del rappresentante comune, che comunque non può superare i tre esercizi sociali, sono decisi dall'assemblea degli obbligazionisti. Egli ha la rappresentanza legale degli obbligazionisti nei processi e nelle procedure concorsuali al fine di tutelarne gli interessi comuni. Secondo App. Milano, 17 novembre 1998, *cit.*, il rappresentante comune degli obbligazionisti è legittimato a ricevere le impugnazioni delle delibere dell'assemblea degli obbligazionisti ma ciò non elimina dalla scena sostanziale i suoi rappresentati, nei cui confronti potrebbero essere proposte le suddette impugnazioni nel caso in cui non fosse stato nominato un rappresentante comune. Secondo la Corte d'Appello di Milano, inoltre, nel caso in cui manchi il rappresentante comune non è possibile indirizzare l'impugnazione alla società emittente come soggetto legittimato passivo nel procedimento. Il rappresentante comune ha inoltre il compito di eseguire le delibere dell'assemblea degli obbligazionisti, di assistere alle operazioni di sorteggio nel caso di obbligazioni a premio e, più in generale, di tutelare gli interessi comuni degli obbligazionisti nei confronti della società emittente. Proprio al fine di poter svolgere tali compiti, il rappresentante comune può assistere alle assemblee dei soci della società emittente. Vi sono opinioni discordanti circa l'obbligatorietà di nominare un rappresentante comune degli obbligazionisti. Secondo un orientamento, (D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni, cit.*, 249; R. CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune, cit.*, 322; Trib. Monza, 13 giugno 1997, *cit.*) il rappresentante comune non sarebbe organo necessario dal momento che non esiste un meccanismo che ne assicura la presenza automatica nel caso di inerzia dei soggetti menzionati nell'articolo 2417 c.c. Secondo un altro orientamento (G. FERRI, *Le società*, in *Trattato Vassalli*, vol. X, 1985, 509 s.; R. CAVALLO BORGIA, *Le azioni e le obbligazioni, cit.*, 347 e 373; S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti, cit.*, 144; G. F. CAMPOBASSO, *Le Obbligazioni, cit.*, 510; F. FERRARA JR. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1987, 657), al rappresentante comune spetterebbero poteri essenziali nel funzionamento dell'organizzazione, che sono sottratti al singolo obbligazionista. Inoltre, valorizzando la disposizione codicistica che affida all'organo giudiziario la possibile nomina del rappresentante comune, si argomenta che tale potere sarebbe attribuito alla giurisdizione proprio per rendere

La presenza dell'organizzazione di gruppo non esclude la tutela individuale del singolo portatore. La norma di chiusura²¹⁰ contenuta nell'articolo 2419 c.c., infatti, stabilisce che ciascun portatore è legittimato ad agire per la tutela dei propri diritti a condizione che l'azione individuale non risulti incompatibile con le delibere dell'assemblea degli obbligazionisti. Si tratta di un importante bilanciamento tra organizzazione di categoria e tutela individuale che, fissato il limite invalicabile delle delibere validamente approvate dall'assemblea degli obbligazionisti, circoscrive l'operatività della tutela individuale ai casi di ingiustificata inerzia dell'organizzazione e a quelli in cui l'esigenza di tutela del singolo non possa essere adeguatamente soddisfatta mediante l'organizzazione di categoria come, ad esempio, nel caso in cui il singolo portatore detenga un numero di obbligazioni che non raggiungono il ventesimo dei titoli emessi oppure nel caso in cui, pur raggiungendo tale soglia, la tutela giuridica richiesta esuli dalla sfera di competenza dell'assemblea degli obbligazionisti e, pertanto, non possa trovare adeguata risposta mediante la convocazione della stessa *ex art. 2415, 2° comma, c.c.*²¹¹

possibile la tutela unitaria di gruppo assicurando ad esso una rappresentanza unitaria. In ragione di tali considerazioni, il rappresentante comune dovrebbe essere considerato organo necessario. Più recentemente l'attenzione degli studiosi e, soprattutto, lo scrutinio della giurisprudenza, si sono spostati sulla valutazione degli effetti che la mancata nomina del rappresentante comune comporterebbe sulla validità ed efficacia delle delibere dell'assemblea degli obbligazionisti. A tal riguardo sembra prevalente l'opinione secondo la quale la mancata nomina del rappresentante comune degli obbligazionisti non dovrebbe incidere sulla validità delle delibere dell'assemblea degli obbligazionisti che, quindi, sarebbero valide anche in mancanza del rappresentante comune. In tal senso, v. Trib. Monza, 13 giugno 1997, *cit.*, 175. *Contra*, App. Milano, 17 novembre 1998, *cit.*, 194, che tuttavia non esclude che la delibera assunta dall'assemblea degli obbligazionisti in assenza di rappresentante comune possa essere impugnata ove la mancanza del rappresentante comune abbia causato un mancato apporto informativo a favore degli obbligazionisti circa le materia all'ordine del giorno.

²¹⁰ L'espressione è di S. LUONI, *Le obbligazioni, cit.*, 717.

²¹¹ Per il solo fatto di appartenere ad una organizzazione di gruppo il singolo obbligazionista non perde, quindi, le prerogative proprie di un creditore sociale. Più difficile è individuare la linea di demarcazione tra le prerogative del singolo e quelle del gruppo organizzato. In tal senso, secondo l'opinione prevalente non vi sarebbe attribuzione in via esclusiva di poteri al gruppo e ai singoli

La lettura delle norme codicistiche rivela alcuni aspetti di indubbio interesse.

In primo luogo, in diverse disposizioni il codice fa espresso riferimento alla sussistenza di un "interesse comune" degli obbligazionisti. Ciò è riscontrabile nell'elencazione delle materie di competenza dell'assemblea di cui all'articolo 2415 c.c., 1° co., c.c. che comprende la costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei "comuni interessi" nonché ogni altro oggetto "d'interesse comune" dei portatori. Nell'articolo 2418 c.c., inoltre, il legislatore indica espressamente la tutela degli interessi comuni dei portatori tra i compiti del rappresentante comune ed aggiunge che questi ha la rappresentanza processuale degli obbligazionisti al fine di tutelare "gli interessi comuni di questi ultimi". Ulteriori spunti di riflessione possono rinvenirsi nel citato articolo 2419 c.c. che, circoscrivendo l'operatività della tutela individuale ai casi in cui essa non risulti incompatibile con le deliberazioni dell'assemblea, stabilisce un principio di prevalenza di quest'ultima rispetto alle azioni individuali.

Altro profilo di interesse riguarda il rapporto tra società emittente e organizzazione degli obbligazionisti. In particolare, alcune norme mettono in luce l'estraneità

obbligazionisti ma, al contrario, coesistenza di poteri del gruppo e dei singoli rispetto a talune materie. Quanto alla linea di confine segnata dalle delibere validamente adottate dall'assemblea, essa andrebbe individuata in base agli effetti delle iniziative individuali, dovendosi ritenere precluse quelle azioni individuali che, se accolte, pregiudicherebbero gli effetti concreti delle delibere adottate dall'assemblea degli obbligazionisti. S. LUONI, *Le obbligazioni, cit.*, 737 ss. In argomento, v. anche M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, in *Crisi d'impresa e ristrutturazioni, percorsi tra banca e mercato*, Milano, 2010, 202, che rileva come "nei regolamenti dei prestiti si incontrano non di rado previsioni volte a rafforzare ulteriormente questo principio, precludendo qualsiasi azione del singolo obbligazionista nelle more di una decisione assembleare (le cosiddette "ho action clauses"). Sulla validità di queste disposizioni sembra ormai essersi creato un certo consenso."

dell'organizzazione rispetto alla società emittente, mentre altre sembrano evidenziare la necessità di una loro costante interazione.²¹²

Nel primo gruppo di norme rientra il comma 4° dell'articolo 2415 c.c., che impedisce alla società di partecipare alle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti con riferimento alle obbligazioni da essa eventualmente detenute, confermando l'alterità degli obbligazionisti organizzati in gruppo rispetto alla società emittente e la sussistenza di un conflitto tra gli interessi dei primi e quelli della società. Nello stesso senso, l'articolo 2417 c.c. esclude che la carica di rappresentante degli obbligazionisti possa essere ricoperta da amministratori, sindaci, dipendenti della società e comunque da tutti coloro che si trovano nelle condizioni di ineleggibilità relative alla carica di sindaco ai sensi dell'art. 2399 c.c.. Anche in questo caso il legislatore presuppone la sussistenza di un potenziale conflitto di interessi tra società emittente e obbligazionisti.

Il secondo gruppo di norme richiede un continuo dialogo tra gli obbligazionisti organizzati e la società emittente. In particolare, l'articolo 2415, 1° comma n. 3 c.c. richiede il coinvolgimento degli obbligazionisti in cruciali vicende della società quali la proposta di amministrazione controllata e di concordato; l'articolo 2415 comma 2° c.c. consente al consiglio di amministrazione o di gestione di convocare l'assemblea degli obbligazionisti nel caso in cui questi rimangano inerti e, sempre nel contesto della disciplina del procedimento assembleare, l'articolo 2415, comma 5° c.c. prevede che gli amministratori, i sindaci e i componenti del consiglio di gestione o di

²¹² Sul tema, tra gli altri cfr. S. LUONI, *Le obbligazioni*, cit., 727 s.; V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 370; L. AUTUORI, *Organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 206; G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 31; G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 162.

sorveglianza possono assistere all'assemblea degli obbligazionisti. Le norme menzionate confermano che l'organizzazione di categoria, pur essendo estranea a quella dell'emittente, non è solo strumentale al perseguimento degli interessi degli obbligazionisti ma anche a quelli della società. Ulteriore conferma in tal senso è rinvenibile nella norma di cui all'articolo 2417, comma 2° c.c., che prevede la possibilità che il rappresentante comune sia nominato dagli amministratori della società. Del resto, tra i doveri del rappresentante comune vi è la tutela degli interessi comuni degli obbligazionisti "*nei rapporti con la società*" ed è proprio per svolgere tale compito che egli ha diritto di assistere all'assemblea dei soci.

2. Segue: le principali funzioni attribuite all'assemblea degli obbligazionisti nella duplice prospettiva dei portatori e della società emittente.

Le obbligazioni, come le azioni, sono titoli di massa: ciascun titolo obbligazionario è emesso in serie, rappresenta una frazione di uguale valore nominale di una operazione unitaria di mutuo²¹³ e conferisce al relativo titolare i medesimi diritti.²¹⁴ Tali caratteristiche determinano una comunione di interessi tra i portatori che non è ravvisabile in altre categorie di creditori-finanziatori e che è stata enfatizzata fino a definire le obbligazioni come "*titoli di gruppo organizzati*".²¹⁵

La definizione dell'interesse di gruppo degli obbligazionisti è oggetto di ampio dibattito.

²¹³ G. F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, cit., 475 ss.; F. GALGANO – R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, cit., 677.

²¹⁴ V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 244 s.

²¹⁵ In tal senso, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, cit., 10; V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 367 s.

Il profilo di più immediata evidenza è che ciascun obbligazionista ha interesse ad ottenere il tempestivo ed integrale adempimento dell'obbligazione pecuniaria assunta nei suoi confronti dall'emittente. Se ci limitassimo a tale considerazione, però, bisognerebbe concludere che l'interesse del gruppo coincide con l'interesse dei singoli ad ottenere l'adempimento. Ciò non consentirebbe di distinguere la posizione del creditore-obbligazionista da quella di qualsiasi altro creditore sociale, di talché l'appartenenza al gruppo non avrebbe alcun rilievo dal punto di vista dello scopo perseguito.²¹⁶

L'interesse del gruppo dei portatori ha invece rilevanza autonoma rispetto a quello del singolo obbligazionista²¹⁷ e va individuato in una prospettiva dinamica, tale da catturare l'evolversi del rapporto contrattuale tra obbligazionisti e società. Esso è sintesi degli interessi dei singoli obbligazionisti e si concreta nella tutela unitaria del gruppo mediante il perseguimento di iniziative volte ad assicurare ai portatori una protezione collettiva a fronte di vicende che possono ripercuotersi sulla posizione giuridica di tutti.²¹⁸

Sulla scorta di tali considerazioni si è sostenuto²¹⁹ che l'interesse di gruppo sarebbe l'interesse alla permanenza delle posizioni giuridiche individuali degli obbligazionisti in uno stato di uniformità, unitarietà e interdipendenza tra loro. La soluzione non appare condivisibile, dal momento che l'interdipendenza delle posizioni giuridiche individuali non sempre si risolve in un beneficio per il gruppo. La dottrina

²¹⁶ S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, cit., 122.

²¹⁷ A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 148.

²¹⁸ S. LUONI, *Le obbligazioni*, cit., 720.

²¹⁹ G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 29.

statunitense²²⁰ ha evidenziato come nell'ambito del gruppo di obbligazionisti si formino spesso diverse sotto-categorie, ciascuna con caratteristiche ed esigenze diverse. Di tal guisa, potrebbe esservi un interesse generale del gruppo a fare in modo che alcuni obbligazionisti (per esempio le persone fisiche che hanno sottoscritto titoli per importi minori) siano rimborsati integralmente mentre altri (es. soggetti istituzionali che hanno sottoscritto titoli per importi considerevoli) concordino una modifica delle condizioni iniziali del prestito o anche la conversione del prestito in partecipazioni, con la possibilità di un guadagno più alto a condizioni di maggiore rischio, condizioni che male si attaglierebbero agli altri obbligazionisti "non-istituzionali". Una aprioristica difesa dell'unitarietà del gruppo rischierebbe, quindi, di tradire le diverse esigenze dei soggetti che appartengono ad esso.

Le funzioni svolte dall'organizzazione possono essere meglio descritte se si prendono in considerazione due angoli visuali opposti: quello degli obbligazionisti (considerati sia come singoli sia in quanto gruppo organizzato) e quello della società emittente.²²¹ Adottando il primo angolo visuale, la principale funzione dell'organizzazione è la tutela "collettiva e unitaria"²²² del gruppo, attività essenziale nel caso in cui i singoli obbligazionisti siano impossibilitati ad intraprendere iniziative autonome oppure restino inerti. In tali circostanze non vi sono conflitti tra i portatori e l'interesse del gruppo è uguale alla mera somma dell'interesse dei singoli.

²²⁰ J. C. COFFEE E W. A. KLEIN, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, cit., 1214;

²²¹ In tal senso, v. Trib. Monza, 13 giugno 1997, cit., 349, che ha convenuto sulla duplice funzione svolta dall'organizzazione degli obbligazionisti che, da una parte, sarebbe strumentale a garantire la tutela collettiva degli obbligazionisti e, dall'altra, a consentire alla società emittente di ottenere le modifiche del prestito obbligazionario ad essa necessaria raccogliendo il consenso della maggioranza degli obbligazionisti.

²²² S. LUONI, *Le obbligazioni*, cit., 715 s.

Ulteriore compito dell'organizzazione e, in particolare, dell'assemblea degli obbligazionisti, è la risoluzione dei conflitti tra i singoli appartenenti al gruppo, nel qual caso l'organizzazione veicola all'esterno la manifestazione di volontà unitaria risultante dalla maggioranza, tale da evitare fenomeni di *hold out* che potrebbero avvantaggiare alcuni portatori rispetto ad altri.²²³ In questo frangente l'interesse dei singoli portatori è divergente (si pensi, per esempio, alle diverse posizioni degli obbligazionisti in merito ad una proposta di modifica delle condizioni del prestito) e, pertanto, l'organizzazione deve provvedere prima alla composizione dei contrasti e, successivamente, alla tutela dell'interesse di gruppo risultante dalla composizione.²²⁴ Adottando il diverso angolo visuale della società emittente e considerando, in particolare, la necessaria interazione tra la stessa e il gruppo di obbligazionisti, si coglie l'ulteriore funzione dell'organizzazione, consistente nella gestione dei rapporti con la società. In assenza di un'organizzazione di gruppo, quest'ultima sarebbe costretta ad interloquire con i singoli portatori e, ad esempio, a raccogliere il consenso di ciascuno di essi per ottenere l'accettazione di una proposta di modifica delle condizioni del prestito.²²⁵ Grazie all'organizzazione degli obbligazionisti, invece, la società ha un solo interlocutore per tutte le questioni che attengono al rapporto di prestito obbligazionario.²²⁶

²²³ J. C. COFFEE E W. A. KLEIN, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, cit., 1214.

²²⁴ Ad evidenziare la distinzione tra le ipotesi nelle quali si riscontra una "somma di interessi individuali" e quelle nelle quali l'organizzazione esprime una "sintesi e composizione" di tali interessi è il V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, cit., 189; Sembra orientato in tal senso anche S. LUONI, *Le obbligazioni*, cit., 715 s.

²²⁵ In tal senso v. anche M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 201 ss., che rileva come "non è normalmente possibile ottenere il consenso unanime degli obbligazionisti alla ristrutturazione di un prestito".

²²⁶ Alcuni studiosi hanno attribuito particolare rilevanza a tale prospettiva argomentando che la costituzione *ex lege* di un'organizzazione di gruppo degli obbligazionisti risponderebbe principalmente

In sintesi, l'organizzazione degli obbligazionisti è preordinata al perseguimento, da una parte, degli interessi del gruppo, i quali possono essere simmetrici, nel caso in cui si tratti dell'interesse ad ottenere il soddisfacimento del credito, ovvero antitetici, nel caso in cui vi siano contrasti da dirimere tra gli obbligazionisti, e, dall'altra, degli interessi della società emittente, la quale potrà relazionarsi direttamente con l'organizzazione senza dover interpellare ciascun portatore.²²⁷

3. La competenza assembleare in materia di modificazioni delle condizioni del prestito. Il superamento degli orientamenti tradizionali mediante l'interpretazione letterale, sistematica, teleologica ed evolutiva della norma codicistica.

Le competenze dell'assemblea degli obbligazionisti²²⁸ elencate dall'articolo 2415 c.c. comprendono (i) la nomina e la revoca del rappresentante comune, (ii) la proposta di

alla necessità per l'ente emittente di ottenere modifiche delle condizioni di prestito senza il consenso di tutti gli obbligazionisti coinvolti. In tal senso, F. GALGANO, *La società per azioni, cit.*, 403. Rilievi critici in tale direzione sono stati sollevati anche da R. WEIGMANN, *Società per azioni, in Digesto comm.*, XIV, Torino, 1997, 358. Altri studiosi hanno ridimensionato tali giudizi critici sottolineando l'esistenza del limite invalicabile dell'interesse degli obbligazionisti, che dovrebbe comunque giustificare qualsivoglia modificazione peggiorativa del prestito obbligazionario, a prescindere dal fatto che la società possa trarre un eventuale beneficio da tale modificazione. In tal senso cfr. S. LUONI, *Le obbligazioni, cit.*, 718 S.

²²⁷ F. GALGANO – R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario, cit.*, 677. Le molteplici esigenze di tutela e di composizione di interessi hanno spinto il legislatore italiano a trasferire all'organizzazione alcune prerogative che altrimenti spetterebbero al singolo creditore-obbligazionista. In tal senso, cfr. Relazione al Codice Civile Italiano, § 987. Sul punto, v. anche F. GALGANO – R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario, cit.*, 683.

²²⁸ In merito all'attribuzione della personalità giuridica al gruppo organizzato di obbligazionisti sembra maggioritario l'orientamento secondo il quale il gruppo di obbligazionisti sarebbe sprovvisto sia di personalità giuridica che di autonomia patrimoniale (G. FRÉ, *Società per azioni, cit.*, 609; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni, cit.*, 45 ss.; e Trib. Monza, 13 giugno 1997, *cit.*). Maggiori sono le divergenze in merito alla qualificazione giuridica del gruppo degli obbligazionisti. A tal riguardo, rimasta isolata l'opinione che riconduceva il gruppo allo schema della società (S. MOSSA, *Obbligazioni e obbligazionisti nella società per azioni, in Riv. dir. comm.*, I, 1955, 77 ss.), l'opinione prevalente qualifica l'organizzazione di gruppo come consorzio *ex lege*, sostanzialmente autonomo nei confronti della società ma ad essa collegato. In particolare, si tratterebbe di un consorzio dal momento che il gruppo non è preordinato allo svolgimento di un'attività produttiva ma alla tutela collettiva e unitaria degli appartenenti. Si tratterebbe, inoltre, di un gruppo autonomo rispetto alla società, dal momento che vi è un potenziale conflitto di interessi tra obbligazionisti e società emittente. Si tratterebbe, infine, di un consorzio *ex lege* dal momento che manca un contratto stipulato tra gli

amministrazione controllata e di concordato, (iii) le decisioni relative alle modificazioni del prestito obbligazionario, (iv) la costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e le decisioni sul relativo rendiconto. L'elencazione, tuttavia, non è tassativa. Il quinto ed ultimo punto dell'elenco, infatti, estende le attribuzioni dell'assemblea ben oltre le materie elencate, agli "*altri oggetti d'interesse comune degli obbligazionisti*".

Il profilo che ha generato maggiori perplessità e appare altresì decisivo in relazione all'oggetto del presente lavoro è quello relativo alla competenza assembleare circa le modificazioni delle condizioni del prestito. Esse si realizzano mediante un procedimento che si articola in due fasi: la proposta di modifica, formulata dalla società e portata a conoscenza degli obbligazionisti dall'organo amministrativo, e l'accettazione della stessa, che spetta invece all'assemblea degli obbligazionisti, la quale, convocata dagli amministratori o dal rappresentante comune, dovrà decidere se accettare o meno la proposta, in ogni caso perseguendo l'interesse degli

obbligazionisti (in tal senso, G. FRÉ, *Società per azioni*, cit., 609; A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, cit., 423; F. FERRARA JR. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., 657; S. AMBROSINI, *Le obbligazioni*, cit., 891). Va segnalata sul punto l'opinione isolata del D. PETTITI, (*I titoli obbligazionari delle società per azioni*, cit., 53), il quale qualifica l'organizzazione degli obbligazionisti come consorzio volontario oggetto di integrazione legale (imperativa) in seguito alla stipula del contratto di sottoscrizione. Altra parte della dottrina (T. ASCARELLI, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, cit., 301), infine, ha preferito inquadrare l'assemblea degli obbligazionisti entro il diverso schema dell'associazione non riconosciuta. La principale critica (G. FRÉ, *Società per azioni*, cit., 583 ss.) a tale ricostruzione riguarda il carattere necessario dell'assemblea degli obbligazionisti, che sarebbe stata predisposta dal legislatore come organizzazione necessaria e, pertanto, sottratta all'autonomia privata degli associati. Ulteriore, autorevole, orientamento (A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 140 ss.) individua nell'organizzazione degli obbligazionisti una "comunione di interessi", non riconducibile ad altri istituti del codice civile. Accanto alle posizioni elencate vi sono molti autori (G. NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, 415 ss.) che non hanno operato una qualificazione della natura giuridica dell'assemblea degli obbligazionisti, limitandosi ad osservare che essa rappresenta un'organizzazione autonoma rispetto alla società emittente e, quindi, non costituisce un organo della società ma, ferma restando tale separazione, è strettamente collegata alla società stessa. La giurisprudenza (Trib. Alessandria, 2 aprile 1992, cit.; Trib. Milano, 18 settembre, 1989, cit.) sembra aver seguito tale orientamento, limitandosi a qualificare l'assemblea degli obbligazionisti come gruppo organizzato di creditori sociali, senza ulteriori specificazioni in merito alla riconducibilità della fattispecie ad altri istituti previsti dall'ordinamento.

obbligazionisti.²²⁹ Il descritto procedimento rivela una divergenza rispetto alle altre fattispecie di mutuo plurisoggettivo, posto che le modifiche del negozio di finanziamento non necessitano del consenso di ciascun obbligazionista ma si perfezionano mediante l'espressione del voto a maggioranza da parte di un organo collegiale.²³⁰

La corretta interpretazione della disposizione che consente all'assemblea di decidere sulle modificazioni del rapporto è da tempo al centro di discussioni.

Secondo un orientamento più conservatore,²³¹ la competenza dell'assemblea dovrebbe limitarsi alle modifiche relative alle cc.dd. condizioni accessorie del mutuo quali, ad esempio, le variazioni della misura del tasso di interesse, la rinuncia ad una parte delle garanzie, la data di rimborso delle obbligazioni, la proroga del termine di scadenza etc.

Secondo un orientamento più liberale, invece, la competenza assembleare in materia di modifiche contrattuali dovrebbe ritenersi estesa anche alle condizioni essenziali del prestito, ivi incluse la modalità di remunerazione del capitale, la sospensione degli interessi etc. Ferma restando la regola generale della parità di trattamento, l'unico

²²⁹ La ricostruzione *prospettata* sembra solo parzialmente condivisa da Trib. Monza, 13 giugno 1997, *cit.*, secondo il quale "il procedimento (pre)contrattuale costituito dallo scambio di proposta ed accettazione regolato dagli articoli 1326 ss. c.c., pur ammessa la natura negoziale dell'operazione obbligazionaria e delle sue successive modificazioni, può solo per analogia essere riferito alle "modificazioni delle condizioni di prestito" espressamente consentite dall'art. 2415 c.c., poiché, se è vero che la modificazione del prestito deliberata dall'assemblea degli obbligazionisti e sottoposta dall'organo amministrativo sociale al gruppo degli obbligazionisti integra una proposta contrattuale che darà vita alle richieste modificazioni giuridiche del rapporto solo a seguito dell'adesione manifestata dall'assemblea degli obbligazionisti con le maggioranze sopra citate, resta il fatto che in entrambi i casi non di semplici dichiarazioni prenegoziali si tratta, ma di veri e propri atti giuridici collettivi, con riguardo ai quali il collegamento procedimentale testé descritto non inficia una piena distinzione ed autonomia reciproca quanto ai requisiti di validità e di formazione di ciascuno di essi in sé e per sé considerato".

²³⁰ Trib. Monza, 10 aprile 1997, *cit.*

²³¹ In tal senso, tra gli altri, F. FERRARA JR. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, *cit.*, 590; A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, *cit.*, 425; R. CLARIZIA, *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, *cit.*, 320; V. COLUSSI, *Obbligazioni di società*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1990, 5.

limite riguarderebbe le decisioni in grado di determinare l'estinzione o il definitivo mutamento del rapporto contrattuale, ivi inclusa la decisione di convertire il prestito obbligazionario in partecipazione sociale.²³²

Negli ultimi anni si è inoltre affermato un orientamento intermedio²³³, in base al quale la dizione "condizioni del prestito" dovrebbe ricomprendere ogni condizione contrattuale ad eccezione di quelle di tipo "strutturale", ossia quelle riguardanti gli elementi tipizzanti della fattispecie contrattuale di mutuo. Dunque, sulla scorta di tale orientamento sarebbero illegittime tutte le delibere che costringessero gli obbligazionisti ad eseguire nuovi versamenti, a rinunciare al rimborso del capitale o degli interessi già maturati dal momento che tali modifiche valicherebbero il preteso limite rappresentato dalle "*caratteristiche strutturali del rapporto intercorrente tra emittente e obbligazionisti*" oppure, in termini più contrattuali, dai "*dati tipizzanti (...) la fattispecie del prestito obbligazionario*".²³⁴ Anche alla stregua di tali argomentazioni, l'assemblea non potrebbe deliberare a maggioranza la conversione delle obbligazioni in partecipazioni sociali, dal momento che tale decisione priverebbe gli obbligazionisti di un "diritto acquisito".²³⁵ Le poche decisioni della giurisprudenza

²³² In tal senso, S. PESCATORE, *Il rappresentante comune degli obbligazionisti, cit.*, 129; G. FERRI, *Le società*, in *Trattato Vassalli*, vol. X, 1985, 509; D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni, cit.*, 227; F. GALGANO, *La società per azioni, cit.*, 402, nota 4; N. DE LUCA, A. STAGNO D'ALCONTRES, voce "*Obbligazioni di società*", in *Enc. Dir.*, Agg. VI, Milano, 2002, 803 ss.; G. BRANCADORO, *Commento agli artt. 2410-2420 cod. civ.*, in AA.VV. *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 928.

²³³ Tale posizione intermedia è sostenuta, tra gli altri, da G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni, cit.*, 280 ss. S. AMBROSINI, *Le obbligazioni, cit.*, 893. Sembra inserirsi entro tale linea di pensiero anche Trib. Milano, 18 settembre 1989, *cit.*, che afferma che l'invalidità della delibera dell'assemblea degli obbligazionisti che stabiliva a maggioranza la rinuncia agli interessi maturati, dal momento che, da una parte, tale decisione non troverebbe giustificazione in un interesse comune degli obbligazionisti e, dall'altra, riguarderebbe non già le situazioni giuridiche future ma quelle pregresse, sulle quali sarebbe da escludersi la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti.

²³⁴ G. F. CAMPOBASSO, *Le Obbligazioni, cit.*, 497.

²³⁵ L. AUTUORI, *Organizzazione degli obbligazionisti, cit.*, 2006;

di merito sul punto sembrano collocabili entro tale ultimo orientamento "intermedio". In particolare, sia la Corte d'Appello²³⁶ che il Tribunale di Milano,²³⁷ rispettivamente al termine degli anni novanta e ottanta, hanno affermato l'intangibilità dei diritti patrimoniali già maturati in capo agli obbligazionisti e, di conseguenza, l'invalidità di una delibera avente ad oggetto la rinuncia al rimborso del capitale o di interessi già maturati. Maggiore apertura sembra essere stata manifestata dal Tribunale di Monza in una decisione del 1997²³⁸ ove, pur rimarcando l'intangibilità delle caratteristiche strutturali del prestito obbligazionario, si ammette la possibilità di rinunciare a maggioranza ad interessi già maturati dagli obbligazionisti.

Appare possibile giungere a conclusioni diverse rispetto a quelle esposte utilizzando rigorosamente le tecniche dell'interpretazione giuridica. In particolare, sembra opportuna una rilettura delle norme libera da preconcetti e basata esclusivamente sull'utilizzo degli strumenti ermeneutici comunemente accettati.

Partendo dal tenore letterale del 1° comma dell'articolo 2415 c.c., "*l'assemblea degli obbligazionisti delibera (...) sulle modificazioni delle condizioni del prestito (...) e sugli altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti*", è possibile isolare alcuni termini-chiave che appaiono decisivi per la corretta interpretazione del testo. Il termine "modificazioni" è un vocabolo di uso ordinario che, tuttavia, nel contesto della disposizione in oggetto dovrebbe assumere un significato tecnico-giuridico specifico, riferendosi alla conclusione di accordi aventi a oggetto la modifica del rapporto contrattuale in essere tra gli obbligazionisti e l'emittente. Analogamente, il

²³⁶ App. Milano, 17 novembre 1998, *cit.*, 194 ss.

²³⁷ App. Milano, 17 novembre 1998, *cit.*, 507.

²³⁸ Trib. Monza, 10 aprile 1997, *cit.*, 341.

termine "condizioni" è parola di uso comune che, nel contesto del diritto dei contratti, dovrebbe indicare qualsivoglia disposizione del rapporto contrattuale in essere tra obbligazionisti ed emittente (es. obbligo di rimborso del capitale, pagamento degli interessi etc.). Anche il termine "prestito", infine, assume uno specifico significato tecnico, indicando i rapporti contrattuali riconducibili al tipo del mutuo (artt. 1813 ss. c.c.).²³⁹ Assemblando i frammenti analizzati, la locuzione "*sulle modificazioni delle condizioni del prestito*" contenuta nel n. 2 del co. 1 dell'art. 2415 c.c. sembra individuare uno spettro di competenze comprendente ogni accordo modificativo avente a oggetto le disposizioni contrattuali che disciplinano il rapporto (di mutuo) tra gli obbligazionisti e la società.

Passando ora al punto 5 dello stesso comma 1° – "*sugli altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti*" – si nota che anche tale disposizione è per lo più costituita da vocaboli di possibile utilizzo comune che, tuttavia, inseriti nel contesto della disciplina delle obbligazioni societarie, assumono uno specifico significato tecnico-giuridico. Il termine "*oggetti*" assume, in particolare, il significato amplissimo di oggetto di una deliberazione-decisione assunta da un organo collegiale. Il legislatore non si riferisce alle sole condizioni contrattuali del rapporto tra obbligazionisti e società ma sceglie di utilizzare un termine dal significato più esteso, comprendente non solo le modificazioni delle condizioni contrattuali ma anche ogni altra materia rilevante per l'interesse di gruppo degli obbligazionisti. Si tratta, evidentemente, di competenze ulteriori rispetto a quelle individuate dal n. 2 dello

²³⁹ Tale conclusione troverebbe agevole conferma in altre disposizioni della Sezione VII dedicata dal Codice Civile alle obbligazioni societarie, ove il legislatore utilizza il medesimo termine (art. 2414, 1° co. n. 6 c.c. e 2416, 1° co.).

stesso comma 1°. L'aggettivo "altri", infatti, suggerisce che il legislatore abbia scelto di introdurre alla fine del comma 1° una norma di chiusura che consentisse all'assemblea di deliberare su materie (siano esse consistenti in una modificazione contrattuale o meno) aggiuntive rispetto a quelle elencate nei punti precedenti, purché di "interesse comune degli obbligazionisti".

I risultati immediati dell'interpretazione letterale del testo²⁴⁰ ci consentono di pervenire ad alcune considerazioni preliminari. Quanto alla portata del n. 2 del 1° comma dell'articolo 2415 c.c., non v'è dubbio che il legislatore faccia riferimento alle "modificazioni" del rapporto giuridico-contrattuale, senza alcuna qualificazione o limitazione. Ciò fa apparire arbitraria qualsiasi soluzione ermeneutica che introduca distinzioni e/o limitazioni nell'ambito delle modificazioni. Non vi sono, infatti, indici che consentono all'interprete di fare distinzioni tra condizioni del rapporto che potrebbero essere modificate a maggioranza e condizioni che invece dovrebbero ritenersi sottratte alla competenza dell'assemblea. Non vi sono, in particolare, elementi che consentono di sottrarre alla competenza dell'assemblea le modificazioni di carattere "strutturale", ivi comprese le modifiche consistenti nella conversione dei titoli obbligazionari in azioni, lasciando alla competenza dell'organo collegiale solo quelle di carattere non essenziale ovvero, secondo una terminologia di difficile comprensione, le mere "rettifiche" del contratto.²⁴¹ Ulteriori conferme possono essere tratte dall'ultimo numero del comma 1° dell'articolo 2415 c.c., ove si fa riferimento ad "altri oggetti" di interesse comune degli obbligazionisti, senza introdurre alcun

²⁴⁰ Sul tema, P. CHIASSONI, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, Bologna, 2007, 131 ss.; E. DICCIOTTI, *Interpretazione della legge e discorso razionale*, Torino, 1999, 339 ss.

²⁴¹ Così, G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 33 ss.

distinguo. Si tratta, evidentemente, di competenze ulteriori rispetto a quelle elencate nei punti precedenti. Del resto, ogni altra interpretazione priverebbe di efficacia la disposizione di chiusura di cui al n. 5 e ne determinerebbe la sostanziale abrogazione, in contrasto con i basilari principi di economia nell'interpretazione dei testi normativi.²⁴² Al contrario, è possibile argomentare che il legislatore, prendendo atto dell'impossibilità di tipizzare tutte le vicende della fase funzionale del prestito obbligazionario, abbia inteso inserire nel novero delle competenze assembleari ogni altra materia che, pur non espressamente individuata, fosse ragionevole sottoporre al voto maggioritario degli obbligazionisti al fine di tutelarne l'interesse comune.

Considerando il tenore letterale delle norme, quindi, non si rinvergono elementi che richiedano di operare un *carve out* nel novero delle condizioni contrattuali modificabili dall'assemblea, ad esempio escludendo le modificazioni di carattere "strutturale". All'esclusione di limiti specifici si può giungere, inoltre, sia mediante l'interpretazione dell'art. 2415, comma 1°, n. 2 sia, nel caso in cui si ritenga insuperabile il riferimento al "prestito", utilizzando la disposizione di chiusura di cui al n.5.

Un'indagine sulla volontà legislativa (c.d. interpretazione psicologica)²⁴³ non sembra condurre a risultati diversi.

Nella Relazione al Codice Civile si precisa che l'elencazione delle competenze contenuta nel primo comma dell'articolo 2415 c.c. deve considerarsi non tassativa, dal momento che tali attribuzioni sono aggiuntive rispetto a "*tutto quanto attiene all'interesse della categoria*". Troverebbe conferma, pertanto, quanto detto in

²⁴² Sull'argomento interpretativo "economico" o "ipotesi del legislatore non ridondante", v. G. TARELLO, *cit.*, 371 ss.

²⁴³ G. TARELLO, *L'interpretazione della legge, cit.*, 364 ss.

precedenza circa il significato della locuzione contenuta nell'ultimo numero del 1° comma dell'articolo 2415 c.c. Ancor più interessanti sembrano le considerazioni dei relatori in merito alla discussa disposizione di cui al n. 2 del comma 1°. Essa consentirebbe alla maggioranza di "*approvare mutamenti sostanziali dell'originario rapporto, quali possono essere quelli che attengono alla misura degli interessi, al rimborso anticipato delle obbligazioni e alle garanzie concesse all'atto della emissione*". Secondo i relatori, quindi, non essendovi limitazioni, le modificazioni potrebbero interessare anche profili sostanziali (*rectius*, essenziali) del rapporto. Non solo: la scelta del legislatore del 1942 viene giustificata dai relatori evidenziando come l'attribuzione di un potere così ampio alla maggioranza potrebbe consentire di tutelare in modo più efficace l'interesse di gruppo. Si precisa che una tempestiva modificazione delle condizioni del prestito potrebbe in talune circostanze essere il mezzo migliore per assicurare ai portatori del titolo la realizzazione del loro credito. Ad esempio, la modificazione di un piano di ammortamento congegnato inizialmente in base a prospettive troppo ottimistiche, la riduzione di un saggio di interesse troppo elevato, o anche la rinuncia ad una garanzia reale che impedisca la conveniente alienazione di un immobile potrebbero al contempo evitare irreparabili pregiudizi per la società emittente e scongiurare per gli obbligazionisti un pericolo ben più grave del danno (molte volte assai relativo) che ad essi potrebbe derivare da una consapevole limitazione dei loro diritti. I relatori del Codice civile, inoltre, sottolineano come l'attribuzione all'assemblea degli obbligazionisti di un ampio novero di competenze trovi nel Codice stesso adeguati contrappesi tesi ad evitare che la maggioranza giunga a deliberazioni contrarie all'interesse di gruppo. A tal riguardo, si menzionano

il rinvio alle norme in materia di assemblea straordinaria dei soci e il diritto di ciascun obbligazionista di impugnare le deliberazioni dell'assemblea, nonché quello di esperire azioni individuali, a condizione che le stesse non siano in contrasto con delibere adottate validamente dall'assemblea.

La relazione al Codice Civile contiene importanti considerazioni - non contraddette dalla novella del 2003 - in merito alla volontà del legislatore di attribuire all'assemblea degli obbligazionisti una competenza estremamente ampia, che comprenda tutte le modificazioni del rapporto contrattuale in essere tra obbligazionisti e società emittente, ivi comprese quelle di "natura sostanziale". Tale scelta è teleologicamente indirizzata alla tutela dell'interesse del gruppo mediante l'adozione in tempo utile di decisioni che non potrebbero essere adottate ove occorresse raccogliere il consenso di ciascun obbligazionista.

Alla luce di quanto sopra qualsiasi soluzione interpretativa che limitasse la competenza dell'assemblea degli obbligazionisti in relazione alle possibili modificazioni del rapporto contrattuale, ad esempio escludendo che la maggioranza possa decidere sulla conversione dei titoli, rischierebbe di condurre a risultati contrari all'obiettivo che ha ispirato il legislatore del 1942.²⁴⁴

Per questo, quindi, lo spettro delle modifiche da apportare al rapporto nell'interesse del gruppo dovrebbe comprendere anche la conversione dei titoli in azioni, ipotesi forse non dissimile dalla tipologia di "rimborso anticipato" cui intendevano riferirsi i

²⁴⁴ G. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, cit., 370 s. Sul tema v. anche E. DICCIOTTI, *Interpretazione della legge e discorso razionale*, cit., 411 ss.

relatori al Codice civile, specie ove tale soluzione sia l'unica strada percorribile per non pregiudicare definitivamente l'interesse economico dei portatori.²⁴⁵

L'indagine sulla volontà legislativa non esaurisce gli strumenti a disposizione dell'interprete. Ulteriori spunti possono essere tratti dal sistema,²⁴⁶ ove sono rinvenibili molteplici organizzazioni di gruppo con poteri particolarmente ampi, tali da incidere profondamente sulla sfera giuridica degli appartenenti all'organizzazione, rimessi alla volontà della maggioranza ed esercitati con il metodo collegiale. Nelle associazioni e nelle società di capitali, ad esempio, l'assemblea degli appartenenti all'organizzazione opera normalmente in base alla regola maggioritaria (cfr. art. 21, 1° comma c.c. in tema di associazioni, art. 2368, 2° comma, c.c. in tema di società azionarie e art. 2479, ult. comma, c.c. in tema di società a responsabilità limitata) ed è dotata di competenze che le consentono di modificare in modo rilevante la sfera giuridica dei soggetti appartenenti all'organizzazione, fino allo scioglimento della stessa (cfr. art. 21, 3° comma, c.c. in tema di associazioni e art. 2484, 1° comma n. 6, c.c. in tema di società di capitali) o, ipotesi ancor più rilevante, alla trasformazione in altra organizzazione con finalità del tutto diverse (cfr. art. 2500-*septies* c.c.).²⁴⁷

Altro caso non privo di rilevanza sistematica è quello della comunione del diritto di proprietà ove, per gli atti di ordinaria amministrazione, le decisioni possono essere assunte dalla maggioranza dei partecipanti, calcolata esclusivamente secondo il valore delle rispettive quote (art. 1105 c.c.) e, per gli atti di straordinaria

²⁴⁵ In tal senso, anche se in termini non espliciti, L. AUTUORI, *Organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 220 s.

²⁴⁶ Sull'interpretazione sistematica della legge, v. G. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, cit., 375 ss. P. CHIASSONI, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, Bologna, 2007, 171. V. anche E. DICIOTTI, *Interpretazione della legge e discorso razionale*, cit., 425 ss.

²⁴⁷ F. GAZZONI, *Manuale di diritto civile*, cit., 165.

amministrazione, la regola maggioritaria opera in base al numero dei comunisti (c.d. maggioranza per teste), a condizione che siano rappresentati almeno i due terzi delle quote (art. 1108 c.c.).²⁴⁸ Ulteriori esempi - che saranno oggetto di più diffusa trattazione nella Sezione II del presente Capitolo - si riscontrano nel contesto delle procedure concorsuali come il concordato preventivo e il concordato fallimentare. In entrambi i casi (cfr. artt. 177 e art. 128 l.f.) il concordato è approvato dai creditori che rappresentano la maggioranza dei crediti ammessi al voto, i quali vincolano con il proprio voto anche quelli astenuti e dissenzienti.²⁴⁹ Sia nel caso del concordato preventivo che nel caso del concordato fallimentare la proposta di concordato può contemplare modificazioni della sfera giuridica dei creditori molto rilevanti, ivi compresa la conversione dei diritti di credito in azioni o in altri strumenti finanziari (artt. 160, 1° comma, lettera a) e 124, 2° comma, lettera c) l.f.). Il nostro ordinamento contempla, quindi, diverse organizzazioni nelle quali viene attribuito alla maggioranza degli appartenenti il potere di assumere un ampio novero di decisioni, ivi comprese quelle di straordinaria amministrazione idonee a incidere profondamente sulla sfera giuridica dei singoli appartenenti.

Anche adoperando l'argomento ermeneutico sistematico, si perviene a soluzioni compatibili con l'attribuzione all'assemblea degli obbligazionisti di competenze tanto ampie da includere il potere di modificare la causa del rapporto, sino alla conversione dei titoli obbligazionari in partecipazioni sociali.

²⁴⁸ F. GAZZONI, *Manuale di diritto civile, cit.*, 277.

²⁴⁹ Sul tema, cfr. R. SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato preventivo e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984.

A questo punto appare utile chiedersi se le soluzioni tradizionali adottate dalla dottrina e dalla giurisprudenza in merito al perimetro delle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti siano coerenti con l'attuale disciplina in materia di obbligazioni, così come modificata dai ripetuti interventi di novella degli ultimi lustri e, soprattutto, con la prassi dei mercati finanziari contemporanei.

La risposta dovrebbe essere negativa.²⁵⁰

Il Codice civile, specie in seguito alla riforma del 2003, prevede molteplici tipologie di obbligazioni, tanto che appare difficile isolare i caratteri strutturali e tipologici della fattispecie. A conferma di ciò, la Relazione alla riforma del diritto delle società di capitali entrata in vigore nel 2004 evidenzia come il legislatore del 2003, recependo l'esperienza estera e italiana diffusa e consolidata, abbia riconosciuto espressamente talune tipologie di titoli obbligazionari quali quelli subordinati o quelli che comportano la partecipazione al rischio di impresa, in tal modo contribuendo ad *"assottigliare la linea di confine tra capitale di rischio e capitale di credito"*.

Analogamente e con maggiore velocità, la prassi dei mercati finanziari ha dato vita a molteplici fattispecie, in parte non tipizzate dal legislatore, le cui caratteristiche sembrano essere molto più vicine alla partecipazione azionaria che al diritto di credito *tout court*. Il contenuto di alcune obbligazioni, in particolare, sembra superare i confini del profilo causale tipico del rapporto mutuatizio per assumere le caratteristiche del rapporto associativo. Ciò avviene, per esempio, quando l'obbligo di rimborso è subordinato al soddisfacimento di altre categorie di creditori, cosicché la posizione dell'obbligazionista non si allontana molto da quella del socio-*residual*

²⁵⁰ Sull'interpretazione evolutiva, v. P. CHIASSONI, *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, Bologna, 2007, 133 s.

claimant. Ciò si riscontra anche quando l'obbligo di rimborso e di pagamento degli interessi è subordinato o parametrato, totalmente o in misura rilevante, ai risultati economici dell'impresa e, in particolare, alla distribuzione di utili da parte di quest'ultima. Anche in questi casi la causa concreta del rapporto contrattuale in essere tra emittente e obbligazionista presenta caratteristiche più vicine allo schema del contratto associativo che a quello del mutuo.²⁵¹ I dati tipizzanti del rapporto, dunque, non sono più quelli del mutuo e, di conseguenza, la conversione dell'obbligazione in azione non implica una reale alterazione del tipo risolvendosi, semmai, in una riqualificazione del rapporto cui non corrispondono alterazioni sostanziali della posizione giuridica in capo all'obbligazionista. L'introduzione di nuove tipologie di obbligazioni *equity-like* rende, quindi, ancor più deboli le tesi che propendono per l'invalidabilità del profilo causale-mutuatizio. Un'interpretazione evolutiva delle norme codicistiche sembra pertanto confermare i risultati ermeneutici raggiunti in precedenza, evidenziando la difficile applicabilità delle limitazioni proposte dalla dottrina tradizionale alla moderna prassi dei titoli obbligazionari.

La soluzione sostenuta nel presente scritto appare inoltre più in linea con i risultati cui si è già approdato negli ordinamenti nei quali la prassi dei titoli obbligazionari è più sofisticata, ove l'organizzazione di gruppo ha poteri generalmente ampi, comprendenti il potere di convertire a maggioranza i titoli obbligazionari in partecipazioni sociali.²⁵²

²⁵¹ Sul tema v. A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale, Milano, 2013. Riferimenti a tali fattispecie sembrano riscontrabili anche nella Relazione alla riforma del diritto delle società di capitali entrata in vigore nel 2004.

²⁵² Cfr., tra gli altri, J. C. COFFEE E W. A. KLEIN, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, cit.; L. AUTUORI, *Organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 220 s. Sull'argomento ermeneutico comparatistico, v. G. TARELLO, *L'interpretazione*

Alla luce di quanto esposto, la disciplina codicistica dovrebbe consentire all'assemblea degli obbligazionisti di decidere in merito a tutte le modifiche del contratto, ivi incluse modifiche strutturali che, come la conversione in azioni, conducono la fattispecie fuori dal tipo del mutuo. Ciò sempre a condizione che la modifica sia ritenuta necessaria nell'interesse degli obbligazionisti, come ad esempio nel caso in cui la società emittente si trovi in una situazione di crisi finanziaria tale che, in assenza delle modifiche, potrebbe portare la stessa all'impossibilità di adempiere il proprio obbligo di rimborso nei confronti degli obbligazionisti. In casi del genere una modifica peggiorativa delle condizioni essenziali del prestito, fino alla conversione dello stesso in partecipazioni, potrebbe essere perfezionata anche mediante votazione a maggioranza da parte dell'assemblea.

In aggiunta all'interesse di gruppo degli obbligazionisti, ulteriore limite è rappresentato dalla parità di trattamento degli stessi che, benché non espressamente contemplata dal codice, è implicitamente fissata dall'articolo 2419 c.c., che consente al singolo obbligazionista di proporre azioni individuali a tutela esclusiva del proprio interesse o a salvaguardia degli interessi comuni, sempre nel rispetto e compatibilmente con quanto deliberato dall'assemblea degli obbligazionisti ai sensi dell'articolo 2415 c.c.²⁵³

Nell'ipotesi in cui tali limiti generali rappresentati dall'interesse comune degli obbligazionisti e dalla parità di trattamento degli stessi vengano disattesi, il singolo

della legge, cit., 375, che classifica l'argomento comparatistico come sottotipo dell'argomento autoritativo, dal momento che, accreditando l'attribuzione a un enunciato legislativo di quel significato normativo che si assume costituire il significato di enunciati normativi (o di altri documenti-fonti) di un diverso ordinamento giuridico, tale ultimo ordinamento giuridico viene assunto come "autorità".

²⁵³ In argomento, v. M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane, cit.*, 201 ss.

obbligazionista è legittimato ad impugnare la delibera dell'assemblea degli obbligazionisti in quanto contraria alla legge.

4. Alcuni corollari. Autonomia privata e derogabilità delle competenze attribuite all'assemblea.

Altra questione connessa alla competenza dell'assemblea degli obbligazionisti riguarda l'ammissibilità di regolamenti di prestito che attribuiscono espressamente alla stessa il potere di modificare la struttura del rapporto, fino alla conversione dei titoli obbligazionari in azioni.

La questione assume indubbia rilevanza nel contesto delle teorie tradizionali in tema di competenze dell'assemblea degli obbligazionisti. Se si sostiene, infatti, che la normativa applicabile non consente all'assemblea di modificare a maggioranza la struttura del rapporto, un regolamento pattizio derogatorio acquisisce particolare rilevanza, consentendo di estendere le competenze dell'assemblea oltre i limiti (asseritamente) fissati dal legislatore.

Ritenendo, diversamente, come prospettato nel presente lavoro, che le norme di legge siano di per sé sufficienti, senza necessità di alcuna deroga pattizia, per consentire la conversione dei titoli a maggioranza, la risoluzione del problema relativo all'ammissibilità di deroghe pattizie perde gran parte della propria utilità, risultando superflua per il raggiungimento degli scopi pratici prefissati.

Occorre preliminarmente chiedersi se la disciplina in materia di organizzazione degli obbligazionisti sia inderogabile e, come tale, sottratta all'autonomia privata. Secondo

un orientamento,²⁵⁴ il perimetro delle norme di legge inderogabili in tema di società di capitali dovrebbe essere circoscritto a quelle preordinate alla tutela di soggetti estranei alla compagine dei soci e, in particolare, ai creditori della società e, per le società con partecipazioni diffuse in misura rilevante, alla generalità dei soggetti che partecipano al mercato.

Come è stato rilevato,²⁵⁵ inoltre, un ampliamento della competenza dell'assemblea degli obbligazionisti dovrebbe rispondere, non solo all'interesse della società di addivenire a talune modifiche senza la necessità di raccogliere il consenso specifico di ciascun portatore dei titoli, ma anche all'interesse degli obbligazionisti ad assumere decisioni che modifichino il contenuto del rapporto per tutelare gli interessi della categoria.²⁵⁶

Questo sul piano degli interessi tutelati.

Altri spunti sembrano rinvenibili sul piano del diritto dei contratti. A tal proposito, la dottrina tradizionale sottolinea come il procedimento di modificazione delle condizioni del prestito mediante delibera assembleare rappresenti una deroga alle regole che disciplinano la formazione dell'accordo contrattuale, dal momento che esso consente

²⁵⁴ F. D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinato. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 ss. P. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. società*, 2000, 3-4, 562 ss.

²⁵⁵ L. AUTUORI, *Organizzazione degli obbligazionisti*, cit., 220 s., secondo il quale non vi sarebbero dubbi circa l'inderogabilità *in peius* dei quorum minimi previsti dalla legge con riferimento all'assemblea degli obbligazionisti, mentre si ammette la possibilità di prevedere quorum rafforzati. In tal senso, M. Zaccagnini, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 202.

²⁵⁶ M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 201 ss. L'Autore, tuttavia, sembra confondere due profili diversi. Il problema della tutela dell'interesse degli obbligazionisti si pone, infatti, quando l'assemblea dei portatori esercita il potere ad essa attribuito deliberando in merito ad una modificazione del prestito. Il problema della tutela di tali interessi non si pone (ancora) nel momento in cui si procede pattiziamente ad un ampliamento di tali competenze.

di addivenire ad una modifica del rapporto senza raccogliere il consenso di ciascun contraente. L'attribuzione all'assemblea degli obbligazionisti di una competenza più ampia di quella che, secondo alcuni, sarebbe prevista dalla legge, consentirebbe a ciascun obbligazionista di accettare un'organizzazione di gruppo con poteri tanto estesi da poter alterare a maggioranza i caratteri strutturali del rapporto, fino alla conversione dei titoli in azioni. Nel caso di circolazione successiva dei titoli, inoltre, ciascun avente causa – pur non avendo prestato il proprio consenso *ab origine* - avrebbe la possibilità di ottenere le necessarie informazioni visionando il regolamento del prestito e valutando l'opportunità di succedere a titolo particolare nel rapporto contrattuale.

In conclusione, non si ravvisano limiti all'introduzione nel regolamento del prestito obbligazionario di disposizioni che attribuiscano espressamente all'assemblea competenze particolarmente ampie, sino a comprendere *"la possibilità di ridurre il valore di rimborso o il tasso di interesse, sospendere il pagamento degli interessi, prevedere il rimborso anticipato in natura attraverso la consegna di azioni, introdurre clausole di subordinazione, modificare i covenant finanziari"*.²⁵⁷

5. Segue: il caso del prestito obbligazionario sottoposto a legge estera che consenta la conversione a maggioranza.

Negli ultimi anni sono aumentati considerevolmente i casi in cui emittenti italiani decidono di finanziarsi mediante l'emissione di obbligazioni disciplinate da legge

²⁵⁷ M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 201 ss.

straniera (generalmente la legge inglese).²⁵⁸ In tali ipotesi il regolamento del prestito prevede, mediante formulazioni piuttosto generiche, che il rapporto contrattuale di prestito è disciplinato dalla legge straniera e che qualsivoglia controversia relativa al rapporto stesso dovrà essere devoluta alla giurisdizione esclusiva delle corti del medesimo ordinamento. Tali pattuizioni sono particolarmente diffuse quando le obbligazioni sono destinate ad essere quotate in mercati obbligazionari dell'Unione Europea diversi da quello italiano quale, per esempio, il mercato lussemburghese, che sembra attrarre gran parte di tali operazioni.²⁵⁹

L'ammissibilità delle menzionate clausole di *governing law* e *jurisdiction* è oggetto di dibattito, specie con riguardo alla compatibilità delle stesse con le norme italiane relative all'organizzazione degli obbligazionisti, dal momento che la legge inglese²⁶⁰ attribuisce all'assemblea degli obbligazionisti una competenza particolarmente ampia circa le modificazioni del prestito, senza limiti specifici. Di regola, con le maggioranze previste nei relativi *terms and conditions* (dettate in genere dai requisiti dei mercati di quotazione dei titoli), l'assemblea può "*posticipare la scadenza o il pagamento*

²⁵⁸ Negli ultimi anni si è invertita la precedente tendenza a utilizzare veicoli esteri per la raccolta. In precedenza, invece, il mercato ha conosciuto svariati casi di obbligazioni emesse da imprese italiane mediante veicoli interamente controllati di diritto lussemburghese. Si pensi, alle obbligazioni del gruppo Cirio, Arena, Fantuzzi, Risanamento, Tiscali e Fin. part., in molti casi quotate alla borsa del Lussemburgo. Le obbligazioni erano garantite interamente dalle società italiane che di fatto assumevano il rischio economico dell'operazione e sulla cui solvenza il mercato degli obbligazionisti faceva affidamento. I regolamenti dei prestiti in questione erano disciplinati dalla legge inglese. Le proposte di ristrutturazione e le relative modifiche alle previsioni dei *terms and conditions* venivano generalmente sottoposte all'approvazione delle assemblee degli obbligazionisti (*noteholders meeting*), che erano chiamate a deliberare ai sensi delle procedure e con le maggioranze previste negli specifici *trust deed* sottoscritti in relazione ai prestiti obbligazionari. Cfr. M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., ss.

²⁵⁹ M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, in *Riv. soc.*, 2015, 617 ss.

²⁶⁰ M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 207, nota 16, che rileva come la scelta della legge inglese quale legge che regola le obbligazioni servirebbe ad allineare maggiormente i termini del prestito agli standard dell'euromercato, facilitandone il collocamento presso investitori esteri.

degli interessi, modificare la valuta di denominazione, ridurre o financo cancellare l'obbligo di rimborso'.²⁶¹

Una soluzione affermativa circa l'ammissibilità di tali disposizioni avrebbe implicazioni molto rilevanti: si consentirebbe all'autonomia privata, con evidente ampliamento del suo raggio di azione, di sottoporre l'organizzazione degli obbligazionisti ad una disciplina estera derogatoria rispetto alle norme del codice civile.

Per un esame della questione occorre preliminarmente distinguere i profili cartolari relativi ai titoli da quelli che invece interessano il rapporto fondamentale.

I profili cartolari dei titoli obbligazionari, ai sensi dell'articolo 59, comma 3° della legge n. 218/1995 sulla riforma del diritto privato internazionale italiano, sono inderogabilmente regolati dalla *lex tituli*, ovvero la legge dell'ordinamento di emissione. Essi comprendono ogni aspetto relativo alla modalità di creazione del titolo, alle eccezioni opponibili dal debitore al portatore, alle modalità di circolazione e quindi di acquisto del titolo, alle limitazioni alla circolazione, alla titolarità del diritto incorporato nel documento cartolare, alla legittimazione all'esercizio di tale diritto, alla regolarità delle girate, alle modalità di estinzione del rapporto obbligatorio (compresa l'eventuale disciplina dell'ammortamento) etc.

Quanto, invece, agli altri profili del rapporto, inclusi gli aspetti concernenti l'organizzazione degli obbligazionisti, la disciplina di riferimento è contenuta nell'art. 57 della stessa legge n. 218/1995, il quale contiene un rinvio alle disposizioni della Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 sulla legge applicabile alle obbligazioni

²⁶¹ M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 201 ss.

contrattuali. Quest'ultima, per quanto riguarda i contratti conclusi a decorrere dal 17 dicembre 2009, è stata sostituita dal Regolamento (CE) n. 593/2008 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 17 giugno 2008, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I). In entrambe le discipline la *policy* di fondo consiste nell'attribuire ai contraenti massima libertà nella scelta della legge applicabile al rapporto, ad eccezione di talune materie che sono sottratte alla libera disponibilità dei paciscenti. Queste ultime materie, ai sensi dell'articolo 1, comma 2°, lettera f) seconda parte del Regolamento Roma I, comprendono le questioni inerenti il diritto delle società, che, ai sensi dell'articolo 25 della legge 218/1995, dovrebbero essere necessariamente sottoposte alla legge dell'ordinamento in cui è stata costituita la società (*lex incorporationis*). Più specificamente, non rientrano nell'ambito di applicazione del Regolamento Roma I e, pertanto, non sono liberamente assoggettabili alla disciplina di legge scelta dai contraenti, le questioni relative alla costituzione, alla capacità giuridica, all'organizzazione interna e/o allo scioglimento di società, associazioni e persone giuridiche, nonché la responsabilità personale dei soci e degli organi per le obbligazioni delle società, associazioni o persone giuridiche (art. 1, comma 2°, lett. f), seconda parte). Appare quindi decisivo comprendere se l'organizzazione degli obbligazionisti rientra nel novero delle materie che, ai sensi del Regolamento Roma I, sono sottratte all'autonomia privata e devono essere regolate dalle *lex incorporationis*.²⁶²

²⁶² La questione risulta decisiva anche per comprendere se sia possibile sottoporre le controversie relative al rapporto alla giurisdizione di uno stato diverso da quello dell'emittente. Si veda, sul punto, M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit. 617 ss.

Per meglio comprendere l'estensione di tali materie occorre necessariamente fare riferimento all'ordinamento del luogo di costituzione della società e, quindi, alla legge italiana. A riguardo, alcuni ritengono che l'assemblea degli obbligazionisti sia un organo interno delle società,²⁶³ laddove altri sostengono che la stessa non rientri nell'organizzazione corporativa, costituendo un organo esterno all'ente societario.²⁶⁴

La seconda soluzione appare più convincente.

Il legislatore prescrive la necessaria presenza di tre distinti organi nelle società per azioni quali l'assemblea dei soci, l'organo amministrativo e quello di controllo interno. È pacifico che tale organizzazione possa essere ampliata in ragione di specifiche caratteristiche ed esigenze. In particolare, l'apparato decisionale della società per azioni può essere adeguato a specifiche esigenze operative, alla dimensione dell'impresa e alla composizione della compagine sociale mediante la creazione di organi interni ulteriori.²⁶⁵ L'organizzazione "a geometria variabile" delle società

²⁶³ G. FERRI, *Le società*, in *Trattato Vassalli*, X, 3, Torino, 1985, 501; ID., *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Torino, 2015, 385; R. CAVALLO BORGIA, *Azioni e obbligazioni di società*, cit., 188; ID., *Sub art. 2410 in Della società per azioni*, Tomo IV, *Delle obbligazioni*, in *Commentario del codice civile* Scialoja – Branca a cura di F. Galgano, Bologna, 2005, 11; G. SCORZA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1971, 30; N. DE LUCA – A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit., 804, ritengono che l'emissione di obbligazioni, non diversamente sotto tale aspetto rispetto all'emissione di azioni, sottenda un "contenuto associativo, (...) rispetto al quale la società non è propriamente in una situazione di terzietà".

²⁶⁴ G. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 491; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012, 95 s.; F. FERRARA JR. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., 646 s.; G. L. BRANCADORO, *sub art. 2410*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 949; V. SALAFIA, *Commento* a App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 197 ss.; G. GIANNELLI, *Obbligazioni di società*, in *Diritto commerciale. Dizionario del diritto privato* a cura di N. Abriani, Milano, 2011, 561.

²⁶⁵ G. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 312 ss., le cui affermazioni sono erroneamente interpretate da M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit. 623 e, precisamente, nota 23, la quale omette di considerare che l'illustre Autore si riferisce esclusivamente all'"apparato decisionale" e a concrete esigenze poste da "la dimensione dell'impresa" e la "composizione (qualitativa e numerica) della compagine sociale". Il Campobasso si riferisce, quindi, all'opportunità di garantire una maggiore efficienza delle decisioni attraverso, per esempio, la costituzione di organi gestionali delegati oppure alla necessità di garantire la tutela di particolari categorie di azionisti mediante assemblee speciali. Appare davvero difficile interpretare le parole dell'illustre Autore includendo nel novero degli organi interni di cui Egli parla anche l'organizzazione degli obbligazionisti.

azionarie deriva dalla potenziale maggiore complessità connessa all'esecuzione del contratto sociale e al perseguimento degli interessi ad esso collegati. Si pensi, per esempio, all'ipotesi di molteplici categorie di azioni e, quindi, alla necessità di istituire delle assemblee speciali rappresentative degli azionisti di categoria, ovvero all'emissione di strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti amministrativi e, quindi, alla istituzione di una specifica assemblea speciale dei portatori di tali strumenti finanziari. Non sembra corretto, tuttavia, includere nell'organizzazione corporativa organi che, come visto in precedenza, hanno il compito di perseguire interessi estranei a quelli della società, se non addirittura potenzialmente confliggenti con la stessa, quali quelli rappresentativi dei portatori dei titoli obbligazionari.

Non convince, a tal riguardo, chi genericamente afferma che l'assemblea degli obbligazionisti dovrebbe essere inclusa tra gli organi societari in quanto idonea a rivestire un non meglio definito "*peso strutturale e istituzionale nella società*" in quanto, mediante le proprie determinazioni, sarebbe in grado di "*incidere nell'organizzazione sociale*" o anche solo "*partecipare alla "vita" e alle scelte organizzative della società*".²⁶⁶

In primo luogo, le decisioni idonee ad incidere sull'organizzazione della società sono generalmente rimesse all'assemblea dei soci cui spetta, in sede straordinaria, ogni decisione in materia di modificazione dello statuto. Dovrebbe anzi far riflettere la scelta di attribuire l'emissione di obbligazioni alla competenza dell'organo gestorio, scelta evidentemente giustificata dal fatto che l'emissione di obbligazioni, pur

A conferma di tale erronea interpretazione, la stessa Autrice cita il Campobasso nell'ambito degli autori che hanno sostenuto l'estraneità dell'organizzazione degli obbligazionisti alla società (*ibidem*, 643 nota 106).

²⁶⁶ M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit. 625.

determinando una potenziale modifica della struttura finanziaria della società, non altera in alcun modo l'organizzazione corporativa, rispetto alla quale gli obbligazionisti sono infatti estranei. Altre considerazioni che inducono alla medesima conclusione possono essere tratte dalle norme codicistiche in materia di poteri dell'assemblea degli obbligazionisti, con particolare riguardo a quei poteri che sarebbero secondo alcuni in grado di "*incidere nell'organizzazione sociale*".²⁶⁷ Ai sensi dell'articolo 2415, comma 1° n. 2 c.c. l'assemblea degli obbligazionisti delibera sulla proposta di amministrazione controllata e di concordato (*rectius*, di concordato preventivo e fallimentare). Non sembra che tale competenza possa ritenersi idonea ad incidere anche solo potenzialmente sull'organizzazione della società. Applicando il medesimo principio si dovrebbe ritenere che l'adunanza dei creditori che decidono a maggioranza sulla proposta di concordato sia un organo della società. Si tratta, invece, di un meccanismo introdotto dal legislatore per rendere più efficiente la manifestazione del consenso di un gruppo di creditori della stessa, quali sono e restano gli obbligazionisti, rispetto alle sorti della proposta di concordato, ovvero di una procedura concorsuale idonea ad incidere profondamente sul diritto di credito. Analogamente, non sembra possano ritenersi idonei ad incidere sull'organizzazione della società i poteri attribuiti agli obbligazionisti in relazione alle fusioni e alle scissioni societarie. L'articolo 2503-*bis* c.c., cui rinvia anche l'articolo 2506-*ter* c.c. in materia di scissioni, stabilisce che i possessori di obbligazioni delle società partecipanti alla fusione possono fare opposizione a norma dell'articolo 2503 c.c., salvo che la fusione sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti. Ancora una

²⁶⁷ M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 625.

volta il Codice civile – senza escludere il diritto del singolo obbligazionista di proporre opposizione avverso la delibera di fusione – prevede la possibilità che il consenso degli obbligazionisti rispetto alla fusione o alla scissione possa essere raccolto a maggioranza, facendo in modo che l'assemblea dei portatori si pronunzi preventivamente in merito. Non si comprende come tale sistema possa modificare l'organizzazione della società. Si tratta di consenso espresso da un gruppo organizzato di creditori, di certo estranei alla società e, anzi, portatori di interessi potenzialmente confliggenti con quelli dell'emittente.

Tali considerazioni trovano conferma nella legge di conflitto, che non enuncia la disciplina sulle obbligazioni societarie tra quelle necessariamente assoggettate alla *lex incorporationis*, evidentemente perché gli obbligazionisti e l'assemblea che li rappresenta non sono parte dell'organizzazione corporativa.²⁶⁸

Pur di superare l'obiezione che la legge di conflitto non menziona le obbligazioni societarie tra le materie da assoggettare necessariamente alla legge del luogo di costituzione si è giunti ad affermare che la categoria dei "soci", così come intesa dalla legge di conflitto (cfr. art. 25 comma 2°, lett. f), comprenderebbe tutti i soggetti che trovano nell'ente una non meglio descritta "*posizione giuridica istituzionale*".²⁶⁹ In tal senso, valicando i confini di basilari categorie del diritto societario, si è giunti ad affermare che gli obbligazionisti andrebbero ricompresi nella categoria dei "soci" in

²⁶⁸ Sembra esprimere un'opinione conforme a quella proposta nel presente lavoro circa la possibilità di sottoporre le obbligazioni a legge straniera, M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 208, nota 19, il quale puntualizza che l'orientamento di coloro i quali ritengono che la fattispecie obbligazionaria debba essere assoggettata alla *lex societatis* "contrasta con il dettato letterale dell'art. 25 della legge n. 218 del 31 maggio 1995, che non indica espressamente l'organizzazione degli obbligazionisti tra le materie regolate dalla norma". Sul punto, appaiono del tutto privi di pregio i tentativi di avvinare la figura dell'obbligazionista a quella del socio. *Contra*, M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 632.

²⁶⁹ M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 632.

quanto dotati di poteri di controllo e “*di partecipazione alla società*” e, in particolare, di “*partecipazione all’amministrazione sociale*”.²⁷⁰ Anche prescindendo dai dubbi circa il fatto che i soci partecipino all’amministrazione (cfr. art. 2380-*bis* c.c.), non si comprende come, in ragione di poteri del tutto equivalenti a quelli di qualsiasi altro creditore, gli obbligazionisti possano essere considerati titolari di poteri di amministrazione della società.

Gli argomenti utilizzati da coloro che considerano l’assemblea degli obbligazionisti un vero e proprio organo interno delle società per azioni sembrano confondere due profili diversi quali l’organizzazione corporativa e la struttura finanziaria della società. L’emissione di obbligazioni e le vicende del rapporto tra obbligazionisti e società emittente possono profondamente incidere sulla struttura finanziaria della società per azioni. Anche per questo l’ordinamento ha introdotto meccanismi volti a gestire in modo efficiente l’interazione tra obbligazionisti e società, sia nell’interesse della società che nell’interesse degli obbligazionisti. Ciò non implica, tuttavia, che gli obbligazionisti partecipino alla gestione della società. Del resto, come visto in precedenza, i poteri loro attribuiti sono esclusivamente strumentali, da una parte, alla “*tutela delle posizioni collettive di categoria*”²⁷¹ e, dall’altra, all’interesse della società alla gestione efficiente del rapporto e non sono certo dovuti all’appartenenza degli obbligazionisti all’organizzazione corporativa.²⁷²

In conclusione, sembrerebbero non esservi indici normativi per ritenere che le norme in materia di organizzazione degli obbligazionisti, ivi incluse le disposizioni che

²⁷⁰ M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 632.

²⁷¹ N. DE LUCA – A. STAGNO D’ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, cit. 804 s.

²⁷² In senso contrario, M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, cit., 650.

riguardano la competenza dell'assemblea dei portatori, siano sottratte all'autonomia privata e debbano necessariamente essere disciplinate dalla legge italiana.

6. Alcune conclusioni. Ammissibilità della conversione dei titoli obbligazionari in azioni mediante delibera assunta a maggioranza dall'assemblea degli obbligazionisti. Alcuni corollari: derogabilità convenzionale delle competenze e sottoposizione del prestito obbligazionario a legge straniera.

La conversione delle obbligazioni in azioni non necessita del consenso di ciascun obbligazionista e può avvenire a maggioranza, mediante una delibera dell'assemblea dei portatori. A tale conclusione si giunge mediante l'interpretazione della norma di cui all'articolo 2415, comma 1°, n. 2 ovvero, a seconda dell'opzione ermeneutica prescelta, della disposizione di chiusura di cui al n. 5 dello stesso comma. Condizioni di validità della delibera sono il perseguimento dell'interesse degli obbligazionisti e il trattamento paritario dei singoli portatori, con la precisazione che ciò non implica necessariamente che tutti gli obbligazionisti debbano essere rimborsati negli stessi termini e alle medesime condizioni, potendo astrattamente gli stessi essere divisi in gruppi di interesse omogenei, nell'ambito di ciascuno dei quali bisognerà garantire ai portatori un trattamento paritario. Le competenze dell'assemblea degli obbligazionisti possono essere comunque disciplinate mediante specifiche pattuizioni contenute nel regolamento di prestito, anche ampliando e/o precisando lo spettro delle attribuzioni espressamente indicate dal Codice civile. L'autonomia privata può anche spingersi oltre, sino a prevedere che il regolamento di prestito sia disciplinato da una legge straniera, la quale potrebbe prevedere meccanismi decisionali alternativi rispetto all'assemblea degli obbligazionisti. Una soluzione diversa da quella proposta, del

resto, oltre a non essere in linea con la prassi corrente dei mercati finanziari, si presterebbe a facili elusioni: si pensi, per esempio, alla diffusa pratica di far emettere le obbligazioni ad una controllata della società italiana, normalmente un veicolo costituito *ad hoc* in Lussemburgo.²⁷³

²⁷³ M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, cit., 207.

SEZIONE II
CONVERSIONE A MAGGIORANZA E PROCEDURE CONCURSUALI

1. La conversione del credito nelle procedure concorsuali. L'attribuzione di partecipazioni e/o strumenti finanziari ai creditori quale soluzione espressamente contemplata dalla Riforma del diritto fallimentare.

La disciplina italiana delle procedure concorsuali contempla espressamente la possibilità di procedere alla conversione dei crediti in partecipazioni sociali (ovvero in strumenti finanziari partecipativi) mediante una decisione raggiunta a maggioranza dai creditori.

L'articolo 160 della l.f., in tema di presupposti per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, stabilisce che il piano²⁷⁴ alla base della proposta di concordato²⁷⁵ può contemplare la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso, tra l'altro, *"l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito"*.²⁷⁶

L'articolo 124 l.f. in tema di concordato fallimentare prevede analogamente che la proposta può contemplare la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti

²⁷⁴ Il piano costituisce un elemento centrale della proposta concordataria, poiché di quest'ultima costituisce il supporto ed è inoltre l'elemento principale della successiva relazione del professionista che va predisposta al fine di convincere i creditori a prestare la loro adesione alla proposta. (Trib. Monza, 21 luglio 2006, in www.iusexplorer.it. Il piano concordatario contiene l'indicazione programmatica delle intenzioni del debitore, delle azioni che saranno poste in essere per realizzarle e dei risultati attesi. La presentazione del piano rappresenta quindi un presupposto di ammissibilità alla procedura di concordato (in questi termini, Trib. Viterbo, 14 dicembre 2006, in www.iusexplorer.it; Trib. Pescara, 13 ottobre 2005, *Giur. merito*, 2006, 654; Trib. Roma 8 marzo 2006, *Dir. fall.* 2007, II, 103; Trib. Roma, 1 febbraio 2006, *Dir. fall.* 2007, II, 95).

²⁷⁵ La legge fallimentare sin dall'inizio ha attribuito esclusivamente all'imprenditore la legittimazione a formulare la proposta di concordato. Alla base di tale scelta, si ritiene, vi è la considerazione che l'imprenditore è il soggetto che conosce in modo più completo e approfondito la situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa in crisi. Una deroga a tale principio è stata recentemente introdotta mediante il decreto Legge n. 83 del 2015, convertito con modificazioni dalla legge 132/2015, il quale, intervenendo sull'articolo 163 l.f., prevede che *"uno o più creditori che, anche per effetto di acquisti successivi alla presentazione della domanda di cui all'articolo 161, rappresentano almeno il dieci per cento dei crediti risultanti dalla situazione patrimoniale depositata ai sensi dell'articolo 161, secondo comma, lettera a), possono presentare una proposta concorrente di concordato preventivo e il relativo piano non oltre trenta giorni prima dell'adunanza dei creditori"*.

²⁷⁶ P. PAJARDI, A. PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008, 821 ss.

attraverso *“operazioni straordinarie, ivi compresa l’attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito”*.

Di simile tenore è la disposizione è contenuta nell’articolo 4-*bis*, comma 1, lett. c) della legge Marzano (d.l. n. 347/2003), in tema di misure urgenti per la ristrutturazione industriale di grandi imprese in stato di insolvenza, ove si prevede la possibilità di soddisfare i creditori attraverso *“l’attribuzione ai creditori, o ad alcune categorie di essi nonché a società da questi partecipate, di azioni o quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito”*.²⁷⁷

In tutti i casi menzionati²⁷⁸ la conversione si colloca fuori dal paradigma contrattuale, non richiedendo il consenso di tutti i creditori che vi partecipano ma, al contrario,

²⁷⁷ Si tratta di una soluzione concretamente attuata in occasione del c.d. caso Parmalat, dove tutte le attività e passività dell’impresa sono state attribuite ad una *NewCo* che ha saldato il proprio debito attribuendo le proprie azioni ai creditori i quali, dunque, in cambio delle loro spettanze hanno ottenuto sostanzialmente una quota del capitale del loro originario debitore che, risanato e rimesso sul mercato, ha acquisito un valore patrimoniale la cui entità costituiva, in definitiva, la prestazione estintiva del debito originario. Occorre ricordare che la soddisfazione dei creditori mediante attribuzione di partecipazioni è stata dapprima introdotta con riferimento alla procedura di ristrutturazione industriale delle grandi imprese in stato di insolvenza (art. 4-bis legge 39/2004) e, solo successivamente, è stata generalizzata ed estesa a tutte le ipotesi di concordato fallimentare e preventivo. Sul punto, v. G. D’ATTORRE, *L’attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori tra par condicio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, 852.

²⁷⁸ Occorre evidenziare che le soluzioni indicate dal legislatore fallimentare hanno carattere esemplificativo e, pertanto, il soddisfacimento dei crediti può realizzarsi *“in qualsiasi forma”*, anche secondo modalità diverse da quelle espressamente indicate dalle norme della legge fallimentare. In tal senso, Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, 78, rileva come *“le innovazioni normative riguardanti le soluzioni concordatarie comprendono (tra l’altro) la possibilità di operazioni finanziarie, sul capitale e “straordinarie”, astrattamente utilizzabili come strumento di soluzione della crisi e/o dell’insolvenza; in particolare, sono oggi ammissibili interventi di ristrutturazione patrimoniale, finanziaria e societaria dell’impresa in crisi, che si estendono dalla rinegoziazione dei debiti – anche mediante emissione di obbligazioni (ordinarie o convertibili) e di altri strumenti finanziari – alla ricapitalizzazione della società ad opera dei soci e/o terzi, alla conversione dei debiti in capitale mediante sottoscrizione riservata ai creditori (o a società da questi partecipate), alla fusione con altra società dotata di adeguati mezzi patrimoniali e finanziari, allo scorporo di azienda e alla scissione finalizzati alla costituzione di nuove società o al trasferimento delle attività e del patrimonio per gli scopi del concordato; deve pure reputarsi consentita la proposta di assegnazione ai creditori dei titoli*

potendo perfezionarsi con il consenso della maggioranza (per valore) degli stessi, calcolata in base ai criteri previsti dalla disciplina concorsuale.²⁷⁹

La presente Sezione intende approfondire alcuni aspetti problematici della conversione del credito in *equity* (o *quasi equity*) nell'ambito delle procedure concorsuali soffermandosi, in particolare, sulle peculiarità che riguardano la formazione del consenso. Il discorso sarà incentrato sull'ipotesi della conversione nell'ambito del concordato preventivo. Quest'ultimo, infatti, smessi definitivamente i panni di "*procedura concorsuale minore*", ha assunto un ruolo centrale tra gli strumenti finalizzati al superamento della crisi d'impresa, consentendo la tutela dell'interesse dei creditori e di quello dell'impresa mediante il recupero dell'imprenditore in crisi come soggetto attivo nel mercato.²⁸⁰

2. Segue: contenuto della proposta di concordato nel caso di attribuzione di partecipazioni ai creditori e necessari accorgimenti per garantire il rispetto della *par conditio creditorum*.

Le molteplici novelle della legge fallimentare hanno ampliato in misura rilevante lo spazio concesso all'autonomia privata conducendo il concordato preventivo nell'alveo del negozio giuridico (ciò, s'intende, anche ammettendo che l'istituto avesse originariamente natura processuale). Nonostante la forte connotazione liberale delle

*rinvenienti da siffatte operazioni "in luogo" del pagamento dei crediti (o di parte di dei loro crediti) e produrre con ciò un radicale mutamento degli "assetto imprenditoriali". In, argomento, v. anche M. SANDULLI, Art. 160, in *La riforma della legge fallimentare*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, II, Torino, 2006, 985 ss.*

²⁷⁹ G. COVINO – L. JEANTET, *Concordato: conversione forzata di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente, cit.*;

²⁸⁰ Sul ruolo centrale assunto dal concordato preventivo la bibliografia è estremamente vasta. V. tra gli altri, P. PAJARDI, A. PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008, 807 ss., che parlano di strumento "*uscito veramente vivificato*" dalle riforme del diritto fallimentare; M. SANDULLI, *La crisi dell'impresa. Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, Torino, 2009.

novelle degli ultimi tre lustri, però, il concordato preventivo resta ancorato ad alcuni principi base del diritto concorsuale cui devono necessariamente conformarsi la proposta di concordato e il relativo piano. Nel caso precipuo in cui la proposta di concordato preveda l'attribuzione di partecipazioni ai creditori la compatibilità con alcuni di questi principi solleva non poche perplessità.

Desta interesse, a tal proposito, il dibattito circa la compatibilità con il principio della *par conditio creditorum* delle proposte di concordato preventivo che prevedono l'attribuzione di azioni o quote a tutti o ad alcuni creditori. Il rispetto della *par conditio*, infatti, è facilmente verificabile nel caso in cui la proposta concordataria preveda il pagamento di una somma di denaro corrispondente ad una certa percentuale dell'importo del credito. In tal caso è sufficiente verificare che i creditori (ovvero, nel caso di suddivisione in classi, quelli appartenenti ad una specifica classe) ricevano il pagamento di importi corrispondenti alla medesima aliquota del credito.²⁸¹

La verifica è tuttavia più complessa nel caso in cui la proposta di concordato preveda l'attribuzione di partecipazioni sociali (ovvero di strumenti di *quasi equity*) ai creditori. In tale ipotesi, l'articolo 160, comma 1, lettere c) e d) l.f. consente di "*suddividere i creditori in classi omogenee e, nella prospettiva in esame, di offrire a classi diverse strumenti finanziari differenti sul corretto presupposto che la conversione di credito in capitale non è ipotesi appetibile per qualsiasi creditore.*"²⁸² Tale complessità è riscontrabile sia dal punto di vista dei diritti corporativi spettanti a ciascun creditore in seguito alla conversione e all'acquisizione dello *status* di socio sia dal punto di vista

²⁸¹ G. D'ATTORRE, *L'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori tra par conditio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, 852.

²⁸² Così, G. COVINO – L. JEANTET, *Concordato: conversione forzata di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente*, *cit.*, 3, i quali parlano, in termini forse impropri, di "*superamento del principio della par conditio creditorum*".

dell'effettivo valore economico delle partecipazioni assegnate. Il primo aspetto problematico deriva dalla circostanza che i diritti corporativi spettanti ai soci nelle società di capitali derivano non già dal numero assoluto delle azioni detenute (ovvero dal valore nominale delle quote), ma dal rapporto tra il numero di azioni possedute da un determinato socio (ovvero il valore nominale delle quote) e il numero complessivo di azioni (ovvero l'entità complessiva delle quote) emesse dalla società. La valutazione dei diritti dei soci nelle società di capitali si risolve quindi in un giudizio di raffronto e di proporzione, che diventa ancor più complesso nel caso in cui vi siano diverse categorie di azionisti (ovvero di quotisti, nel caso in cui se ne ammetta l'esistenza)²⁸³ e che può dare risultati del tutto diversi rispetto a quelli che derivano dall'operazione meramente matematica di proporzione tra l'entità del credito e il numero di azioni attribuite. Tale divergenza non è rinvenibile sul piano dei diritti patrimoniali, dal momento che normalmente è sufficiente attribuire ai creditori un numero di azioni proporzionale all'entità del rispettivo credito per assicurare a ciascuno diritti patrimoniali proporzionali, ma diventa rilevante quando si prendono in esame i diritti amministrativi spettanti a ciascun creditore in seguito alla conversione. Alcuni diritti amministrativi, infatti, non sono attribuiti ai soci secondo un criterio di proporzione rispetto all'entità della partecipazione detenuta (si pensi al diritto di

²⁸³ Il problema è stato sollevato e affrontato dalla dottrina statunitense con riferimento alla *corporate reorganization*. Si v. in argomento, M. J. ROE, *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*, 83, *Colum. L. Rev.* 527 (1983), 575; ID., *Bankruptcy and Corporate Reorganization: Legal and Financial Materials*, 2000, 585 s.; L. A. BEBCHUK, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, 101 *Harv. L. Rev.* (1988), 803. Analogamente, la dottrina italiana ha affrontato il problema con riferimento alla divisione ereditaria e, in particolare, con riferimento alla corretta applicazione dell'articolo 726 nel caso in cui la divisione riguardi partecipazioni sociali. Si v., in argomento, L. MENGONI, *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, 428 ss.; ID., *Ancora sulla divisione ereditaria dei pacchetti azionari di controllo*, in *Riv. soc.*, 1959, 1018 ss.; E. SIMONETTO, *Successione ereditaria e plusvalore della partecipazione azionaria di controllo*, in *Riv. Soc.*, 1960, 685 ss.

impugnare le delibere assembleari, attribuito ai soci la cui partecipazione superi una certa quota del capitale sociale ovvero al diritto di partecipare e intervenire in assemblea, attribuito a tutti i soci), mentre altri consentono a taluni soci (e non ad altri) di controllare la società, ad esempio nominando tutti gli amministratori e i sindaci. Si tratta, evidentemente, di risultati che divergono dall'obiettivo di attribuire i diritti corporativi in misura perfettamente proporzionale all'entità del credito vantato prima della conversione.

Per evitare tali divergenze sono state ipotizzate diverse soluzioni. Alcuni, assumendo una posizione piuttosto radicale, hanno negato l'ammissibilità di proposte di concordato con attribuzione di partecipazioni in tutti i casi in cui, in seguito alla conversione, si vengono a determinare risultati di non perfetta proporzionalità tra diritti corporativi ed entità dei crediti. Si tratta, evidentemente, di opzioni ermeneutiche che si traducono nella sostanziale abrogazione delle disposizioni di legge introdotte con il precipuo fine di consentire l'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori dell'impresa in concordato. Secondo altro orientamento l'attribuzione di partecipazioni ai creditori andrebbe associata necessariamente a vincoli e limitazioni statutarie volte a ridurre il divario tra i creditori quanto a diritti amministrativi ad essi attribuiti in seguito alla conversione (si pensi, ad esempio, all'introduzione di un voto scalare ovvero di azioni a diritto di voto limitato). Tale opzione rischierebbe, tuttavia, di portare ad esiti incerti, da verificare in ogni singolo caso, che presumibilmente non eliminerebbero del tutto la divergenza tra numero di azioni attribuito in seguito alla conversione e i diritti corporativi spettanti a ciascun socio.

Per i motivi esposti sopra sembra preferibile l'orientamento che,²⁸⁴ rigettando interpretazioni abrogatrici,²⁸⁵ ritiene che nel contesto della *datio in solutum* contemplata dal legislatore fallimentare il credito rappresenti una sorta di vero e proprio conferimento²⁸⁶, in ragione del quale i creditori acquistano lo *status* di soci ed esercitano diritti corporativi che dipendono dalla caratura percentuale delle partecipazioni ad essi attribuiti, ciò in conformità con il principio di eguaglianza proporzionale in materia di società di capitali, al quale i creditori scelgono di assoggettarsi mediante l'espressione di un voto favorevole nell'adunanza. La *datio in solutum* determina, pertanto, la liberazione del debitore dalle proprie obbligazioni in seguito alla consegna al creditore di un bene (le partecipazioni sociali) di natura diversa rispetto al denaro. In tal caso il bene oggetto di consegna è un bene mediato che, come tale, conferisce al rispettivo titolare taluni diritti patrimoniali e amministrativi la cui estensione dipende dall'entità della partecipazione sociale, in ragione di un criterio diverso rispetto a quello puramente matematico della *par conditio creditorum*. I creditori, pertanto, scelgono di assoggettarsi al nuovo principio mediante l'espressione del voto favorevole in sede di adunanza dei creditori.²⁸⁷

²⁸⁴ G. D'ATTORRE, *L'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori tra par conditio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, 852.

²⁸⁵ G. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, cit., 371 ss.

²⁸⁶ Ciò vale quanto meno sul piano sostanziale, dal momento che le modalità con le quali è possibile procedere all'attribuzione di partecipazioni sono molteplici, come osservato nella prima parte del presente lavoro.

²⁸⁷ Quanto sopra non toglie che, in seguito alla conversione, sarà necessario garantire il principio di eguaglianza tra i soci, dal momento che quest'ultimo si sovrappone e si sostituisce al principio di *par conditio creditorum*. In particolare, quindi, non vi dovranno essere diseguaglianze tra i soci se non giustificate dalla diversità quantitativa e qualitativa nel possesso delle azioni o quote e nel conseguente divieto di attribuzioni di diritti sulla base di criteri soggettivi. I diritti attribuiti ai soci in seguito alla conversione, inoltre, dovranno essere proporzionali alla quantità e alla qualità delle azioni o quote possedute, con esclusione di qualsivoglia deroga (c.d. eguaglianza proporzionale relativa). G. D'ATTORRE, *L'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori tra par conditio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, 854, che ammette successive modifiche statutarie che introducano previsioni che sarebbero inammissibili nella fase iniziale (categorie di azioni, diritti

Ulteriore profilo di complessità riguarda il valore economico della partecipazione sociale attribuita ai creditori. Il valore di mercato delle partecipazioni sociali, infatti, non corrisponde al valore nominale e, nel caso di partecipazioni sociali di controllo, comprende una componente aggiuntiva (c.d. premio di maggioranza) che sfugge al calcolo nel caso in cui si proceda alla semplice moltiplicazione del valore di ciascuna azione per il numero di azioni detenute dal singolo socio. In sede di formulazione della proposta di concordato, quindi, al fine di evitare il rischio di trattamenti diseguali, occorre tenere in considerazione l'effettivo valore di mercato della partecipazione attribuita a ciascun creditore, ivi compreso l'eventuale premio di maggioranza, per esempio attribuendo al creditore di maggioranza un numero di azioni meno che proporzionale, tale da compensare il loro maggiore valore di mercato, ovvero introducendo clausole statutarie che incidano sul modo in cui i diritti sociali vengono esercitati quali, ad esempio meccanismi di voto scalare.²⁸⁸

3. Il procedimento negoziale di conversione nel concordato preventivo. La domanda di ammissione al concordato preventivo e l'accettazione dei creditori mediante decisione presa a maggioranza nell'adunanza.

Il concordato preventivo si perfeziona in seguito al compimento di una serie di atti giuridici coordinati tra loro e preordinati all'approvazione e all'esecuzione della proposta concordataria. Sembra corretto, pertanto, parlare di un negozio a

particolari dei soci etc.), "fermo restando il rispetto degli eventuali limiti legali inderogabili e dei principi di buona fede e correttezza, nonché del principio della parità di trattamento tra soci (laddove operabile)".

²⁸⁸ In questi termini, G. D'ATTORRE, *L'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori tra par condicio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, 856.

formazione progressiva²⁸⁹ il cui procedimento si articola, in ordine logico e cronologico, nei seguenti atti:

1) la domanda di concordato, che costituisce proposta contrattuale,²⁹⁰ viene sottoscritta dall'impresa (ovvero, in seguito all'ultima riforma, da uno o più creditori) e presentata mediante ricorso depositato presso il tribunale territorialmente competente (art. 161 l.f.). Quanto al procedimento di formazione della volontà

²⁸⁹ La natura giuridica del concordato preventivo costituisce fonte di annosi dibattiti in dottrina e giurisprudenza. Non è possibile né opportuno ripercorrere in questa sede tale dibattito ma può essere utile riepilogare i principali orientamenti, che vedono opposti, da una parte, le tesi cc.dd. contrattualistiche, che riconducono il concordato preventivo al diritto dei contratti e, dall'altra, quelle pubblicistiche, che riconducono il concordato preventivo al processo (cautelare, esecutivo o di volontaria giurisdizione, a seconda delle tesi). Nell'ambito delle tesi contrattualistiche alcuni hanno ricondotto il concordato preventivo alla fattispecie di cui all'articolo 1977 del codice civile. La principale critica a tale tentativo ricostruttivo è stata che, a differenza di quanto avviene nella cessione di beni ai creditori, nel concordato preventivo non vi è accordo con tutti i creditori ma solo con alcuni, dal momento che solo alcuni aderiscono alla proposta di concordato mediante l'espressione di un voto favorevole. Altri hanno ricondotto il concordato alla fattispecie del contratto di transazione. La principale critica a tale ricostruzione ha rilevato che nel caso del concordato preventivo non ci sono reciproche concessioni e, pertanto, mancherebbe un elemento essenziale della transazione. Nell'accettazione della proposta concordataria, infatti, non può ravvisarsi una remissione del debito, anche perché la causa del concordato (Cass., sez. un., 23 gennaio 2013 n. 1521, in www.iusexplorer.it) poggia sul "*superamento della situazione di crisi dell'imprenditore, da un lato*" e sull'"*assicurazione di un soddisfacimento, sia pur ipoteticamente modesto e parziale, dei creditori, da un altro*", di talché non è interpretabile come remissione del debito la falcidia concordataria (né può logicamente ipotizzarsi una remissione come effetto del voto di maggioranza). In generale, a coloro i quali hanno provato a condurre il concordato nell'alveo del contratto si è contrapposto chi adduceva che nel concordato, a differenza che nelle fattispecie di contratto, non vi è il consenso di tutti i creditori coinvolti. L'altro fronte del dibattito è rappresentato, invece, da coloro che riconducono il concordato preventivo entro l'alveo del processo. A fondamento di tale ricostruzione si rileva che non vi è il consenso di tutti i creditori coinvolti e, anzi, i creditori ammessi all'adunanza potrebbero non rappresentare l'intero ceto creditorio ma solo una parte di esso. Altro argomento a favore delle tesi pubblicistiche sostiene che il controllo del tribunale si estenderebbe anche al merito della proposta concordataria sottraendola, pertanto, alla libera autonomia privata delle parti così che il concordato sarebbe un vero e proprio processo. A tale ricostruzione le tesi contrattualistiche hanno solitamente opposto l'argomento per cui il provvedimento di omologa non determina effetti espropriativi ma si limita ad omologare rendendo efficace il negozio tra creditori e impresa. Il dibattito circa la natura giuridica del concordato preventivo è stato inoltre influenzato dalle molteplici novelle legislative che hanno interessato la disciplina dell'istituto, tant'è che, in seguito alle ultime riforme dell'istituto autorevoli studiosi, prima d'allora tutt'altro che inclini a ricondurre il concordato entro l'alveo del contratto, hanno prospettato una ricostruzione del concordato attuale "*liberalizzato*" quale istituto oramai privatistico, ove il decreto di omologa rappresenterebbe una mera *conditio iuris* rispetto all'efficacia della proposta concordataria (in tal senso, G. LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, 2015, Milano). Nel presente lavoro, in linea con l'orientamento che sembra recentemente divenuto maggioritario, si aderisce alla tesi che attribuisce al concordato preventivo natura negoziale (e non contrattuale). In tal senso, v. F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, cit., 222.

²⁹⁰ P PAJARDI, A. PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008, 820.

all'interno dell'impresa in crisi, nel caso di società di capitali esso richiede che la domanda sia approvata dall'organo amministrativo (consiglio di amministrazione o consiglio di sorveglianza) e sottoscritta dal legale rappresentante della società (cfr. artt. 161, comma 5° e 151 l.f.), salve diverse previsioni statutarie.²⁹¹ Al ricorso occorre allegare i documenti elencati nell'articolo 161 l.f., ivi compreso il piano di concordato e la relazione di un professionista nominato dall'imprenditore che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano. Nel caso in cui si scelga di procedere mediante assegnazione di nuove azioni della società ai creditori e, quindi, mediante aumento di capitale a servizio dei creditori, sarà necessario allegare alla proposta di concordato una relazione giurata che attesti i vantaggi derivanti ai creditori dall'assegnazione di nuove azioni sono almeno equivalenti a quelli che deriverebbero dalla liquidazione dei beni della società in crisi.

2) Successivamente alla presentazione della domanda di concordato, il tribunale, in seguito ad un'audizione cui partecipa il debitore, ove non si pronunci per l'inaffidabilità della stessa, emette un decreto con il quale dichiara aperta la procedura di concordato preventivo ordinando, tra l'altro, la convocazione dei creditori non oltre centoventi giorni dalla data del provvedimento. Quest'ultimo apre la procedura di concordato preventivo, designando il giudice delegato e nominando il commissario giudiziale.

3) Una volta emesso il decreto che apre la procedura di concordato preventivo, la proposta di concordato viene sottoposta ai creditori mediante lo strumento collegiale dell'adunanza. L'adunanza dei creditori, presieduta dal giudice delegato, prevede la

²⁹¹ P PAJARDI , A. PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008, 820.

partecipazione del commissario giudiziale, che illustra la propria relazione e la proposta di concordato (e di eventuali proposte concorrenti) e, successivamente, l'intervento di ogni creditore interessato mediante osservazioni e contestazioni. Al termine degli interventi, i creditori esprimono il proprio voto in merito alla proposta del creditore e ad altre proposte concorrenti. L'approvazione del concordato necessita della maggioranza dei crediti ammessi al voto e, nel caso di approvazione, costituisce accettazione della proposta di concordato. La qualificazione dell'adunanza dei creditori e, in particolare, della deliberazione mediante la quale i creditori si pronunciano circa la proposta di concordato svolge un ruolo cruciale in quanto si ripercuote sulla qualificazione dell'intera procedura come contratto ovvero come processo.

4) Il procedimento si conclude con il decreto di omologa del tribunale che, verificata la regolarità della procedura e l'assenza di opposizioni, omologa la proposta di concordato approvata dai creditori.

5) La fase successiva all'omologazione è l'esecuzione del concordato preventivo, nell'ambito della quale l'impresa e i creditori dovranno adempiere quanto stabilito dalla proposta di concordato approvata, nei tempi e con le modalità da essa previste. A tal proposito l'articolo 185 l.f. prevede che dopo l'omologazione del concordato il commissario giudiziale ne verifichi l'adempimento secondo le modalità stabilite nella provvedimento di omologazione. Nel caso in cui la proposta di concordato preveda, pertanto, un meccanismo di conversione dei crediti in partecipazioni sociali, la società in crisi dovrà convocare l'assemblea affinché quest'ultima deliberi in merito all'aumento di capitale a favore dei creditori che parteciperanno alla conversione

(ovvero in merito ad altro strumento di conversione, a seconda delle modalità contemplate dalla proposta di concordato approvata). Come osservato in precedenza, nel caso di aumento di capitale le modalità operative sono alternativamente due: è possibile procedere con aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, commi 5 e 6 c.c., oppure, nel caso in cui si debba procedere ad una ricapitalizzazione obbligatoria per legge, poiché non si ritiene possibile escludere il diritto di opzione (a meno che non vi sia una rinuncia unanime da parte degli azionisti),²⁹² è possibile procedere con rinuncia al diritto di opzione da parte dei soci in un momento successivo a quello della delibera.²⁹³

L'attribuzione delle partecipazioni sociali ai creditori concorrenti avrà titolo nel decreto di omologazione, in base ad un determinato rapporto di cambio,²⁹⁴ mentre la copertura del nuovo capitale avverrà mediante compensazione del debito da conferimento con i crediti verso la società. Nel caso in cui si proceda mediante attribuzione di obbligazioni o di altri strumenti finanziari, la relativa emissione dovrà essere sospensivamente condizionata all'omologazione del concordato, affinché la sottoscrizione dei titoli possa avvenire nella fase di esecuzione del concordato,

²⁹² Cfr. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.G.8, *Sottoscrizione della ricostituzione del capitale sociale ridotto per perdite* - 1° pubbl. 9/04, rinvenibile alla pagina web: <http://www.notaitriveneto.it/dettaglio-massime-triveneto-58-spa---modifiche-dellatto-costitutivo---operazioni-sul-capitale-e-operazioni-di-ripiamento-perdite.html#inizio>.

²⁹³ Una possibilità spesso esplorata nella prassi prevede una modalità alternativa di soddisfazione dei creditori: il credito viene soddisfatto in denaro, da raccogliersi attraverso un aumento di capitale offerto in opzione ai soci, oppure, per la parte di aumento di capitale rimasto inoptato, il credito verrà soddisfatto attraverso la conversione nelle stesse azioni (o altri strumenti finanziari partecipativi) rimaste inoptate. Sul punto, G. COVINO – L. JEANTET, *Concordato: conversione forzata di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente*, cit., 4. F. GUERRERA - G. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, cit., 63.

²⁹⁴ F. GUERRERA - G. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, cit., 68. In tal caso, come osservato nel capitolo Secondo, non operano i presidi normativi previsti nel caso di aumento di capitale in natura (artt. 2440, 2342 e 2343 c.c.). In tal senso, v. anche G. COVINO – L. JEANTET, *Concordato: conversione forzata di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente*, cit., 4.

laddove l'assegnazione di obbligazioni convertibili in azioni, a norma dell'art. 2420-*bis* c.c. richiederà, contestualmente alla deliberazione di emissione del prestito, sospensivamente condizionata all'omologazione del concordato, la deliberazione di un aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione, mentre i creditori concorsuali, acquisita la veste di obbligazionisti, potranno scegliere se riscuotere, alla scadenza del prestito, il capitale obbligazionario e gli interessi maturati, oppure se convertire questo diritto nel conferimento necessario alla sottoscrizione di una frazione del capitale sociale della società emittente, divenendone soci.²⁹⁵ La previsione nella proposta di concordato dell'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali impone alla società di darvi esecuzione facendo in modo che l'assemblea deliberi in sede straordinaria un aumento di capitale nei termini previsti dal piano di concordato. Nel caso in cui la società non proceda a tale delibera, la stessa sarà inadempiente rispetto al concordato. Quanto, invece, alla sottoscrizione delle partecipazioni di nuova emissione da parte dei creditori che, ai sensi della proposta concordataria, partecipano alla conversione, si è opportunamente rilevato che ove i creditori concorsuali sono *"configurati come "assegnatari" delle azioni rinvenienti da aumento del capitale, in conversione – forzosa – dei crediti vantati dalla società in crisi o insolvente, la copertura del nuovo capitale e il riassetto della "proprietà" derivano*

²⁹⁵ Come visto *supra* (cfr. nota 40), nel nostro ordinamento, in linea di massima, la previsione della ristrutturazione dei debiti e del risanamento della società mediante cessione di quote o azioni sociali non incontra alcuna limitazione e trova, pertanto, applicazione nei confronti di tutti i creditori, ivi comprese le banche, non potendosi, in senso contrario, invocare il divieto di acquisizione di partecipazioni sociali ad esse imposto dalle norme emanate dal Ccr e dalla banca d'Italia che, non avendo rango primario, possono derogare alle disposizioni legislative solo nei limiti consentiti dalla legge stessa, vedi Cass., 7 maggio 2014, n. 9841, *cit.*, che ha ritenuto ammissibile la proposta anche in ragione dell'esistenza di una previsione alternativa del piano concordatario, concernente la possibilità per gli enti creditizi, appositamente inseriti in un'autonoma classe ex art. 160, primo comma, lett. d, l.f., di cedere il loro credito chirografario contro il pagamento del 14%).

dall'omologazione stessa del concordato, a prescindere da qualsiasi dichiarazione di volontà negoziale e/o dall'esecuzione di nuovi apporti finanziari, da parte dei singoli destinatari". In altre parole, la conversione forzosa di una parte dei debiti commerciali e/o finanziari della società in partecipazioni al capitale dovrebbe essere considerata alla stregua di una "sottoscrizione ex lege, in virtù dell'efficacia vincolante del concordato ex art. 183 l.f."²⁹⁶ e, pertanto, la sottoscrizione del capitale sociale da parte dei creditori coinvolti nella conversione dovrebbe perfezionarsi anche in assenza di manifestazioni di volontà da parte degli stessi.

4. La risoluzione del concordato preventivo nel caso di assegnazione di partecipazioni ai creditori. I diversi casi di inadempimento astrattamente configurabili; valutazione della gravità dell'inadempimento; effetti della risoluzione e, in particolare, intangibilità della conversione.

Dopo aver esaminato il procedimento di perfezionamento del concordato preventivo appare utile indagare l'ipotesi di risoluzione del negozio²⁹⁷ nel caso in cui lo stesso preveda l'assegnazione di partecipazioni o strumenti finanziari partecipativi ai creditori.²⁹⁸

²⁹⁶ G. COVINO – L. JEANTET, *Concordato: conversione forzosa di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente*, cit., 6 ss.

²⁹⁷ La riconduzione della risoluzione del concordato preventivo alla risoluzione negoziale per inadempimento trova ampia condivisione in giurisprudenza e dottrina. Si v. in tal senso Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, 78.

²⁹⁸ In questa sede si sceglie di non trattare l'ipotesi di annullamento del concordato preventivo. Esso trova disciplina specifica nell'articolo 186 l.f., che rinvia all'articolo 138 l.f. in materia di concordato fallimentare e può verificarsi solo in casi molto limitati, quali l'ipotesi in cui il passivo sia stato dolosamente esagerato, ovvero una parte dell'attivo sia stata dolosamente sottratta o dissimulata. Il relativo ricorso deve essere proposto entro 6 mesi dalla scoperta del dolo e in ogni caso non oltre due anni dalla scadenza del termine fissato per l'ultimo adempimento previsto dal concordato. La sentenza che accoglie il ricorso è provvisoriamente esecutiva e impugnabile con reclamo.

Gli scenari astrattamente ipotizzabili sono molteplici. Il più semplice ricorre nel caso in cui, successivamente all'omologa del concordato, la società in crisi non provveda a deliberare l'aumento di capitale riservato ai creditori ovvero deliberi correttamente l'aumento di capitale ma, in seguito alla sottoscrizione delle partecipazioni, non provveda alla loro consegna (consegna materiale, nel caso in cui esistano titoli, ovvero esecuzione delle attività necessarie perché i creditori acquisiscano lo *status* di soci). Diversa è l'ipotesi in cui l'assemblea dei soci dell'impresa in concordato deliberi l'aumento di capitale ma in misura diversa rispetto a quella contemplata nella proposta di concordato, senza assicurare il soddisfacimento dei creditori nella misura prevista. Altra ipotesi astrattamente possibile, che pone, come si vedrà, problemi di maggiore complessità, è quella in cui l'impresa in crisi, successivamente all'omologa del concordato preventivo, provveda a deliberare l'aumento di capitale riservato e a consegnare le nuove partecipazioni ai creditori nei termini previsti dalla proposta di concordato ma, in un momento successivo, non riuscendo a far fronte ai propri impegni (es. al pagamento in denaro di una parte dei propri debiti), diventi insolvente e venga dichiarata fallita.

La risoluzione del concordato preventivo è disciplinata dall'articolo 186 l.f., che consente a ciascuno dei creditori di richiedere la risoluzione del concordato per inadempimenti che non abbiano scarsa importanza, entro un anno dalla scadenza fissata per l'ultimo adempimento previsto dal concordato. L'articolo 186 l.f. rinvia, poi, all'articolo 137 l.f. in materia di risoluzione del concordato fallimentare, ove si precisa che la sentenza (costitutiva) che risolve il concordato riapre la procedura di fallimento ed è provvisoriamente esecutiva.

La sussistenza di un inadempimento del concordato dovrà essere verificata eseguendo un giudizio di relazione e, in particolare, confrontando la condotta tenuta dall'imprenditore con gli impegni assunti dal medesimo nei confronti dei creditori ai sensi della proposta di concordato.²⁹⁹

Una volta individuato l'inadempimento del debitore agli obblighi assunti nella proposta di concordato occorre verificare che tale inadempimento non sia di scarsa importanza. In linea con la "liberalizzazione" del concordato preventivo,³⁰⁰ il legislatore ha importato nella legge fallimentare una regola contenuta nelle disposizioni del Codice civile in materia di risoluzione dei contratti e, in particolare, nell'articolo 1455 c.c., rubricato "importanza dell'inadempimento". Tale scelta sarebbe per alcuni espressione della volontà del legislatore di ricondurre la risoluzione del concordato preventivo entro l'alveo della risoluzione per inadempimento di diritto comune (artt. 1453 ss. c.c.).³⁰¹ Si è osservato, tuttavia, che la norma della legge fallimentare non riporta tutto il contenuto dell'articolo 1455 c.c., omettendo il riferimento all'interesse della parte non inadempiente.³⁰² Tale omissione dovrebbe precludere qualsivoglia accertamento di tipo soggettivo e, pertanto, il

²⁹⁹ Secondo una condivisibile impostazione, tale giudizio di relazione deve fare riferimento alla proposta di concordato, e non al piano. La proposta, infatti, contiene le obbligazioni che il debitore si impegna ad adempiere nei confronti dei propri creditori, mentre il piano contiene il percorso giuridico-economico mediante il quale il debitore ritiene di poter conseguire le condizioni economico-finanziarie perché l'adempimento di tali obbligazioni sia possibile. Benché, quindi, proposta e piano siano innegabilmente interconnessi, è alla proposta che occorre fare riferimento per valutare la sussistenza di un inadempimento. In tal senso, A. SILVESTRINI, *La risoluzione del concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2016, 5, 517. Nello stesso senso, Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, 78 ss.

³⁰⁰ L'espressione è di G. LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, 2015, Milano.

³⁰¹ Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, 79 ss. A tal proposito, la relazione al decreto Legislativo 12 settembre 2007, n. 169, trattando le modifiche all'art. 186, 1° comma, l.f., nondimeno, precisava che esse mirano a recuperare "tutti i principi sull'importanza dell'inadempimento contrattuale elaborati con riferimento alla norma generale di cui all'articolo 1455 c.c."

³⁰² Trib. Forlì, 19 marzo 2014, in *Fallimento*, 2014, 7, 826; Trib. Ravenna, 7 giugno 2012, in www.ilcaso.it.

giudice chiamato a pronunciarsi sulla domanda di risoluzione dovrebbe limitarsi a considerare l'inadempimento "esclusivamente nella sua dimensione oggettiva"³⁰³ valutandone la gravità esclusivamente in base a criteri oggettivi, tesi a verificare che l'inadempimento abbia inciso in misura apprezzabile sul sinallagma nell'economia complessiva del concordato - in astratto, per la sua entità e, in concreto, in relazione al pregiudizio effettivamente causato al creditore. Sarebbe esclusa, invece, qualsivoglia valutazione circa l'interesse del creditore ad ottenere l'adempimento, né bisognerebbe tenere in considerazione eventuali, ulteriori elementi di carattere soggettivo, quali i comportamenti di entrambe le parti che possano in relazione alla particolarità del caso attenuare l'intensità dell'inadempimento come, ad esempio, un atteggiamento incolpevole o una tempestiva riparazione, ad opera dell'una, un reciproco inadempimento o una protratta intolleranza dell'altra. In buona sostanza, nel perimetro dell'accertamento del giudice non dovrebbe rientrare alcuna valutazione circa il profilo soggettivo della colpa e/o dell'imputabilità.³⁰⁴ Vi sono

³⁰³ Trib. Forlì, 19 marzo 2014, in *Fallimento*, 2014, 7, 826.

³⁰⁴ In tal senso, A. SILVESTRINI, *La risoluzione del concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2016, 5, 517. La giurisprudenza si è in molteplici occasioni pronunciata circa la valutazione della gravità dell'inadempimento ai fini del giudizio di risoluzione (art. 1455 c.c.). In giurisprudenza, v. Trib. Forlì, 19 marzo 2014, in *Fallimento*, 2014, 7, 826; Trib. Modena, 11 giugno 2014, in www.iusexplorer.it; Tutte le pronunce relative alla valutazione della gravità dell'inadempimento nel diritto comune dei contratti sembrano ritenere necessario l'utilizzo, in sede di accertamento giurisdizionale, sia di criteri oggettivi - "avuto riguardo all'interesse del creditore all'adempimento della prestazione attraverso la verifica che l'inadempimento abbia inciso in misura apprezzabile nell'economia complessiva del rapporto (in astratto, per la sua entità e, in concreto, in relazione al pregiudizio effettivamente causato all'altro contraente), così da comportare uno squilibrio sensibile del sinallagma contrattuale -" sia di eventuali elementi di carattere soggettivo, "dati dal comportamento di entrambe le parti (come un atteggiamento incolpevole o una tempestiva riparazione, ad opera dell'una, un reciproco inadempimento o una protratta intolleranza dell'altra), che possano in relazione alla particolarità del caso attenuarne l'intensità". Così, *ex multis*, Cass. 27 novembre 2015, n. 24206, in *Dir. giust.*, 30 novembre 2015. Nello stesso senso, senza pretesa di esaustività, v. Cass. 22 ottobre 2014, n. 22346, in *Guida al diritto*, 2015, 7, 59; Cass. 16 giugno 2014, n. 13661, in *Guida al diritto*, 2014, 43, 59; Cass. 6 marzo 2012, n. 3477, in *Dir. giust. online*, 2012; Cass. 28 giugno 2010, n. 15363, in www.iusexplorer.it; Cass. 8 gennaio 2010, n. 74, in *Dir. giust. online*, 2010; Cass. 11 marzo 2008, n. 6463, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, 5, 1184; Cass. 23 gennaio 2006, n. 1227, in www.iusexplorer.it;

posizioni contrastanti, inoltre, circa la necessità di valutare l'importanza dell'inadempimento rispetto alla posizione di un solo creditore ovvero dell'intera massa dei creditori. Da una parte, infatti, si osserva che la risoluzione può essere richiesta da ciascun creditore e, pertanto, sembra ragionevole ritenere che ciascun creditore possa allegare la non scarsa importanza dell'inadempimento con riferimento esclusivo al proprio interesse individuale. Dall'altra, tuttavia, si rileva che il concordato preventivo costituisce un negozio posto in essere dall'imprenditore in crisi non già con il singolo creditore che chiede la risoluzione ma con l'intero ceto dei creditori ed è pertanto con riferimento a quest'ultimo gruppo, e non al mero "tornaconto del singolo creditore istante",³⁰⁵ che bisognerebbe valutare l'importanza dell'inadempimento. Tale ultimo orientamento non consentirebbe al singolo creditore che rappresenti una parte non significativa del complessivo indebitamento dell'impresa di invocare la risoluzione del concordato, anche nel caso in cui questi

Cass. 1 luglio 2005, n. 14034, in *Il civilista*, 2009, 4, 61; Cass. 14 giugno 2001, n. 8063, in *Studium juris*, 2002, 97; Cass. 22 maggio 2001, n. 6951, in *Foro padano*, 2001, I, 505; Cass. 7 febbraio 2001, n. 1773, in www.iusexplorer.it; Cass. 7 settembre 2000, n. 11784, in www.iusexplorer.it; Cass. 26 luglio 2000, n. 9800, in www.iusexplorer.it; Cass. 6 aprile 2000, n. 4317, in *Corr. giur.*, 2000, 1338; Cass. 29 settembre 1994, n. 7937, in www.iusexplorer.it; Cass. 7 giugno 1993, n. 6367, in *Giur. it.*, 1994, I, 1, 1209; Cass. 15 giugno 1989, n. 2879, in www.iusexplorer.it; Cass. 24 ottobre 1988, n. 5755, in www.iusexplorer.it; Cass. 6 febbraio 1987, n. 1187, in www.iusexplorer.it, 2; Cass. 26 ottobre 1985, n. 5277, in www.iusexplorer.it; Cass. 1 ottobre 1984, n. 4841, in www.iusexplorer.it; Cass. 17 novembre 1983, n. 3823, in www.iusexplorer.it; Cass. 9 marzo 1983 n. 1769, in www.iusexplorer.it; Cass. 9 agosto 1982, n. 4457, in www.iusexplorer.it; Cass. 4 maggio 1982, n. 2764, in www.iusexplorer.it; Cass. 30 gennaio 1982, n. 590, in www.iusexplorer.it; Cass. 13 gennaio 1982, n. 183, in www.iusexplorer.it; Cass. 3 giugno 1981, n. 3592, in www.iusexplorer.it; Cass. 16 marzo 1981, n. 1460, in www.iusexplorer.it; Cass. 21 luglio 1980 n. 4772, in www.iusexplorer.it; Cass. 18 febbraio 1980, n. 1182, in www.iusexplorer.it; Cass. 2 febbraio 1980 n. 742, in www.iusexplorer.it; Cass. 30 gennaio 1980 n. 720, in www.iusexplorer.it; Cass. 5 febbraio 1979 n. 759, in www.iusexplorer.it; Cass. 27 gennaio 1979, n. 626, in www.iusexplorer.it. Il medesimo orientamento è riscontrabile in numerose decisioni di merito. Inter alia, si v. Trib. Massa, 4 luglio 2016, in www.iusexplorer.it; Trib. Teramo, 21 aprile 2015, in www.iusexplorer.it; Trib. Salerno, 18 febbraio 2015, in www.iusexplorer.it; Trib. Lucca, 16 gennaio 2015, in www.iusexplorer.it; App. Bari, 28 febbraio 2012, in www.Giurisprudenzabarese.it; 2013; Trib. Teramo, 17 maggio 2011, in www.iusexplorer.it; Trib. Rossano, 2 ottobre 2009, in *Corti calabresi*, 2010, 1-3, 203; Trib. Roma, 7 maggio 2003, in www.iusexplorer.it; Trib. Roma, 15 gennaio 2002, in www.iusexplorer.it.

³⁰⁵ Trib. Forlì, 19 marzo 2014, in *Fallimento*, 2014, 7, 826.

non avesse ricevuto alcuna delle prestazioni previste in proprio favore sempre che, ovviamente, non vi siano ulteriori inadempimenti nei confronti degli altri creditori.

L'applicazione dei suesposti principi al concordato con assegnazione di partecipazioni ai creditori non dà risultati del tutto scontati.

L'individuazione dell'inadempimento non comporta difficoltà particolari dal momento che la prestazione principale, ossia la consegna delle partecipazioni ai creditori (ovvero le altre attività che determinano l'acquisto da parte del creditore dello *status* giuridico di socio), costituisce *datio in solutum* e libera automaticamente il debitore ai sensi dell'articolo 1197 c.c.. Il diritto soggettivo del creditore, infatti, in seguito alla conversione in partecipazioni, viene fatto oggetto di un mutamento qualitativo e quantitativo e di una nuova regolazione, determinando così l'estinzione del credito nella sua originaria consistenza.³⁰⁶ L'inadempimento, pertanto, si riscontra in tutti i casi in cui il debitore non procede alla consegna delle partecipazioni ai creditori, in quanto la mancata attuazione dell'operazione societaria deliberata nei termini fissati dalla proposta di concordato integra una causa oggettiva di risoluzione ai sensi dell'articolo 186 l.f. anche con effetti *ex tunc* e indipendentemente dal voto favorevole espresso dai creditori. Ciò avviene, ad esempio, nel caso in cui non è stata

³⁰⁶ In tal senso, v. Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, 79 ss., che rileva come "per effetto del decreto di omologa ex art. 184 l. fall. al debitore è concessa la possibilità di liberarsi dall'obbligazione originaria (ristrutturata) mediante l'esecuzione di una prestazione diversa da quella originariamente convenuta (art. 1197 c.c.); l'estinzione dell'obbligazione è configurabile mediante l'attribuzione – nel rispetto delle previsioni contenute nel piano – di diritti differenti da ordinari mezzi monetari con le forme della *datio in solutum* (art. 1197 c.c.); trattandosi di "prestazione in luogo dell'adempimento", l'attribuzione dei titoli è volta alla consegna di un determinato bene, ma non garantisce anche un risultato monetario finale; ciò sta a dire che la consegna da parte della società in concordato ai propri creditori delle azioni di nuova emissione costituisce pieno adempimento ed integrale soddisfazione dei creditori inclusi nella classe per la quale si prevede tale metodo solutorio; il relativo effetto è quello di estinguere, con efficacia soddisfattiva, l'originaria obbligazione concorsuale così come ristrutturata (del resto, l'art. 160 l. fall., utilizzando l'espressione "soddisfazione mediante attribuzione", anche sotto il profilo letterale, sembra richiamare la "prestazione in luogo dell'adempimento" e, soprattutto, l'effetto estintivo riconducibile a quest'ultima)."

convocata l'assemblea per deliberare l'aumento del capitale sociale riservato ai creditori ovvero l'assemblea si è tenuta ma non ha deliberato l'aumento di capitale nei termini previsti e, di conseguenza, i creditori non hanno ricevuto le partecipazioni che avrebbero dovuto ricevere in ragione della proposta di concordato.

La valutazione dell'importanza dell'inadempimento è invece più complessa e dipende, in parte, dall'orientamento al quale si intende aderire. Secondo una delle tesi esposte, ciascun creditore che non abbia ricevuto la consegna delle partecipazioni potrebbe agire in giudizio per chiedere la risoluzione del concordato, a prescindere dalla quota percentuale rappresentata dal proprio credito rispetto all'insieme dei crediti vantati nei confronti del debitore. Se, viceversa, si aderisce alla diversa tesi secondo la quale l'importanza dell'inadempimento deve essere valutata in relazione al complessivo indebitamento dell'impresa in concordato, allora il singolo creditore potrà chiedere la risoluzione solo allegando la mancata consegna di partecipazioni che rappresentino una misura rilevante delle prestazioni cui l'imprenditore si era impegnato nella proposta di concordato. Andrebbe invece esclusa la legittimazione ad esercitare l'azione di risoluzione da parte del creditore che abbia ricevuto le prestazioni previste dalla proposta di concordato, non avendo questi interesse ad agire, a prescindere dall'eventuale inadempimento delle obbligazioni contratte dall'imprenditore in concordato con gli altri creditori.

Altro profilo di particolare interesse nel caso di concordato con conversione dei crediti in partecipazioni sociali attiene agli effetti della risoluzione. In linea con la prospettata riconduzione della disciplina del concordato preventivo entro l'alveo del

diritto comune,³⁰⁷ secondo la regola generale la risoluzione determina la caducazione retroattiva (artt. 186 l.f. e 1458 c.c.) degli effetti esdebitatori e/o modificativi conseguenti all'omologazione del concordato e, pertanto, i crediti dell'impresa in crisi diventano esigibili nel loro originario ammontare, con la possibilità per i creditori di agire per il recupero integrale del proprio credito, ossia di insinuare l'intero proprio credito (e non quello falcidiato dal concordato) nel successivo fallimento nel caso in cui esso sopravvenga.³⁰⁸ A ciò va aggiunto che, in seguito alla risoluzione del concordato, i creditori sono esonerati dalla restituzione di quanto hanno riscosso in esecuzione del concordato risolto, salvo che tali pagamenti siano avvenuti in violazione delle cause legittime di prelazione.³⁰⁹ Diversamente, ossia caducando *tout court* gli effetti del concordato omologato e poi risolto, si finirebbe per trasformare la procedura di concordato in un espediente per prorogare artificiosamente il dissesto in danno degli incolpevoli creditori sui quali verrebbe spostato il rischio relativo all'inadempimento del debitore.³¹⁰ È per questo motivo che si ritiene che debbano essere cancellati unicamente gli effetti divenuti "estranei" alle finalità del concordato, essendo stati eseguiti in spregio dei limiti stabiliti dal provvedimento di omologazione oppure in violazione della *par conditio creditorum* o dell'ordine delle prelazioni.³¹¹

³⁰⁷ Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, 79 ss.

³⁰⁸ A. SILVESTRINI, *La risoluzione del concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2016, 5, 517. Nello stesso senso, Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, 78.

³⁰⁹ A tale conclusione perviene la giurisprudenza in ragione dell'applicazione analogica al concordato preventivo dell'articolo 140, comma 3, l.f. (in questo senso Cass. sez. un., Sez. un., 18 febbraio 1997, n. 1482, in *Giur. it.*, 1997, I, 1, 1475 e in *Fallimento*, 1993, 726 e Cass. 3 agosto 2007, n. 17059, in *Fallimento*, 2008, 358). Ad analoga conclusione si perviene anche in base all'articolo 67, comma 3, lett. e), che esenta da revocatoria i pagamenti posti in essere in esecuzione del concordato preventivo. In tal senso, A. SILVESTRINI, *La risoluzione del concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2016, 5, 517.

³¹⁰ Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, 79 ss.

³¹¹ Cass. 2 ottobre 1999, n. 10938, in *Fallimento*, 2000, 8, 872.

L'applicazione dei suesposti principi all'ipotesi di concordato con attribuzione di partecipazioni non sembra porre particolari problemi nel caso in cui il debitore non provveda a deliberare l'aumento di capitale riservato ai creditori o, comunque, non provveda a consegnare agli stessi le partecipazioni contemplate nella proposta di concordato. Diverso e più complesso è il caso in cui l'imprenditore in concordato fallisca in un momento successivo rispetto all'attribuzione delle partecipazioni ai creditori, quando, cioè, vi è già stata la delibera di aumento di capitale riservato ai creditori e l'attribuzione a questi ultimi di partecipazioni sociali. Un esempio viene fornito dalla fattispecie oggetto dell'unica decisione giurisprudenziale che risulta sino ad oggi aver affrontato il problema, ove la proposta concordataria prevedeva il pagamento del 30% dei crediti maturati in tre rate annuali di pari importo senza interessi e la conversione a capitale di rischio del 70% dei residui crediti chirografari, da impiegare per coprire le perdite e ricapitalizzare la società e, successivamente alla sottoscrizione delle partecipazioni mediante compensazione, il debitore è diventato insolvente. In merito a tale ipotesi è controverso se gli effetti dell'attribuzione ai creditori delle azioni in pagamento e quelli degli atti di riorganizzazione societaria resisi necessari a tale scopo restino salvi³¹² ovvero debbano ritenersi

³¹² L'orientamento che propende per la conservazione degli atti di riorganizzazione societaria e, quindi, dell'aumento di capitale e della sottoscrizione delle partecipazioni da parte dei creditori, è sostenuto dall'unica pronuncia giurisprudenziale sulla questione: Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Giur. it.*, 2015, 1, 131 ss. In senso conforme anche la nota di commento di G. GARELIO, *Risoluzione del concordato preventivo: quid iuris degli effetti societari prodotti*, in *Giur. it.*, 2015, 1, 131, quella di A. PACIELLO, *Risoluzione del concordato preventivo e sorte delle partecipazioni assegnate ai creditori in esecuzione del piano*, in *Corr. giur.*, 2015, I, 78, e quella di G. COVINO – L. JEANTET, *Concordato: conversione forzata di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente* (nota a Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014), in www.ilfallimentarista.it; questi ultimi giungono ad una soluzione invero piuttosto ampia, estendendo la soluzione della irretrattabilità della conversione, da una parte, anche al caso in cui la stessa venga posta in essere in esecuzione di un piano di risanamento ovvero di un accordo di ristrutturazione e, dall'altra, non solo a causa della risoluzione del negozio ma "per qualunque motivo venga meno il presupposto che aveva legittimato i

automaticamente caducati in ragione della risoluzione del concordato. Secondo la decisione in questione, la risoluzione del concordato preventivo non può estendere i propri effetti *ex tunc* all'attribuzione di partecipazioni in favore dei creditori. Ciò per due ordini di motivi. In primo luogo, la consegna delle partecipazioni sociali (*rectius*, l'esecuzione delle attività volte alla costituzione e assegnazione di una nuova partecipazione sociale in luogo del precedente rapporto obbligatorio con l'iscrizione dell'aumento di capitale nel Registro delle Imprese e l'indicazione nominativa dei nuovi soci), avendo natura di *datio in solutum*, determina ai sensi dell'articolo 1197 c.c. l'estinzione soddisfattiva del credito. In secondo luogo, le modifiche organizzative che hanno determinato l'alterazione della composizione del capitale sociale darebbero vita ad una situazione nuova e irreversibile, in considerazione, da una parte, dell'autonomia e specialità della disciplina societaria – "*chiamata a regolare in via esclusiva i profili più strettamente riorganizzativi, in particolare al cospetto di operazioni straordinarie che mutino radicalmente lo status quo ante (quali, ad esempio, la fusione o la scissione)*"³¹³ - e, dall'altra, del principio generale di irrevocabilità delle deliberazioni già eseguite nei rapporti con terzi.³¹⁴ In aggiunta a tali argomenti, si è sostenuto che non vi sarebbero ragioni sufficienti per consentire ai creditori che hanno assunto partecipazioni al capitale di rischio della società in

creditori ad ottenere azioni o strumenti finanziari partecipativi'. In senso contrario, commentando il medesimo provvedimento del Tribunale di Reggio Emilia, v. G. FERRI JR., *Assegnazione delle partecipazioni ai creditori e risoluzione del concordato preventivo* (nota a Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014), in *Corr. giur.*, 2015, 1, 80 ss.

³¹³ G. GARELIO, *Risoluzione del concordato preventivo: quid iuris degli effetti societari prodotti*, cit., 134.

³¹⁴ A. PACIELLO, *Risoluzione del concordato preventivo e sorte delle partecipazioni assegnate ai creditori in esecuzione del piano*, cit., 86, sul punto, rileva che il riferimento alla irrevocabilità delle delibere sarebbe inutile in quanto sarebbe pacifico che la risoluzione del concordato ha un'operatività circoscritta ai "rapporti con i creditori" e, pertanto, non potrebbe travolgere le modifiche di rango organizzativo già realizzate dalla società debitrice.

concordato di sottrarsi al rischio derivante dall'inadempimento del concordato e dal successivo fallimento della società. L'acquisto di una partecipazione sociale implica, infatti, il rischio della perdita integrale del valore investito e non vi sarebbe pertanto ragione per riconoscere un diverso regime di rischio ai soci divenuti tali in esecuzione del concordato. Ammettendo la soluzione opposta, infatti, si avvantaggerebbero oltre misura i creditori coinvolti nella conversione, i quali beneficerebbero della possibilità di estrarre valore dalle partecipazioni e, nel contempo, sarebbero esenti dai rischi relativi alla gestione futura, almeno limitatamente al caso in cui la stessa comporti la risoluzione del concordato e il successivo fallimento della società. Ciò appare ancor più evidente se si considerano i poteri di controllo del socio.³¹⁵

Ulteriore argomento utilizzato per sostenere la soluzione prospettata dal giudice reggiano ha carattere sistematico e riguarda tutti gli strumenti introdotti dalla legge fallimentare per contribuire al superamento della crisi d'impresa, ovvero i piani di risanamento, gli accordi di ristrutturazione e il concordato preventivo non liquidatorio. In tutti i casi il legislatore, nell'ipotesi in cui non è possibile superare la crisi e si arriva al fallimento, ha stabilito l'esenzione dalla revocatoria fallimentare per gli atti posti in essere in esecuzione della ristrutturazione ai sensi dell'articolo 67 l.f. Dietro tale situazione complessiva sarebbe possibile rinvenire la definitività e irreversibilità di un'eventuale operazione sul capitale sociale "*mediante un piano di risanamento, un accordo di ristrutturazione oppure un concordato preventivo, con conseguente sua insensibilità alla successiva vicenda fallimentare*".³¹⁶

³¹⁵ A. PACIELLO, *Risoluzione del concordato preventivo e sorte delle partecipazioni già assegnate ai creditori in esecuzione del piano*, cit., 86 s.

³¹⁶ G. COVINO – L. JEANTET, *Concordato: conversione forzata di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente*, cit., 5.

In ragione di ciò, gli effetti retroattivi della risoluzione sarebbero esclusivamente quelli compatibili con la situazione derivante dalla riorganizzazione concordataria. I creditori che hanno ricevuto partecipazioni sociali non potrebbero, pertanto, in seguito alla risoluzione del concordato preventivo, insinuarsi al passivo per la parte del credito soddisfatta mediante attribuzione di partecipazioni.³¹⁷

Un autorevole Studioso³¹⁸ ha invece manifestato un orientamento contrario, ritenendo che l'assegnazione di partecipazioni in favore dei creditori coinvolti nella conversione debba essere travolta dalla risoluzione del concordato preventivo, con la conseguente possibilità per i creditori assegnatari di partecipazioni di insinuarsi al passivo fallimentare per l'intero credito originario, ivi compresa la parte del credito originario convertita in capitale di rischio e, quindi, soddisfatta attraverso l'assegnazione di partecipazioni. Gli argomenti utilizzati a sostegno di tale soluzione sono molteplici.

In primis, si osserva che il carattere indubbiamente satisfattivo e liberatorio della *datio in solutum*³¹⁹ consistente nell'attribuzione di partecipazioni sociali non implica

³¹⁷ In questo senso, Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Giur. it.*, 2015, 1, 131 ss.; A. PACIELLO, *Risoluzione del concordato preventivo e sorte delle partecipazioni già assegnate ai creditori in esecuzione del piano*, cit., 85 ss.

³¹⁸ G. FERRI JR., *Assegnazione delle partecipazioni ai creditori e risoluzione del concordato preventivo*, cit., 80 ss.

³¹⁹ Invero G. FERRI JR., *Assegnazione delle partecipazioni ai creditori e risoluzione del concordato preventivo*, cit., 81, precisa che, nel caso di concordato con assegnazione di partecipazioni, al momento dell'omologa il credito originario sarebbe sostituito da un nuovo credito, avente ad oggetto l'assegnazione delle partecipazioni. La ricostruzione, non priva di fascino, sembra invero tralasciare il carattere reale del negozio e, in ogni caso, non dovrebbe mutare i termini della questione che qui si esamina. La questione viene posta anche da G. COVINO – L. JEANTET, *Concordato: conversione forzata di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente*, cit., 5, che rilevano come non sia chiaro se il procedimento di conversione del credito in equity produca una novazione oggettiva del credito oppure la liberazione del debitore ai sensi dell'articolo 1197 c.c. e sembrano propendere per la seconda opzione, rilevando che la stessa lettera dell'articolo 160 l.f. parli di "soddisfazione mediante attribuzione di azioni". Gli Autori, tuttavia, ipotizzano che nel tempo intercorrente tra il decreto di omologa e il negozio di sottoscrizione il credito possa essere qualificato come "conferimento in conto aumento di capitale". La soluzione, benché

anche che essa sia definitiva e irretrattabile. A sostegno di tale argomento, si citano la “*pacifica revocabilità, peraltro aggravata, delle prestazioni effettuate in luogo dell’adempimento*” e la figura della “*revoca dei pagamenti*”.³²⁰ Analogamente a quanto avviene in tali ipotesi, anche la prestazione solutoria costituita dall’assegnazione di partecipazioni potrebbe venir meno nel caso di risoluzione del concordato.

L’argomento utilizzato dall’illustre Autore sembra tuttavia denunciare un salto logico difficilmente giustificabile. L’affermazione secondo la quale la *datio in solutum* non è irretrattabile ma può, anzi, diventare inefficace e determinare, in tal caso, la reviviscenza dello *status quo ante* (i.e., del credito originario), non sembra sufficiente a sostenere che gli effetti della risoluzione (non della revoca) debbano necessariamente travolgere la *datio in solutum*. Nel caso in questione, infatti, la *datio in solutum* (i.e., la consegna delle partecipazioni sociali nei termini previsti dalla proposta di concordato) estingue il debito dell’impresa in concordato nei confronti del creditore coinvolto nella conversione. L’estinzione del debito e il carattere soddisfacente della prestazione dovrebbero escludere l’operatività della risoluzione, istituto che presuppone un inadempimento tale da alterare in misura significativa il sinallagma contrattuale. In altre parole, la prestazione rappresentata dalla assegnazione di partecipazioni estingue il sinallagma e sottrae, pertanto, il

creativa, costituisce inutile superfetazione di una fattispecie che appare senz’altro riconducibile entro l’alveo dell’articolo 1197 c.c.. E’ senz’altro vero che, prima della materiale attribuzione delle partecipazioni il creditore non può ritenersi soddisfatto. Ciò vuol dire che questi resta titolare del proprio credito originario che si estingue solo quando vengono completate le attività necessarie affinché questi acquisti lo status di socio.

³²⁰ G. FERRI JR., *Assegnazione delle partecipazioni ai creditori e risoluzione del concordato preventivo*, cit., 81.

preesistente rapporto obbligatorio all'operatività della risoluzione. Quest'ultima opera, in altre parole, solo ove ancora sussiste un sinallagma contrattuale, e non v'è motivo perché essa operi anche ove la *datio in solutum* ha estinto il rapporto obbligatorio.

Non sembra, pertanto, che l'argomento civilistico utilizzato per criticare la soluzione scelta dal Tribunale di Reggio Emilia (e invero esposta in modo piuttosto criptico nel decreto in questione) sia sufficiente a ricondurre la posizione giuridica del creditore che ha ricevuto la partecipazione sociale entro il perimetro operativo della risoluzione. Tale posizione giuridica è infatti venuta meno per l'intervenuta estinzione ai sensi dell'articolo 1197 c.c. La soluzione prospettata dai giudici reggiani sembra quindi trovare fondamento nella coerente applicazione dei principi del diritto comune delle obbligazioni piuttosto che nel "*contemperamento tra le disposizioni fallimentari e quelle codicistiche, più precisamente circoscritte alle regole del diritto societario*".³²¹

Tale profilo civilistico dovrebbe essere assorbente e rendere superflua la trattazione degli altri argomenti addotti per criticare la pronuncia del Tribunale di Reggio Emilia.³²² Per completezza, comunque, si esaminano di seguito gli ulteriori spunti critici.

Ulteriore argomento utilizzato per contestare la soluzione raggiunta dal Tribunale di Reggio Emilia riguarda il tenore della disciplina fallimentare e, in particolare, dell'articolo 140 l.f., applicabile anche al concordato preventivo,³²³ che sancisce la

³²¹ In questi termini, G. GARESIO, *Risoluzione del concordato preventivo: quid iuris degli effetti societari prodotti*, cit., 134.

³²² È quanto osserva, del resto, lo stesso G. FERRI JR., *Assegnazione delle partecipazioni ai creditori e risoluzione del concordato preventivo*, cit., 80 s.

³²³ L'applicabilità della norma di cui all'articolo 140 l.f. alle garanzie concesse nell'ambito di un concordato preventivo successivamente risolto ai sensi dell'art. 186 l.f. è sostenuta dalla giurisprudenza quasi unanime. In tal senso, Cass., 29 dicembre 2005, n. 28878, in *Fallimento*, 2006, 8, 915; Cass., 27 febbraio 2003, n. 2961, in *Fallimento*, 2004, 1, 31; Cass. 2 ottobre 1999, n. 10938,

regola generale della retroattività degli effetti della risoluzione, fatta specifica eccezione per alcuni atti, quali le garanzie prestate per le somme dovute ai creditori e la riscossione dei pagamenti in esecuzione del concordato. Un'interpretazione teleologica della norma rivela come le eccezioni alla regola della retroattività siano previste dal legislatore esclusivamente per accordare un vantaggio al creditore. Di conseguenza, sia la retroattività che le eccezioni alla stessa dovrebbero essere liberamente disponibili dal creditore che, pertanto, pur non essendo tenuto a restituire le prestazioni rimosse, dovrebbe comunque essere legittimato a farlo, al fine di partecipare al fallimento con il credito originario. Inoltre il duplice riferimento alla "riscossione" contenuto nella norma non sembra sufficiente ad escludere che la previsione possa estendersi alle prestazioni diverse dal denaro.³²⁴ Una soluzione estensiva potrebbe apparire ancor più ragionevole considerando che le norme in materia di concordato preventivo si sono rapidamente evolute attraverso molteplici novelle e banalmente il legislatore potrebbe aver omesso di adeguare il tenore letterale della norma sul concordato fallimentare alla recente flessibilità di tali strumenti.³²⁵ Un probabile errore di raccordo, quindi, non pare sufficiente ad

in *Fallimento*, 2000, 8, 872; Cass., Sez. un., 18 febbraio 1997, n. 1482, in *Giur. it.*, 1997, I, 1, 1475 e in *Fallimento*, 1993, 726. *Contra*, Cass., 17 ottobre 1977, n. 4438, in www.iusexplorer.it. Anche la giurisprudenza di merito maggioritaria sembra aderire all'orientamento in questione. In tal senso, Trib. Roma, 22 settembre 2004, in *Corr. Merito*, 2005, 1, 16; App. Bologna, 26 aprile 1993, in *Fallimento*, 1993, 1253; App. L'Aquila, 1 agosto 1988, in *Nuova Giur. Civ.*, 1989, I, 167; Trib. Pescara, 6 giugno 1987, in *Giur. di Merito*, 1989, 322.

³²⁴ G. FERRI JR., *Assegnazione delle partecipazioni ai creditori e risoluzione del concordato preventivo*, *cit.*, 81.

³²⁵ Cfr. sul punto, G. GARELIO, *Risoluzione del concordato preventivo: quid iuris degli effetti societari prodotti*, *cit.*, 131, che rinviene nella pronuncia del Tribunale di Reggio Emilia l'esigenza che "gli effetti che sopravvivono alla risoluzione del concordato devono essere, per così dire, "aggiornati" alle molteplici possibilità oggi configurabili con la proposta concordataria (art. 160, 1° comma, lett. a, l.fall.), le quali si sostanziano, per i giudici – alla stregua di veri e propri "interventi di ristrutturazione patrimoniale, finanziaria e societaria dell'impresa in crisi". In senso conforme, Trib. Milano, 21 gennaio 2010, in www.ilcaso.it; che ha rilevato come le diverse modalità di soddisfazione del ceto creditorio,

escludere che tale disciplina possa essere estesa ai beni in natura e, quindi, all'ipotesi di assegnazione di partecipazioni in luogo di denaro.

L'argomento teleologico non sembra però inattaccabile.

In linea generale, interpretando la lettera del testo normativo si comprende che vi sono delle eccezioni alla regola della retroattività, indicate dal legislatore in modo specifico. Trattandosi di eccezioni, non sembra esservi ragione per introdurre ulteriori ovvero per interpretarle analogicamente.

Inoltre, se è vero che le eccezioni alla retroattività sono stabilite dal legislatore nell'esclusivo interesse del debitore, è anche pacifico che tali eccezioni assumono che, al momento della risoluzione del concordato, una posizione creditoria sia ancora esistente nella sfera giuridica dello stesso. Tale assunto non è applicabile al caso in discussione, dal momento che in seguito all'assegnazione delle partecipazioni la posizione giuridica soggettiva in capo al creditore si estingue e, pertanto, le ragioni di tutela che hanno indotto il legislatore a stabilire delle eccezioni alla regola della retroattività non sussistono. Infine, ammettere la "disponibilità" della retroattività e delle eccezioni alla stessa significa sacrificare la certezza dei traffici giuridici che invece il legislatore vuole garantire mediante il carattere solutorio e soddisfacente della prestazione. Si consentirebbe all'ex creditore, in buona sostanza, di disporre di una posizione giuridica che non esiste più, in quanto è stata estinta (definitivamente e per intero, e non solo per "la parte riscossa"³²⁶) mediante la *datio in solutum*.

che possono essere previste nell'ambito della procedura di concordato, si riflettono parimenti sulla disciplina della sua eventuale risoluzione.

³²⁶ Contra, G. FERRI JR., *Assegnazione delle partecipazioni ai creditori e risoluzione del concordato preventivo*, cit., 82, il quale afferma che "un credito, allora, che, quantomeno per la parte non riscossa, si considera tuttora esistente nella sua consistenza originaria".

Ulteriori argomenti riguarderebbero i profili di diritto societario. Innanzi tutto si nega l'esistenza di un principio generale di irrevocabilità delle delibere assembleari, che sarebbero invece generalmente revocabili, anche se integralmente eseguite (cfr. 2379-ter, comma 1, c.c.). Ciò si applicherebbe limitatamente al primo assegnatario a prescindere dalla vicenda organizzativa che abbia creato le partecipazioni assegnate, financo nel caso di fusione o scissione.³²⁷ L'effetto della risoluzione del concordato, ad ogni modo, non dovrebbe riguardare la delibera che ha dato luogo all'emissione delle partecipazioni ma solo l'atto di assegnazione delle suddette partecipazioni, ovvero l'atto di esecuzione dell'impegno assunto con il concordato. A tal proposito, si afferma, da una parte, che l'assegnazione delle partecipazioni rappresenta una prestazione *"volta, direttamente, ad estinguere il credito"*, dall'altra si deduce che *"in tal veste"* tale prestazione si *"presta ad essere restituita dal creditore che non intenda avvalersi del potere di "trattenerla" all'esito della risoluzione del concordato"*. A tal riguardo si ribadiscono le perplessità esposte sopra circa l'incompatibilità tra l'effetto estintivo del rapporto obbligatorio e la pretesa reviviscenza del credito originario, credito invece estinto e uscito dalla sfera giuridica del creditore, che non né è più titolare e pertanto non può chiedere alcuna risoluzione.

Ulteriori perplessità sorgono esaminando le soluzioni operative ipotizzate nel caso di restituzione delle partecipazioni da parte dei creditori assegnatari. Nel caso di partecipazioni precedentemente detenute da soci, esse dovrebbero ritornare entro la sfera giuridica degli stessi soci. Nel caso, invece, di partecipazioni di nuova emissione, la soluzione sarebbe differente a seconda della natura di tali

³²⁷ A tal proposito, l'affermazione sembra contrastare con i principi di cui agli artt. 2500-bis, 2504-quater e 2056-ter c.c., rispettivamente per le operazioni trasformazione, fusione e scissione.

partecipazioni. Nel caso di quote, le nuove partecipazioni dovrebbero essere annullate, con corrispondente incremento della misura percentuale delle quote degli altri soci. Nel caso di azioni con valore nominale espresso, la risoluzione comporterebbe invece l'acquisizione delle stesse da parte della società, sfruttando le deroghe di cui all'articolo 2357-*bis*, comma 1 c.c.. A tal riguardo non si chiarisce quale delle eccezioni contemplate dall'articolo 2357-*bis* c.c. possa operare, trattandosi di eccezioni che, come tali, andrebbero interpretate in modo restrittivo.

Ulteriore argomento fa leva sugli esiti asseritamente ingiusti che deriverebbero dalla cristallizzazione dell'assegnazione delle partecipazioni nel caso di risoluzione del concordato preventivo. In particolare, si osserva che alcuni creditori coinvolti nella conversione e, specificamente, quelli che hanno effettivamente ricevuto le partecipazioni, si troverebbero a sopportare un rischio, diverso dalla riduzione del valore della propria partecipazione, consistente nell'inadempimento del concordato da parte del debitore comune e del successivo fallimento.³²⁸

Tale affermazione si pone in netto contrasto con l'orientamento secondo il quale, nel caso in cui il concordato preveda la soddisfazione dei creditori mediante l'attribuzione di beni di diversi dal denaro, si verifica una modifica nella natura stessa della prestazione dovuta, cui consegue il trasferimento in capo al creditore dell'alea relativa al realizzo del valore del bene.³²⁹ A tal riguardo sembrano inoltre calzanti le osservazioni critiche di chi³³⁰ rileva come, ammettendo la possibilità di restituire le

³²⁸ G. FERRI JR., *Assegnazione delle partecipazioni ai creditori e risoluzione del concordato preventivo*, cit., 81.

³²⁹ Cfr. Trib. Milano, 21 gennaio 2010, in www.ilcaso.it. Cfr. anche Cass., 10 gennaio 2005, n. 295, in *Dir. e Prat. Società*, 20058, 13, 88.

³³⁰ A. PACIELLO, *Risoluzione del concordato preventivo e sorte delle partecipazioni già assegnate ai creditori in esecuzione del piano*, cit., 86 s.

partecipazioni assegnate in seguito al concordato, si consentirebbe ai creditori che hanno ricevuto tali partecipazioni di beneficiare dei possibili vantaggi legati all'aumento di valore delle partecipazioni andando esenti dai rischi normalmente connessi alla detenzione di partecipazioni al capitale di rischio. Anche tali osservazioni, quindi, non sembrano sufficienti a propendere per un orientamento diverso rispetto a quello manifestato, sebbene in modo piuttosto criptico, dal Tribunale di Reggio Emilia.

In conclusione, sembra possibile affermare che, ogniqualvolta il debitore in concordato preventivo procede alla consegna delle partecipazioni ai creditori nei termini indicati dalla proposta di concordato e, quindi, con efficacia estintiva del rapporto creditorio, gli effetti di tale *datio in solutum* sono irreversibili, senza possibilità che essi siano travolti dalla risoluzione del concordato preventivo e dal successivo fallimento del debitore.

La soluzione appare più idonea a tutelare la certezza dei traffici giuridici evitando di consentire solo a taluni creditori di godere degli eventuali vantaggi economici derivanti dalla detenzione di partecipazioni azionarie senza essere esposti ai relativi rischi.

SEZIONE III
CONVERSIONE FORZOSA PERFEZIONATA IN VIRTÙ DI UNA DECISIONE
DELL'AUTORITÀ. IL CASO DEL *BAIL IN*

1. Quadro normativo di riferimento europeo e nazionale

La presente Sezione esamina taluni aspetti relativi alla conversione dei crediti in partecipazioni sociali nel contesto del meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism*) introdotto dalla direttiva 2014/59/UE, con particolare riferimento al suo carattere forzoso e alla sua possibile incompatibilità con alcune norme della Carta costituzionale.³³¹

La direttiva europea 2014/59/UE, denominata *Bank Recovery and Resolution Directive* ("BRRD"),³³² ha istituito un quadro di norme finalizzate alla prevenzione e

³³¹ Per alcune considerazioni relative alle possibili conseguenze del *bail-in* sul costo del capitale erogato dagli istituti di credito si rimanda al Capitolo Primo, con particolare riguardo agli studi svolti dall'analisi economica del diritto. Sul tema v. anche S. LUGARESI, *La risoluzione delle crisi bancarie: bail-in e resolution planning*, in AA. VV. *FCHub Focus. Il bail-in*, Supplemento al n. 1/2016 di *Riv. bancaria*, 19, il quale rileva che l'introduzione del *bail-in* potrebbe avere un impatto sul costo dell'indebitamento delle banche. L'Autore, tuttavia, rileva che la maggiore capitalizzazione resa possibile dalla nuova normativa per assorbire le perdite potrebbe compensare tale effetto negativo. Anche E. SIROTTI GAUDENZI, (*Il Bail-In. Il recepimento della direttiva europea 2014/59/UE*, Padova, 2016, 43) e L. STANGHELLINI, (*La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, Banca d'Italia, marzo 2014, n. 75, 171) ipotizzano che il costo del capitale per le banche crescerà, in modo particolare per gli istituti in difficoltà finanziaria. Ciò potrebbe causare una frenata della liquidità con conseguente crescita dei costi relativi al finanziamento.

³³² Tra i contributi in materia, senza pretesa di esaustività, v. S. ANTONIAZZI, *L'unione bancaria europea: i nuovi compiti della BCE di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie*, in *Dir. Pubbl. Comunitario*, 2015, 3-4, 717 ss.; A. CAPIZZI – S. CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale, paper* presentato al convegno *L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi*, Roma, 21-22 febbraio 2014, organizzato dall'Associazione Orizzonti del diritto commerciale e disponibile sul sito associativo www.orizzontideldirittocommerciale.it; L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 147 ss.; L. DI BRINA, *"Risoluzione" delle banche e "bail-in", alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale*, in *RTDE*, 2015, 4, 184 ss. G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, 12, 1485 ss.; A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca borsa*, 2016, 5, 587 ss.; L. BARRA CARACCILOLO, *Profili di illegittimità costituzionale della c.d. "Unione bancaria" e del "bail-in" nel quadro della moneta unica*, in www.asimmetrie.org, 2016, 4; C. DE ROSE, *L'antigiuridicità del salvataggio delle banche attraverso il c.d. "bail-in"*, in www.foroeuropa.it, 2016, 1; R. LENER, *Bail-in: una questione di regole di condotta? Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio"*, in *Riv. dir. bancario*, 9, 2016; R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa*, 2016, 3, 287 ss.; AA. VV., *FCHub Focus. Il Bail-in*, supplemento al n. 1/2016 di *Riv. bancaria*, disponibile sul sito della rivista www.rivistabancaria.it. Tra gli scritti che, prima dell'introduzione della nuova disciplina, hanno affrontato le questioni relative alla risoluzione delle crisi bancarie, si segnalano J. C. COFFEE, JR., *Bail-ins versus Bail-outs. Using Contingent Capital To*

alla risoluzione delle situazioni di crisi o di dissesto degli enti creditizi e delle imprese di investimento, anche alla luce della recente crisi finanziaria,³³³ che ha messo in luce la mancanza di strumenti normativi "armonizzati"³³⁴ a livello di Unione Europea idonei a prevenire l'insolvenza degli istituti di credito e a ridurre le ripercussioni negative sul sistema economico e finanziario.³³⁵ La crisi ha evidenziato, in particolare, la carenza

*Mitigate Systemic Risk, Columbia Law and Economics Working Paper No. 380, October 22, 2010, New York, rinvenibile anche alla pagina web http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1675015; J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper n. 244/2014, rinvenibile alla pagina web http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2393998.*

³³³ Gli eventi più rilevanti sono rappresentati dalla crisi di alcuni istituti bancari nell'Unione Europea, nel corso del 2013 e dalla crisi di alcuni Stati membri, quali Cipro e la Grecia. In tal senso, E. SIROTTI GAUDENZI, *Il bail-In. Il recepimento della direttiva europea 2014/59/UE, cit.*, 14.

³³⁴ Secondo il quarto considerando della direttiva, le procedure di risoluzione della crisi degli enti bancari non sono ad oggi "armonizzate a livello dell'Unione. Alcuni Stati membri applicano agli enti le stesse procedure applicate ad altre imprese insolventi che, in determinati casi, sono state adattate a tale scopo. Vi sono notevoli differenze sostanziali e procedurali tra le normative, i regolamenti e le disposizioni amministrative che disciplinano l'insolvenza degli enti negli Stati membri. Inoltre, la crisi finanziaria ha messo in rilievo il fatto che non sempre le procedure di insolvenza generalmente applicabili alle imprese sono adatte per gli enti in quanto, in alcuni casi, esse non possono garantire sufficiente rapidità di intervento, la prosecuzione delle funzioni essenziali degli enti e il mantenimento della stabilità finanziaria." Secondo J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible, cit.*, i meccanismi introdotti dalla direttiva europea e, in particolare, le conversioni forzose come il *bail-in*, si inseriscono nella c.d. "terza generazione" di misure per risolvere le crisi nel settore bancario. La "prima generazione" di tali interventi era basata o ispirata al sistema statunitense del *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, che prevede l'immediato ("*overnight*") trasferimento degli asset che costituiscono la *good bank* ad un soggetto terzo e la liquidazione della *bad bank*. La "seconda generazione" di rimedi alla crisi del settore bancario è invece basata su meccanismi di controllo e supervisione *ex ante*, mentre la "terza generazione" si basa appunto su meccanismi di conversione forzata del credito in capitale di rischio, che vanno ad aggiungersi e non a sostituirsi ai meccanismi di supervisione e controllo *ex ante*. La insufficienza di meccanismi che si limitano al controllo preventivo e alla supervisione degli istituti bancari è evidenziata anche da J. C. COFFEE, JR., *Bail-ins versus Bail-outs. Using Contingent Capital To Mitigate Systemic Risk, cit.*, il quale mette in luce l'insufficienza dei meccanismi introdotti dal Dodd-Frank Act negli Stati Uniti e invoca l'introduzione di meccanismi di conversione forzata che impongano la diluizione degli azionisti (anche in termini di diritti di voto) a vantaggio dei creditori convertiti. Tale meccanismo dovrebbe ridurre, secondo l'Autore, il *moral hazard* degli azionisti (e la relativa "pressione" esercitata da questi sugli amministratori) e migliorare la gestione.

³³⁵ La direttiva si inserisce in un progetto più ampio di Unione Bancaria a livello di Unione Europea. Tale progetto contempla tre pilastri principali, quali un meccanismo unico di supervisione (SSM), un meccanismo unico di gestione e risoluzione delle crisi (SRM), introdotto con la direttiva in questione, e uno schema comune di assicurazione dei depositi bancari. Il primo pilastro è stato introdotto nel novembre 2014 mediante il Regolamento UE/1024/2013, che ha previsto l'assegnazione alla Banca Centrale Europea di nuovi poteri di vigilanza sulle banche dell'Eurozona e mediante la creazione di un nuovo organismo, il Consiglio di Sorveglianza, formalmente separato dal Consiglio Direttivo. Il secondo pilastro è stato introdotto, per l'appunto, con la direttiva e mediante il Regolamento UE/806/2014, mentre il terzo e ultimo pilastro è in via di attuazione dal momento che, successivamente alla direttiva

di strumenti che consentano di far fronte tempestivamente alle situazioni di dissesto, non solo nel momento in cui esse si verificano concretamente, ma anche in via preventiva o ai primi segnali di difficoltà finanziaria.³³⁶

In base alla nuova disciplina europea, la scelta delle misure da adottare nel caso specifico è demandata alle cc.dd. autorità di risoluzione a ciò preposte (tale compito, in Italia, è affidato alla Banca d'Italia);³³⁷ l'intero meccanismo di risoluzione è, quindi, sottratto alla giurisdizione e affidato interamente alla pubblica amministrazione.³³⁸

Il principio ispiratore che ha condotto all'introduzione dei nuovi strumenti richiede che la risoluzione delle situazioni di crisi bancaria avvenga mediante l'utilizzo di risorse economiche private riconducibili agli azionisti, ai creditori, ovvero a fondi mutualistici alimentati con risorse private, evitando, quindi, che il costo della crisi sia sopportato dalle finanze pubbliche (c.d. *bail-out*) che, secondo la direttiva, dovrebbero essere utilizzate solo in casi residuali e straordinari.³³⁹

UE/2014/49, che ha innalzato, tra l'altro, l'aumento della copertura minima a Euro 100.000, nel giugno 2015 vi è stato un rapporto da parte di 5 Stati Membri che ha richiesto la costituzione di uno schema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS), al fianco del SSM e del SRM, come elemento necessario per il completamento dell'unione economica e monetaria. In argomento, v. L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 152 ss.; G. DI GIORGIO, *L'assicurazione dei depositi e il completamento dell'unione bancaria*, in AA. VV., *FCHub Focus. Il bail-in*, Supplemento al n. 1/2016 di *Riv. bancaria*, 5 ss.

³³⁶L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 147 ss.; S. LUGARESI, *La risoluzione delle crisi bancarie: bail-in e resolution planning*, cit., 19.

³³⁷E. SIROTTI GAUDENZI, *Il Bail-In. Il recepimento della direttiva europea 2014/59/UE*, cit., 20.

³³⁸A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, cit., 587; L. DI BRINA, *"Risoluzione" delle banche e "bail-in", alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale*, cit., 214.

³³⁹Il primo considerando della direttiva afferma, infatti, che *"La crisi finanziaria ha evidenziato una mancanza significativa di strumenti adeguati a livello di Unione per gestire con efficacia gli enti creditizi e le imprese di investimento ("enti") in crisi o in dissesto. Tali strumenti sono necessari, in particolare, per prevenire stati di insolvenza o, in caso di insolvenza, per ridurre al minimo le ripercussioni negative preservando le funzioni dell'ente interessato aventi rilevanza sistemica. Durante la crisi, queste sfide sono state un fattore determinante che ha costretto gli Stati membri a procedere al salvataggio degli enti utilizzando il denaro dei contribuenti. L'obiettivo di un quadro credibile di risanamento e di risoluzione è quello di avviare quanto più possibile alla necessità di un'azione di questo tipo"*. Sul punto, tra gli altri, v. A. CAPIZZI – S. CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, cit., 2 e 4; G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo*

Ai sensi dell'articolo 32 della direttiva, le procedure di risoluzione possono essere impiegate quando l'ente è in dissesto o a rischio di dissesto, nei casi in cui la crisi non possa essere scongiurata attraverso il ricorso a misure alternative e la liquidazione dell'ente non permetta di salvaguardare la stabilità del sistema, proteggere i depositanti ed assicurare la continuità dei servizi finanziari essenziali. La norma non sembra di facile interpretazione: da una parte, si attribuisce all'autorità di risoluzione significativa discrezionalità nella individuazione dei presupposti che giustificano l'applicazione delle misure di risoluzione, in particolare consentendo ad essa di intervenire non solo quando il dissesto si è già verificato ma anche nelle ipotesi in cui vi è il rischio che esso si verifichi; dall'altra, si circoscrive l'alveo applicativo delle misure di risoluzione ad ipotesi residuali rispetto a quelle delle ordinarie procedure di risanamento e di liquidazione.

Gli obiettivi del nuovo sistema di gestione delle crisi bancarie, individuati dall'art. 31 della direttiva, sono: garantire la continuità delle funzioni essenziali dell'ente investito dalla crisi o dal dissesto; evitare ripercussioni negative sulla stabilità finanziaria, in particolare attraverso la prevenzione del contagio; salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario; tutelare i depositanti (contemplati dalla direttiva 2014/49/UE), gli investitori (contemplati dalla direttiva 97/9/CE) e i fondi e le attività dei clienti. Essi vengono perseguiti attraverso l'introduzione di un meccanismo di pianificazione per prevenire le crisi (*Resolution*

sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?, cit., 1486; A. GARDELLA, Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico, cit., 587 s.

Planning artt. 5-22 della direttiva),³⁴⁰ di una serie di interventi precoci (artt. 23 e 24 della direttiva) e di quattro strumenti di "risoluzione"³⁴¹ da utilizzare, singolarmente o congiuntamente, nel caso in cui si verifichi una crisi (art. 26 ss. della direttiva).³⁴² Il primo strumento di risoluzione consiste nella cessione dei beni e dei rapporti giuridici facenti capo all'ente in dissesto ad un soggetto terzo (c.d. *sale of assets*);³⁴³ il secondo nella cessione dei beni e dei rapporti giuridici facenti capo all'ente in dissesto ad un ente-ponte (c.d. *bridge bank*), costituito al fine di consentire la prosecuzione delle funzioni essenziali dell'ente sottoposto a risoluzione e la successiva cessione a terzi delle partecipazioni al capitale, dei diritti, delle attività e/o delle passività.³⁴⁴ Il terzo meccanismo di risoluzione è la cessione dei beni e dei rapporti giuridici ad una società-veicolo (c.d. *bad bank*), costituita con la dichiarata funzione di valorizzare al massimo il patrimonio dell'ente in vista di una ulteriore cessione o della liquidazione della stessa società-veicolo.³⁴⁵

³⁴⁰ In argomento, S. LUGARESI, *La risoluzione delle crisi bancarie: bail-in e resolution planning*, cit., 19 ss.

³⁴¹ Sul carattere elusivo e, probabilmente, improprio della traduzione italiana "risoluzione" v. L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 154 s..

³⁴² Nulla esclude, tra l'altro, che gli Stati membri possano prevedere strumenti ulteriori nella misura in cui essi non confliggano con l'operatività dei quattro previsti dalla direttiva (cfr. articolo 37 della direttiva).

³⁴³ La cessione in parola ha ad oggetto tutte le azioni o le altre partecipazioni emesse dall'ente, nonché tutti i diritti, le attività o le passività dello stesso, e deve essere effettuata a condizioni di mercato assicurando la massima trasparenza e correttezza delle informazioni concernenti l'oggetto della cessione, l'assenza di discriminazioni tra i possibili cessionari, nonché la mancanza di conflitti di interesse e la possibilità di ottenere il prezzo più alto possibile.

³⁴⁴ L'ente-ponte termina la sua funzione quando si fonde con un altro soggetto, cede la totalità o quasi dei diritti e delle attività o passività ad un terzo, termina le operazioni di liquidazione delle attività e di pagamento delle passività ovvero accerta che le predette condizioni non possano con ragionevole probabilità verificarsi e, in ogni caso, quando trascorrono due anni dall'ultima cessione all'ente ponte.

³⁴⁵ La cessione di diritti, attività o passività dell'ente sottoposto a risoluzione o dell'ente-ponte alla società veicolo può essere disposta al verificarsi di uno dei seguenti presupposti: a) condizioni di mercato tali che la liquidazione dei diritti e delle attività, nell'ambito della procedura concorsuale applicabile, potrebbe avere effetti negativi; b) la cessione è necessaria per garantire il corretto funzionamento dell'ente sottoposto a risoluzione o dell'ente ponte; c) la cessione è necessaria per massimizzare i proventi ricavabili dalla liquidazione. Il corrispettivo per la cessione può avere un importo simbolico, consistere in titoli di debito o, addirittura, mancare.

Il *bail-in* - ultimo dei quattro strumenti di risoluzione elencati dall'articolo 37 della direttiva - con una traduzione forzata potrebbe essere definito "salvataggio interno", ossia effettuato mediante l'impiego di risorse interne all'ente, in contrapposizione, quindi, al *bail-out*.³⁴⁶ Esso è un meccanismo che consente di svalutare ovvero di convertire in azioni talune passività dell'ente sottoposto a risoluzione, al fine di riportare il capitale regolamentare della banca ai livelli prescritti, ridurre le perdite e, se necessario, procedere alla ricapitalizzazione.³⁴⁷

Le norme in esame attribuiscono all'autorità di risoluzione poteri molto ampi senza vincolare l'esercizio degli stessi ad un preciso *modus agendi*. L'autorità di risoluzione deve, infatti, stabilire l'esistenza dello stato di dissesto, verificare la possibilità di risanamento dell'ente, individuare misure intermedie (es. amministrazione temporanea, cessione parziale delle attività, sostituzione degli amministratori etc.) e, una volta imboccata la strada della risoluzione, decidere quali strumenti adottare (vendita dell'attività d'impresa, ente-ponte, separazione delle attività, *bail-in*).

L'ampio potere decisionale attribuito alla Banca d'Italia³⁴⁸ comprende elementi di

³⁴⁶ Strumenti assimilabili al *bail-in* erano già stati introdotti in alcuni Stati membri quali Danimarca (*Bank Packages*), Gran Bretagna (*Banking Act* del 2009, modificato dal *Banking Reform Bill* del 2013), Germania (*Comprehensive Bank Restructuring Act* del 14 dicembre 2010 e *Restructuring Fund Ordinance* del 2 marzo 2011). Sul punto, A. CAPIZZI – S. CAPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, cit., 2, nota 6; Il termine inglese adoperato dalla direttiva non è stato tradotto nella versione italiana della stessa né nella disciplina nazionale attuativa. Cfr. R. LENER, *Profili problematici del bail-in*, cit., 23. Il *bail-in* è senz'altro lo strumento più significativo e innovativo tra quelli introdotti dalla direttiva. In tal senso, S. LUGARESI, *La risoluzione delle crisi bancarie: bail-in e resolution planning*, cit., 19, rileva che, non essendo previsti dalla direttiva limiti particolari relativi all'utilizzo del *bail-in*, è presumibile che, almeno inizialmente, le autorità ricorreranno quasi esclusivamente ad esso, in quanto più semplice da utilizzare. Occorre inoltre rilevare che il *bail-in* deve essere utilizzato dall'autorità di risoluzione in ogni caso in cui sia necessario il ricorso al Fondo di risoluzione.

³⁴⁷ G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, cit., 1486; A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, cit., 590.

³⁴⁸ Sul tema della discrezionalità amministrativa, v. R. GAROFOLI – G. FERRARI, *Manuale di diritto amministrativo*, Milano, 2015, 963 ss.

discrezionalità "amministrativa" e "tecnica". In una prima fase, l'autorità dovrebbe esaminare situazioni di fatto (principalmente, la situazione economica e finanziaria degli enti coinvolti) utilizzando cognizioni tecniche di carattere specialistico al fine di valutare la sussistenza dei presupposti per l'adozione di una misura di risoluzione e,³⁴⁹ successivamente, ricercare il modo migliore per soddisfare l'interesse "primario" positivamente determinato, ovvero conseguire la risoluzione della crisi bancaria senza oneri eccessivi per le finanze pubbliche. In tale ultimo frangente l'amministrazione gode di ampia discrezionalità amministrativa nella scelta fra più comportamenti giuridicamente leciti per il soddisfacimento dell'interesse pubblico e per il perseguimento di un fine rispondente alla causa del potere esercitato,³⁵⁰ scelta che implica il confronto dell'interesse "primario" con tutti gli altri interessi "secondari" coinvolti (pubblici, collettivi e privati) al fine di conseguire il fine prefissato dal legislatore con il minor sacrificio possibile di tutte le altre posizioni che con esso vengano in qualche modo ad interferire.³⁵¹ Nel caso in esame, la discrezionalità amministrativa dell'autorità di risoluzione riguarda l'*an*, il *quando* e il *quomodo* del provvedimento amministrativo ovvero, rispettivamente, l'opportunità di adottare il provvedimento di risoluzione in alternativa agli ordinari strumenti di risanamento o liquidazione previsti dalla legge, il momento in cui intervenire mediante un provvedimento di risoluzione e, da ultimo, la scelta tra le quattro misure di risoluzione (alternativamente o cumulativamente) previste dal sistema. Nel nostro caso, quindi, la discrezionalità tecnica si accompagna alla discrezionalità

³⁴⁹ R. GAROFOLI – G. FERRARI, *Manuale di diritto amministrativo, cit.*, 971 ss.

³⁵⁰ Per alcune definizioni, R. GAROFOLI – G. FERRARI, *Manuale di diritto amministrativo, cit.*, 965.

³⁵¹ R. GAROFOLI – G. FERRARI, *Manuale di diritto amministrativo, cit.*, 966.

amministrativa, dando luogo alla c.d. "discrezionalità mista", intesa come la sintesi dei due momenti discrezionali che caratterizzano l'intera azione amministrativa.³⁵²

Il recepimento della BRRD da parte del legislatore italiano è avvenuto attraverso il decreto legislativo n. 180/2015, che ha attuato la legge delega n. 114/2015. Tuttavia, prima dell'entrata in vigore delle disposizioni attuative, il Governo ha emanato un decreto legge (d.l. 22 novembre 2015, n. 183), anche noto come "Decreto salva banche", per far fronte alla crisi di quattro istituti di credito italiani.³⁵³

Prima dell'introduzione della nuova disciplina le crisi bancarie del nostro Paese venivano gestite mediante le procedure concorsuali previste dal T.U.B., ossia le procedure di amministrazione straordinaria e di liquidazione coatta amministrativa, la cui applicazione era subordinata al riscontro di gravi irregolarità, ingenti perdite del patrimonio o scioglimento degli organi amministrativi.

La disciplina delineata dalla direttiva europea e dal correlato decreto legislativo di attuazione, invece, segue criteri diversi introducendo strumenti che dovrebbero prevenire il deterioramento della crisi e scongiurare il rischio di dissesto.³⁵⁴

Gli artt. 32 e seguenti del decreto legislativo n. 180/2015 stabiliscono che la Banca d'Italia dispone l'avvio della procedura di risoluzione mediante l'adozione di un provvedimento contenente l'indicazione dei presupposti e del programma da adottare, soggetto – quale condizione di efficacia - all'approvazione del Ministero

³⁵² R. GAROFOLI – G. FERRARI, *Manuale di diritto amministrativo, cit.*, 973.

³⁵³ Il decreto legislativo n. 180 è stato adottato nella settimana precedente all'atto di risoluzione che ha interessato quattro istituti di credito italiani, mentre il decreto legge n. 183 è stato adottato lo stesso giorno in cui la risoluzione è stata approvata dal MEF. Tale convulso intervento è probabilmente dovuto alla volontà di evitare il ricorso al *bail-in* vero e proprio, le cui disposizioni sono entrate in vigore il 1° gennaio 2016.

³⁵⁴ Per tale motivo, ai sensi degli artt. 7 e 8 d.lgs. n. 180/2015, la Banca d'Italia predispone un piano di risoluzione, riesaminato e/o aggiornato almeno annualmente, contenente strategie, misure ed azioni idonee a fronteggiare, anticipando così la fase di maggiore criticità, una eventuale alterazione della situazione finanziaria degli enti creditizi.

dell'economia e delle finanze e trasmesso, tra l'altro, alla Banca Centrale Europea e all'ente sottoposto a risoluzione.³⁵⁵ Per consentire l'attuazione del programma la Banca d'Italia può nominare uno o più commissari speciali, cui vengono conferiti i poteri degli azionisti e del consiglio di amministrazione ovvero adottare direttamente le misure necessarie, anche sostituendosi agli organi sociali (art. 34 d.lgs. 180/2015). Se sono stati nominati dei commissari speciali o se la Banca d'Italia è subentrata ai partecipanti al capitale, gli organi di amministrazione e di controllo dell'ente decadono e i diritti amministrativi degli azionisti vengono sospesi, salvo che venga disposto diversamente. Gli atti compiuti in corso di risoluzione non sono soggetti ad azione revocatoria.³⁵⁶

La chiusura del procedimento avviene quando la Banca d'Italia determina che gli obiettivi sono stati raggiunti o che questi ultimi non possono essere più utilmente perseguiti. In tal caso, l'Autorità dichiara la chiusura del procedimento e l'ente viene restituito alla gestione ordinaria oppure sottoposto a liquidazione coatta amministrativa o ad altre misure di risoluzione.³⁵⁷

³⁵⁵ Il provvedimento viene inoltre trasmesso al sistema di indennizzo degli investitori al quale l'ente ha aderito, al fondo di risoluzione, alla Commissione Europea, all'ABE, all'AESFEM, all'AEAP, Al CERS, alla CONSOB e, se necessario, alle autorità di risoluzione di altri Stati membri.

³⁵⁶ L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea, cit.*, 154 s. aveva già evidenziato l'opportunità di tale soluzione prima del recepimento della direttiva in Italia.

³⁵⁷ L'inosservanza delle disposizioni dettate dal decreto legislativo comporta l'applicazione di sanzioni amministrative disciplinate dagli artt. 96 e seguenti ed è facoltà della Banca d'Italia, relativamente alle violazioni di minima offensività o pericolosità, ordinare all'ente, in luogo dell'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria, di eliminare le infrazioni commesse, precisando le modalità da seguire ed il termine per provvedere in tale senso (cfr. art. 144-*bis* T.U.B.).

2. (Segue) Il *bail-in* nel quadro della direttiva europea BRRD e del decreto legislativo n. 180/2015.

Il *bail-in* è una misura adottata dall'Autorità di risoluzione che può disporre, tra l'altro, la riduzione del valore nominale di alcuni debiti dell'ente soggetto a risoluzione e/o la conversione degli stessi in capitale di rischio dell'ente medesimo (o di altra società, ad esempio del c.d. "ente ponte").³⁵⁸ Esso comprende, quindi, sia meccanismi ablatori, che si risolvono nella sostanziale cancellazione di crediti vantati nei confronti dell'ente, sia meccanismi commutativi, che determinano lo scambio coattivo dei crediti con partecipazioni sociali o altri titoli di partecipazione al capitale. La prima tipologia di intervento determina una riduzione delle perdite, mentre la seconda consente anche la ricapitalizzazione dell'ente,³⁵⁹ dovendo l'autorità di risoluzione, in caso di conversione coattiva di crediti in partecipazioni, trasformare una parte del debito (ivi inclusi eventuali titoli di debito emessi dall'ente e ceduti

³⁵⁸ Il *bail-in* è stato introdotto nell'ordinamento italiano e può essere utilizzato quale strumento di risoluzione a partire dal primo gennaio 2016. Come visto, tale procedimento di ricapitalizzazione, tuttavia, è stato già utilizzato nel corso dell'anno 2015, secondo le linee guida degli aiuti di stato, in vigore dal 2013 e relative anche agli esborsi del fondo di risoluzione. In particolare, il decreto legge n. 183/2015 (c.d. decreto salva-banche), alla luce della crisi che ha coinvolto gli istituti di credito Banca delle Marche, Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di risparmio di Ferrara/Carife e Cassa di Risparmio di Chieti/CariChieti, ha anticipato in parte l'applicazione del *bail-in* dopo aver considerato le problematiche legate all'emissione di obbligazioni subordinate cc.dd. Lower Tier 2. In sintesi, il decreto ha previsto il conferimento delle attività delle quattro banche in quattro *bridge bank* sotto controllo pubblico, secondo uno degli schemi della BRRD, nonché il completo azzeramento di tutte le azioni e obbligazioni (ivi incluse le obbligazioni subordinate) e la copertura delle ulteriori perdite mediante il Fondo Nazionale di Risoluzione, costituito dalla Banca d'Italia con provvedimento del 18 novembre 2015 applicando l'articolo 78 del d.lgs. 180/2015, che consente alla Banca d'Italia l'istituzione di uno o più fondi di risoluzione, alimentati con contributi versati dalle banche aventi sede legale in Italia e dalle succursali italiane di banche extracomunitarie (c.d. principio del *burden sharing*). Si tratta, quindi, di un fondo diverso sia dal Fondo Unico di Risoluzione (SRM) che dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FIDT). Cfr. sul tema, E. RULLI, *Crisi bancarie e prime esperienze di risoluzione "assistita" da fondi: il primo intervento del fondo nazionale di risoluzione*, in *FCHub Focus. Il bail-in*, supplemento al n. 1/2016 di *Riv. bancaria*, 9 ss. E. SIROTTI GAUDENZI, *Il bail-In. Il recepimento della direttiva europea 2014/59/UE*, cit., 101 ss.

³⁵⁹ A. CAPIZZI – S. CAPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, cit., 3.

all'ente ponte)³⁶⁰ in capitale di rischio al fine di riportare il capitale regolamentare ai livelli prescritti dalle norme applicabili in relazione alla dimensione dell'ente.

Il *bail-in* rivela, in modo più evidente rispetto alle altre misure previste dalla direttiva, il mutamento di prospettiva rispetto al passato, ossia l'abbandono dell'idea che il salvataggio delle banche in crisi possa essere sostenuto integralmente con risorse pubbliche poste a carico della collettività (c.d. *bail-out*), a favore di una impostazione che vuole invece che tale programma sia sopportato, primariamente e principalmente, dai proprietari dell'ente, dagli azionisti e, se necessario, da talune categorie di creditori.³⁶¹

Secondo un principio centrale della nuova disciplina, il sacrificio dei soggetti (azionisti e/o creditori) coinvolti nel *bail-in* non può determinare per gli stessi una condizione economica peggiore (i.e., perdite maggiori) di quella in cui si sarebbero trovati se l'ente fosse stato sottoposto ad una procedura di insolvenza ordinaria (c.d. *no creditor worse off principle*).³⁶² Per garantire la corretta applicazione del principio, il decreto legislativo (art. 88) precisa che a seguito del *bail-in* è compito di un esperto indipendente, incaricato dalla Banca d'Italia, redigere una valutazione che indichi il trattamento che azionisti e creditori avrebbero ricevuto se l'ente fosse stato liquidato in base alla procedure concorsuali applicabili. Nel caso in cui tale valutazione evidenziasse che le perdite derivanti da un'ordinaria procedura concorsuale sarebbero state

³⁶⁰ E. SIROTTI GAUDENZI, *Il bail-In. Il recepimento della direttiva europea 2014/59/UE*, cit., 27.

³⁶¹ In tal senso, E. SIROTTI GAUDENZI, *Il bail-In. Il recepimento della direttiva europea 2014/59/UE*, cit., 15, nota 1 e 36.

³⁶² Si veda, in tal senso, il considerando n. 5 della direttiva e l'articolo 22 del decreto Legislativo ("Principi della risoluzione") che, alla lettera c) del 1° co. stabilisce: "*nessun azionista e creditore subisce perdite maggiori di quelle che subirebbe se l'ente sottoposto a risoluzione fosse liquidato, secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo Unico Bancario o altra analoga procedura concorsuale applicabile*".

inferiori a quelle subite in seguito all'intervento di *bail-in*, i soggetti interessati hanno diritto ad un indennizzo (art. 88).

Il *bail-in* può essere applicato ad ogni tipo di passività ad eccezione di quelle espressamente escluse dalla normativa³⁶³ e di quelle che l'autorità di risoluzione può escludere in via eccezionale ove si ritiene che l'applicazione dello strumento possa causare un rischio significativo per la stabilità finanziaria o compromettere la continuità delle funzioni essenziali dell'ente.³⁶⁴

La nuova disciplina stabilisce, altresì, un ordine di priorità relativamente ai creditori che partecipano alla copertura delle perdite, in base al quale i primi ad essere coinvolti nella misura di risoluzione sono i creditori subordinati, seguiti dai creditori chirografari, dalle persone fisiche e giuridiche titolari di depositi per l'importo eccedente i 100.000 euro e, infine, dal fondo di garanzia dei depositi, che contribuisce al *bail-in* al posto dei depositanti protetti. La logica di tale gerarchia, per cui è possibile passare alla categoria successiva solo dopo aver esaurito tutte le risorse di quella precedente, prevede che chi investe in strumenti finanziari più rischiosi sostenga prima degli altri le eventuali perdite o la conversione in azioni.³⁶⁵

³⁶³ Sono esclusi dal suo ambito di applicazione e non possono, quindi, essere svalutati o convertiti in capitale i depositi protetti dal sistema di garanzia dei depositi (attualmente quelli di importo fino a 100.000 euro), le passività garantite, inclusi i *covered bonds* e altri strumenti garantiti, le passività derivanti dalla detenzione di beni della clientela o in virtù di una relazione fiduciaria, come ad esempio il contenuto delle cassette di sicurezza o i titoli detenuti in un conto apposito, le passività interbancarie (ad esclusione dei rapporti infragruppo) con durata originaria inferiore a 7 giorni, le passività derivanti dalla partecipazione ai sistemi di pagamento con una durata residua inferiore a 7 giorni, i debiti verso i dipendenti, i debiti commerciali e quelli fiscali, purché privilegiati dalla normativa fallimentare.

³⁶⁴ Le perdite non assorbite dai creditori esclusi in via discrezionale possono essere trasferite al fondo di risoluzione che può intervenire nella misura massima del 5% del totale del passivo, a condizione che sia stato applicato il *bail-in* ad una percentuale minima pari all'8% delle passività totali.

³⁶⁵ In tal senso, E. SIROTTI GAUDENZI, *Il Bail-In. Il recepimento della direttiva europea 2014/59/UE*, cit., 31.

3. Il carattere forzoso della conversione nella fattispecie del *bail-in*. Assenza di partecipazione volitiva dei creditori coinvolti nella conversione ed estraneità dell'istituto al paradigma del contratto.

Nel *bail-in* la conversione del credito in partecipazione sociale avviene solo ed esclusivamente in forza di un provvedimento dell'autorità di risoluzione (nel caso italiano, la Banca d'Italia), senza alcuna partecipazione volitiva dei creditori e/o degli altri soggetti coinvolti mediante consenso, espressione del voto all'interno di organi collegiali etc.³⁶⁶ Non richiedendo alcun coinvolgimento dei creditori né dell'ente coinvolto nella conversione, la conversione è forzosa³⁶⁷ e si colloca fuori dal paradigma del contratto.³⁶⁸

La nuova disciplina non contiene, inoltre, alcun obbligo informativo specifico nei confronti dei creditori potenzialmente coinvolti. In particolare, gli enti sottoposti al meccanismo unico di risoluzione non sono obbligati ad informare i propri contraenti circa il rischio di *bail-in* nel caso di crisi dell'istituto. I soli obblighi in tal senso riguardano i contratti sottoposti alla legge di uno Stato estraneo all'Unione, in merito ai quali si prescrive che gli enti che rientrano nell'ambito di applicazione della

³⁶⁶ In tal senso, anche E. SIROTTI GAUDENZI, *Il Bail-In. Il recepimento della direttiva europea 2014/59/UE*, cit., 82.

³⁶⁷ La differenza tra i paradigmi di riferimento viene evidenziata da S. LUGARESI, *La risoluzione delle crisi bancarie: bail-in e resolution planning*, cit., 19, il quale osserva che sono configurabili, in astratto, due tipi di *bail-in*. Il primo, di tipo contrattuale, e il secondo, in cui è l'autorità di risoluzione a decidere la conversione. A tale ultima tipologia sarebbe riconducibile l'istituto introdotto dalla direttiva.

³⁶⁸ R. LENER, *Profili problematici del bail-in*, cit., 25, osserva che "il nostro diritto fallimentare conosce da tempo l'istituto della conversione, ma in questo caso la conversione opera in modo affatto anomalo. Nelle ipotesi già note al nostro ordinamento la conversione si effettua, infatti, sempre in base a un accordo fra debitore e creditori. Accordo che può essere raggiunto ex ante (ad es. accordi di ristrutturazione del debito) o ex post (ad es. concordato preventivo, amministrazione straordinaria); accordo che, beninteso, può essere raggiunto anche contro la volontà di alcuni creditori, ove questi aderiscano a maggioranza. Ma la conversione attraverso il bail-in è tutt'altro: non c'è alcun accordo. Essa è imposta dall'autorità anche contro la volontà dell'intero ceto creditorio. In più, mentre nelle ipotesi già note, come nel concordato, i creditori, per il tramite del voto, esprimono sul tasso di conversione, nel bail-in la sua determinazione è rimessa interamente a un esperto, che non decide certamente nel (solo) interesse dei creditori, ma nell'interesse pubblico e superiore a che la banca resti operativa per poter meglio essere "collocata" sul mercato."

Direttiva devono includere nei contratti disciplinati dal diritto di uno Stato terzo una clausola contrattuale mediante la quale il contraente-creditore riconosce che l'ente potrebbe essere soggetto a *bail-in* e, pertanto, accetta di essere vincolato a qualsiasi svalutazione, conversione e/o cancellazione del credito effettuate da un'autorità di risoluzione mediante l'esercizio di detti poteri (artt. 55 della direttiva e 59 del decreto legislativo).³⁶⁹ La prescrizione relativa ai contratti sottoposti alla legge di uno Stato terzo intende ridurre il rischio che la nuova disciplina venga elusa mediante la sottoposizione del contratto alla legge di un ordinamento non-UE e, in particolare, il rischio che il provvedimento di risoluzione venga impugnato in ragione dell'esercizio extraterritoriale del potere esecutivo/amministrativo e/o per contrarietà all'ordine pubblico dello Stato terzo.³⁷⁰ In ogni caso va rilevato che qualsiasi disposizione pattizia non sarebbe sufficiente a condurre l'istituto entro il paradigma del contratto, dal momento che l'oggetto della pattuizione sarebbe del tutto indeterminato vista l'ampia discrezionalità conferita alle autorità di risoluzione nell'applicazione della

³⁶⁹ L'articolo 55 della direttiva, rubricato "*riconoscimento contrattuale del bail-in*" stabilisce che gli enti che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva devono includere nei contratti disciplinati dal diritto di uno stato terzo "*una clausola contrattuale mediante la quale il creditore o la parte dell'accordo che crea la passività*" riconosce che ad essa si possono applicare le misure del *bail-in* e che pertanto "*accetta di essere vincolato da qualsiasi svalutazione del capitale o dell'importo ancora non corrisposto, conversione o cancellazione effettuate da un'autorità di risoluzione mediante l'esercizio di detti poteri*", a condizione che il credito in questione non sia escluso dall'applicazione del *bail-in*. Il decreto legislativo che ha dato attuazione alla direttiva contiene, all'articolo 59, una disposizione di tenore del tutto analogo, stabilendo che quando una passività (i.e., un contratto dal quale nascono posizioni creditorie nei confronti della banca) soggetta a *bail-in* è disciplinata dal diritto di uno Stato terzo, gli enti "*includono nel contratto una clausola mediante la quale il creditore riconosce che la passività è assoggettabile a un eventuale bail-in disposto dalla Banca d'Italia e accetta di subirne gli effetti*".

³⁷⁰ A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, cit., 591.

conversione e che, comunque, non troverebbe applicazione in relazione ai rapporti contrattuali sorti prima dell'introduzione della nuova disciplina.³⁷¹

In conclusione, il *bail-in* è del tutto estraneo al modello del contratto potendo essere perfezionato anche contro la volontà dell'ente e di tutti i creditori coinvolti.³⁷²

L'assenza di qualsivoglia partecipazione al procedimento da parte dei creditori è stata evidenziata dai primi commentatori quale aspetto innovativo e al contempo problematico dei nuovi strumenti, tanto da definire il potere conferito all'autorità di risoluzione come "*near-dictatorial*".³⁷³

³⁷¹ La scarsa rilevanza di una disposizione contrattuale di tale tenore sembra essere del resto percepita dallo stesso legislatore europeo, che nel secondo comma dell'articolo 55 precisa che il fatto che un ente "*non includa nelle disposizioni contrattuali che disciplinano una passività pertinente una clausola a norma del paragrafo 1 non osta a che l'autorità di risoluzione eserciti i poteri di svalutazione e di conversione rispetto a tale passività*". Analogamente, il decreto legislativo puntualizza che "*la clausola si considera in ogni caso inserita di diritto nel contratto, anche in sostituzione di clausole difformi eventualmente apposte dalle parti, senza che sia dovuto alcun indennizzo per la sua mancata previsione*" e che "*il bail-in è comunque disposto e determina i suoi effetti in via definitiva in relazione ai soggetti di cui all'articolo 2 anche in caso di assenza o inefficacia della clausola prevista dal comma 1*". Da una parte, quindi, si richiede alle banche e agli altri soggetti cui la direttiva si applica di inserire nella propria contrattualistica di diritto extra-UE disposizioni *ad-hoc* che informino l'altro contraente circa la possibilità che le posizioni creditorie derivanti dal contratto siano parzialmente o totalmente estinte ovvero modificate e convertite in partecipazioni sociali per volere di un'autorità di risoluzione; dall'altra si riconosce espressamente che, anche a prescindere dalla presenza di siffatte clausole, il *bail-in* troverà comunque applicazione. Inoltre, anche se in astratto si attribuisse una qualche rilevanza a tali previsioni contrattuali, il carattere forzoso della conversione resterebbe inalterato con riferimento alle passività maturate precedentemente rispetto all'introduzione della nuova disciplina e, pertanto, in base a contratti che non contemplano alcun "*warning*" circa la possibile applicazione del *bail-in*.

³⁷² L'ignoranza circa la possibilità che il proprio credito venga assoggettato alla procedura di *bail-in* non ne esclude, inoltre, l'applicazione. Sul punto, R. LENER, *Bail-in: una questione di regole di condotta? Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio"*, cit., 1.

³⁷³ R. LENER, *Profili problematici del bail-in*, cit., 25.

4. Alcune considerazioni sulla compatibilità del *bail-in* con l'ordinamento costituzionale e, in particolare, con le norme di cui agli articoli 23 (in relazione all'acquisizione forzosa dello *status* di socio), 42 (in relazione alla privazione del diritto di proprietà), e 47 (in relazione alla necessità di tutelare il risparmio dei creditori titolari di depositi bancari).

L'introduzione del *bail-in* ha suscitato dubbi circa la compatibilità dell'istituto con il nostro sistema costituzionale specie perché, come visto, il meccanismo implica "un intervento autoritativo su rapporti di diritto privato modificandone radicalmente i tratti".³⁷⁴

Nel Capitolo Primo sono stati esaminati in astratto alcuni profili problematici relativi alla conversione non consensuale del credito in partecipazione sociale. È possibile riprendere alcuni dei concetti esposti e applicarli in concreto al *bail-in*.

Un primo aspetto riguarda la compatibilità del nuovo istituto con l'articolo 23 della Carta Costituzionale, che sancisce la riserva di legge in merito all'imposizione di prestazioni personali o patrimoniali. La questione riguarda esclusivamente i casi di *bail-in* "commutativo", consistente nella conversione di crediti in partecipazioni, dal momento che solo in questo caso, e non anche in quello di *bail-in* "ablatorio", il creditore acquista in modo coattivo lo *status* di socio, che implica un mutamento strutturale della posizione giuridica in capo al creditore, dal momento che questi subisce la perdita della propria posizione giuridica attiva e acquista una posizione giuridica complessa, nonché della causa giuridico-economica del rapporto

³⁷⁴ Così, G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, cit., 1486, il quale esamina la pronuncia della Corte costituzionale austriaca del 28 luglio 2015, n. 3 sul caso HETA, ove – pur ammettendo in astratto la possibilità di interventi sostanzialmente espropriativi nell'ambito del salvataggio di imprese - sono state ritenute incostituzionali alcune norme del provvedimento che ha disciplinato il salvataggio della banca Hypo Alpe Hadria, principalmente per violazione del principio di parità tra creditori appartenenti alla medesima categoria di obbligazionisti, che il legislatore austriaco aveva distinto in base alla data di scadenza del debito.

intercorrente con l'ente in dissesto. Inoltre, secondo un'impostazione, è possibile sostenere che la titolarità di una partecipazione sociale comporti l'assunzione non solo di diritti ma anche di situazioni giuridiche di dovere e, secondo alcuni, persino di obblighi e di responsabilità.³⁷⁵ Secondo l'interpretazione prevalente l'articolo 23 Cost. stabilisce una generale garanzia della sfera giuridica dei privati diretta ad impedire limitazioni da parte della pubblica autorità che non siano specificamente previste dalla legge.³⁷⁶ Tali limitazioni comprendono situazioni doverose di vario tipo, sia personali che patrimoniali, purché non riconducibili a fonte negoziale.³⁷⁷ Non sembrano esservi ragioni per escludere dal novero delle limitazioni rientranti nella riserva le situazioni di dovere connesse alla posizione giuridica complessa del socio.³⁷⁸ L'attribuzione coattiva di azioni e, quindi, la sottoscrizione forzata di un contratto sociale a fronte dell'estinzione del proprio credito potrebbe, quindi, essere inclusa nel novero delle prestazioni contemplate dall'articolo 23 della Carta Costituzionale.

Altro aspetto riguarda il carattere "imposto" delle prestazioni e, in particolare, l'assenza di un atto negoziale alla base delle stesse. Nel caso in esame, a differenza di quanto riscontrato in altre fattispecie (es. conversione dei titoli obbligazionari su deliberazione dell'assemblea degli obbligazionisti o conversione dei crediti nell'ambito del concordato preventivo), la conversione ha carattere eminentemente forzoso e, quindi, sembra corretto ritenere che la riserva si applichi alla fattispecie del *bail-in*,

³⁷⁵ E. NORELLI, *Il giudizio di omologazione nel concordato preventivo*, cit., 417 s.

³⁷⁶ Corte Cost., 30 giugno 1964, n. 65; e Corte Cost., 14 dicembre 1979, n. 148, entrambe rinvenibili in *Giurcost.org*;

³⁷⁷ A. FEDELE, *Art. 23, cit.*, 27.

³⁷⁸ Sulla qualificazione della posizione giuridica del socio v. *supra*, Capitolo Primo, par. 5. In merito alla possibilità di includere nell'ambito applicativo dell'articolo 23 le posizioni giuridiche complesse, A. FEDELE, *Art. 23, cit.*, 57.

ove si riscontrano "*prestazioni doverose per il privato in quanto dedotte in rapporti obbligatori alla cui costituzione non ha concorso la volontà del (...) medesimo, quindi non contrattuali, non negoziali, ma istituiti da un atto di autorità*".³⁷⁹

La riserva di legge (relativa) di cui all'articolo 23 Cost. esige che atti normativi di rango primario stabiliscano criteri ed individuino limiti precisi all'apprezzamento soggettivo dell'autorità che impone l'esecuzione della prestazione³⁸⁰ (c.d. criterio della sufficiente determinatezza).³⁸¹ In particolare, si ritiene che spetti al legislatore individuare (i) l'evento al cui verificarsi la prestazione si rende dovuta, (ii) i soggetti obbligati ad effettuarla, (iii) i criteri direttivi o i limiti necessari a determinare dal punto di vista quantitativo la prestazione imposta.³⁸² Sembra che alcuni dei punti elencati non trovino adeguata risposta nelle nuove norme. In particolare, l'individuazione dei presupposti al cui verificarsi l'autorità di risoluzione può imporre la conversione appare troppo generica, comprendendo non solo le situazioni di dissesto ma anche quelle in cui vi è un rischio che il dissesto si verifichi. Analoghe carenze sembrano riscontrabili con riferimento al terzo punto, dal momento che, come visto, l'autorità di risoluzione gode di amplissima discrezionalità "mista", potendo scegliere le misure di risoluzione da applicare e le relative modalità di

³⁷⁹A. FEDELE, *Art. 23, cit.*, 27 e 30. Nello stesso senso, la Corte Costituzionale ha ritenuto che elementi decisivi per delimitare l'ambito di applicabilità della riserva di legge siano il mancato concorso della volontà dell'obbligato alla costituzione dell'obbligo ed il risultare quest'ultimo istituito da un atto di autorità. Corte Cost., 8 luglio 1957, n. 122, in *Giur. cost.*, 1957, 1101 ss.; Corte Cost., 16 dicembre 1960, n. 70, in *Giur. cost.*, 1960, 1209 ss.; Corte Cost., 30 gennaio 1962, n. 2, in *Giur. cost.*, 1962, 15 ss.

³⁸⁰ Corte Cost., 13 luglio, 1963 n. 127, in *Giurcost.org*.

³⁸¹A. FEDELE, *Art. 23, cit.*, 98 s..

³⁸²A. FEDELE, *Art. 23, cit.*, 100. In tal senso anche Corte Cost., 8 luglio 1957, n. 122, *cit.*, 1101 ss., secondo la quale può esservi nell'ambito delle prestazioni personali o patrimoniali imposte anche l'attribuzione di discrezionalità tecnica ma occorre pur sempre che la legge, per non risultare violata la statuizione dell'articolo 23, stabilisca criteri e limiti che, pur variabili da caso a caso per via della particolarità della fattispecie, siano nel loro complesso idonei a delimitare la discrezionalità dell'ente impositore. Nello stesso senso, Corte Cost., 23 maggio 1973, n. 67, in *Giur. cost.*, 1973, 811 ss.

applicazione, ivi incluso, ad esempio, il tasso di conversione. Nel caso in questione, quindi, non sembrerebbero integrati i limiti richiesti dalla riserva di legge.

Altro profilo attiene alla compatibilità dell'istituto con le norme costituzionali che tutelano il diritto di proprietà. Come visto, le misure previste nella direttiva n. 59 e nel d.lgs. 180 incidono in modo rilevante sulla sfera giuridica privata e, in particolare, sui diritti soggettivi degli azionisti e dei creditori. La disciplina nazionale è estremamente capillare nell'elencare tali enormi poteri (cfr. artt. 60 e 61 del d.lgs. 180/2015), mentre è estremamente scarna (a differenza della disciplina europea) nel descrivere le forme di garanzia e di tutela del diritto di proprietà. La direttiva precisa che le misure di risoluzione devono rispettare il principio di proporzionalità e gli altri principi previsti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'UE. In tal senso si esprime il punto 13 del preambolo, secondo cui la misura di risoluzione deve essere intrapresa solo nel pubblico interesse e conformemente alla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione. Nel punto 14, inoltre, si precisa che l'intervento deve essere appropriato e proporzionato. Nella disciplina nazionale, invece, l'unico riferimento al principio di proporzionalità è contenuto nell'articolo 20, co. 2 del decreto legislativo, che impone alla Banca d'Italia di accertare la sussistenza dell'interesse pubblico ma, si noti, esclusivamente con riferimento agli obiettivi fissati dall'articolo 21 del decreto e non (anche), quindi, con riferimento ai diritti soggettivi di azionisti e creditori.

L'effetto sostanzialmente ablatorio del *bail-in*, unitamente all'assenza, quantomeno nella disciplina nazionale, di adeguati contrappesi a tutela di azionisti e creditori, ha sollevato dubbi circa la compatibilità dei nuovi strumenti con i presidi a tutela del diritto di proprietà presenti nel nostro ordinamento costituzionale. Ai sensi

dell'articolo 42 della Costituzione, *"la legge determina i modi di acquisto, di godimento e i limiti allo scopo"* della proprietà *"al fine di assicurarne la funzione sociale e di renderla accessibile a tutti"* e, soprattutto, *"la proprietà privata può essere, nei casi preveduti dalla legge, e salvo indennizzo, espropriata per motivi d'interesse generale"*. A tal riguardo, alcuni hanno sostenuto che il *bail-in* configuri un'ipotesi di illegittima privazione del diritto di proprietà, in quanto attuato in assenza dei presupposti richiesti dalla Costituzione.³⁸³ Il ragionamento si articola nei seguenti punti.

In primo luogo, si ritiene che le posizioni giuridiche soggettive dei creditori (diritti soggettivi relativi, quindi, e non assoluti) possano essere ricomprese nel novero delle *"situazioni di appartenenza riconducibili al paradigma proprietario"*³⁸⁴ suscettibili di tutela ai sensi dell'articolo 42 della Costituzione. Tale conclusione sembra rafforzata dalla disposizione di cui all'articolo 1 del Protocollo Addizionale della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo, a norma del quale *"ogni persona fisica o giuridica ha diritto al rispetto dei suoi beni"* - concetto quest'ultimo da interpretare estensivamente, con inclusione dei diritti soggettivi di credito - e *"nessuno può essere privato della sua proprietà se non per causa di utilità pubblica e nelle condizioni previste dalla legge e dai principi generali del diritto internazionale"*.³⁸⁵

³⁸³ C. DE ROSE, *L'antigiuridicità del salvataggio delle banche attraverso il c.d. "bail-in"*, cit., 1.

³⁸⁴ In tal senso, A. BALDASSARRE, voce *"Proprietà – Diritto costituzionale"*, in *Enc. Giur.*, 6 ss.; G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, cit., 1491. Nello stesso senso, anche la sentenza della Corte Costituzionale austriaca n. 3 del 28 luglio 2015, in *RTDE*, 2015, 4, 184 ss. ha ricondotto i diritti di credito degli obbligazionisti subordinati della banca Hypo al diritto di proprietà tutelato dalla Costituzione austriaca e dall'articolo 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo.

³⁸⁵ A tal riguardo, sembra esserci un'interpretazione consolidata che amplia il termine "bene" così da ricomprendervi anche i diritti di credito. Si veda, in tal senso, l'orientamento della CEDU nel caso *Aurelia Popa c. Romania*, 1690/05, 26 gennaio 2010 (rinvenibile in lingua francese alla pagina [http://hudoc.echr.coe.int/eng#{"itemid":"001-96842"}](http://hudoc.echr.coe.int/eng#{)), nella quale la Corte afferma che il credito di

In secondo luogo, si ritiene che il *bail-in* sia una misura sostanzialmente espropriativa³⁸⁶ e che, come tale, in aggiunta ai limiti previsti dalle norme sovranazionali applicabili, debba essere funzionalmente preordinata al perseguimento di un interesse pubblico ai sensi del 3° comma dell'articolo 42 Cost. A tal proposito, si è osservato che l'interesse pubblico sussiste solo quando lo Stato ha interesse ad appropriarsi mediante l'espropriazione di un bene infungibile e non può soddisfare tale interesse con il denaro. Sulla scorta di tale assunto, il *bail-in* sarebbe incostituzionale in quanto adottato per meri fini di finanza pubblica allo scopo di non far gravare i costi del salvataggio degli istituti di credito sulle finanze pubbliche.³⁸⁷ In altre parole, il generico soddisfacimento "*di esigenze di finanza pubblica*" sarebbe altra cosa rispetto al perseguimento dell'"*interesse pubblico che presiede all'esercizio del potere espropriativo*".³⁸⁸

lavoro nei confronti di una società a partecipazione maggioritaria statale va ricompreso nell'ambito di applicazione dell'art.1 Prot.1. Nello stesso senso, si veda *Pressos Compania Naviera S.A. ed altre c. Belgio*, 20 novembre 1995, § 31 serie A n. 332 (rinvenibile in lingua francese alla pagina <https://www.doctrine.fr/d/CEDH/CLINF/CLIN/1995/CEDH002-10154>); A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, cit., 589.

³⁸⁶ A. CAPIZZI – S. CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, cit., 9; A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, cit., 589.

³⁸⁷ In tal senso, sembrano utili le osservazioni di F. D'ALESSANDRO, *Interesse pubblico alla conservazione dell'impresa e diritti privati sul patrimonio dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 60, secondo il quale lo strumento dell'espropriazione dovrebbe intervenire solo quando la necessità pubblica non possa essere soddisfatta mediante denaro in quanto si indirizzi verso un bene specifico, infungibile alla soddisfazione di un determinato bisogno. Si vedano anche le osservazioni contenute nella sentenza della Corte Costituzionale austriaca del n. 3 del 28 luglio 2015, in *RTDE*, 2015, 4, 184 ss., anche disponibile alla pagina web http://www.fondazioneicapriglione.luiss.it/2015_04_RTDE.pdf, ove si rileva che l'espropriazione intervenuta nel caso HETA non era finalizzata a sopperire ad una oggettiva necessità di beni da parte dello Stato considerata la possibilità, in astratto, di coprire la necessità finanziaria dello Stato mediante tasse, debito pubblico e taglio della spesa pubblica. Appare diverso l'orientamento di L. DI BRINA, *"Risoluzione" delle banche e "bail-in", alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale*, cit., 217, che ritiene la misura di risoluzione non riconducibile all'istituto dell'espropriazione.

³⁸⁸ L. DI BRINA, *"Risoluzione" delle banche e "bail-in", alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale*, cit., 217.

Infine, anche ammettendo che le finalità della risoluzione coincidano con l'interesse pubblico contemplato dal Costituente, opererebbe comunque l'ulteriore limite rappresentato dall'obbligo di corrispondere al soggetto che subisce l'espropriazione un indennizzo commisurato al valore del diritto espropriato, limite che non pare rispettato nella nuova disciplina, ove la conversione potrebbe essere attuata anche senza alcun indennizzo (cfr. art. 51 del decreto legislativo). Non convince, a tal riguardo, l'osservazione secondo la quale nel caso in oggetto non vi sarebbe necessità di specifico indennizzo in quanto il valore del credito azzerato e/o convertito sarebbe pari a zero.³⁸⁹ Tale osservazione coglie forse nel segno nei casi in cui vi sia insolvenza irreversibile dell'ente. In tutti gli altri casi in cui l'ente non è tecnicamente in stato di insolvenza irreversibile, invece, l'impresa, le azioni che ne rappresentano il capitale così come i titoli obbligazionari e gli altri crediti costituiscono ancora un valore economicamente misurabile. Non si vede, pertanto, come si possa procedere ad un intervento ablatorio del diritto senza corrispondere al soggetto titolare un indennizzo determinato in conformità con l'articolo 42. In tali casi, del resto, nell'ambito delle comuni procedure concorsuali il creditore potrebbe

³⁸⁹ Sembra argomentare in tal senso G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, cit., 1491, il quale osserva che "la previsione della corresponsione dell'indennizzo come necessario contraltare per garantire la legittimità dell'intervento espropriativo rappresenta una soluzione, per così dire, storicamente condizionata dall'assunzione, da parte dei Costituenti, di un paradigma che è quello della proprietà fondiaria, e comunque quello dei beni corporali". La soluzione non convince, tra l'altro, in quanto si giunge alla conclusione contraddittoria di assoggettare taluni beni non "corporali" alla tutela dell'articolo 42 della Costituzione per poi ammettere, solo per questi ultimi, interventi ablatori non accompagnati da alcun indennizzo. Analogamente, L. STANGHELLINI – A. ZORZI, *Perché il bail-in è costituzionale*, in www.lavoce.info, 6 settembre 2016, rinvenibile alla pagina web <http://www.lavoce.info/archives/42682/perche-il-bail-in-e-costituzionale/>, osservano che i crediti coinvolti nella misura di risoluzione subiscono una sorte analoga o peggiore se la banca fallisce, sicché non è possibile sostenere "che è legittimo azzerare il credito nel fallimento ed è invece costituzionale farlo nell'ambito del bail-in". Suscita qualche perplessità, inoltre, l'associazione piuttosto disinvolta da parte degli Autori di categorie senz'altro eterogenee quali azioni, obbligazioni e depositi, tutti qualificati come "investimenti".

insinuarsi al passivo chiedendo la soddisfazione quanto meno parziale del proprio credito all'esito della procedura concorsuale.³⁹⁰ Diversamente, nel *bail-in*, con evidente deroga ai principi in materia di responsabilità patrimoniale e concorso dei creditori (cfr. artt. 2740 e 2741 c.c.), una volta applicata la misura di risoluzione il creditore non può più vantare alcuna pretesa nei confronti dell'ente. Non sembra sufficiente a fugare i dubbi di costituzionalità l'osservazione secondo la quale nel caso di *bail-in* "commutativo" i titoli di partecipazione al capitale di rischio rappresenterebbero una sorta di indennizzo, dal momento che tali titoli normalmente non sono fungibili e non integrano, pertanto, le caratteristiche dell'indennizzo contemplato dall'articolo 42 della Costituzione.

Ulteriore aspetto problematico riguarda la compatibilità della nuova disciplina con l'articolo 47 della Costituzione, che stabilisce che *"la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio, in tutte le sue forme, disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito"* e *"favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese"*. Tale norma è stata posta da alcuni in relazione diretta con altre norme della Carta fondamentale tra le quali, in particolare, l'articolo 4 in materia di tutela del lavoro e l'articolo 36 sulla tutela del reddito. Il diretto legame tra la tutela del risparmio e i menzionati principi fondamentali della

³⁹⁰ *Contra*, G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, cit., 1492, che osserva come *"gli azionisti e i creditori, in tanto possono essere privati, progressivamente, dei loro diritti, appunto senza indennizzo, in quanto è il valore di tali diritti che risulta essersi ormai azzerato, sicché per ciò che vale zero, zero sarà dovuto"*. L'affermazione si pone in contrasto con quanto osservato da F. D'ALESSANDRO, *Interesse pubblico alla conservazione dell'impresa e diritti privati sul patrimonio dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 60, per il quale lo strumento dell'espropriazione dovrebbe intervenire solo quando la necessità pubblica non possa essere soddisfatta mediante denaro in quanto si indirizzi verso un bene specifico, infungibile alla soddisfazione di un determinato bisogno.

Costituzione che, come tali, non possono essere modificati e/o limitati in alcun modo, tantomeno in conseguenza dell'adesione a trattati ai sensi dell'articolo 11 della Carta, renderebbe parimenti immodificabile e illimitabile la norma sul credito, con conseguenze applicazione della c.d. teoria dei controlimiti a ogni disciplina europea che incida sul risparmio dei cittadini italiani. Anche le norme sull'unione bancaria, pertanto, sarebbero soggette ai controlimiti e, pertanto, non potrebbero porsi in alcun modo in contrasto con l'articolo 47 della Carta. Sulla base di tali argomentazioni, lo strumento del *bail-in* potrebbe essere considerato incostituzionale in quanto richiederebbe ai risparmiatori-lavoratori – tutelati da norme fondamentali della Carta – di sopportare gli oneri derivanti dalle crisi bancarie.³⁹¹

³⁹¹ In tal senso, L. BARRA CARACCILO, *Profili di illegittimità costituzionale della c.d. "Unione bancaria" e del "bail-in" nel quadro della moneta unica*, in www.asimmetrie.org, 2016, 14; S. D'ANDREA, *L'esercizio del credito nella Repubblica italiana*, in <http://www.appelloalpopolo.it/?p=8429>, il quale osserva che "La Repubblica disciplina il credito; non possono essere organi dell'Unione europea a disciplinare il credito; né possono essere soggetti privati. Le limitazioni della sovranità, previste dall'art. 11 della Costituzione, a parte ogni altra considerazione, possono riguardare soltanto l'esercizio della sovranità nell'ambito di ciò che è prescritto dalla Costituzione; non la possibilità di esercitare la sovranità delegata al di fuori della Costituzione. Comunque l'Unione bancaria non ha nulla a che vedere con il mantenimento della pace e della giustizia tra le nazioni. Quindi in questa materia non è possibile alcuna limitazione della sovranità"; C. DE ROSE, *L'antigiuridicità del salvataggio delle banche attraverso il c.d. "bail-in"*, in www.foroeuropa.it, 2016, 1, il quale rileva anche un ulteriore profilo di incostituzionalità ai sensi dell'articolo 3, sembra di capire, con riferimento alla disparità di trattamento tra diverse categorie di creditori dell'istituto interessato dalla conversione. *Contra*, S. BARONCELLI, Art. 47, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti, Torino, 2006, 945 ss.; F. MERUSI, *Commentario alla Costituzione, Rapporti Economici*, a cura di G. Branca, 1980, 153. Ad affermare, invece, la compatibilità delle nuove norme rispetto all'articolo 47 della Costituzione è G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, 12, 1493, che rileva – in modo invero non del tutto convincente – come la norma costituzionale sia particolarmente elastica e, come tale, sia posta anche a tutela "in virtù dello stretto collegamento funzionale stabilito tra risparmio ed esercizio del credito", anche la funzionalità del sistema bancario nella sua interezza.

5. La tutela giurisdizionale dei creditori avverso il provvedimento dell'autorità di risoluzione che dispone il *bail-in*. Ulteriori profili di rilevanza costituzionale, in particolare con riferimento alle norme di cui agli articoli 113 e 24.

In merito alla tutela giurisdizionale dei creditori coinvolti nell'intervento di *bail-in*,³⁹² il punto 88 del preambolo premette che *"ai sensi dell'articolo 47 della Carta [dei diritti fondamentali dell'Unione Europea], le parti interessate hanno diritto a un processo imparziale e a mezzi di ricorso efficaci"*. A mente dell'articolo 85 della direttiva, gli Stati membri *"possono"* imporre che la decisione di adottare una misura di prevenzione o di gestione della crisi sia *"soggetta ad approvazione ex ante delle autorità giudiziarie"*, mentre i successivi paragrafi assicurano agli interessati il diritto di impugnazione avverso le medesime decisioni relative alla prevenzione e gestione della crisi. In merito all'ampiezza del sindacato giurisdizionale, il punto 89 del preambolo specifica l'importanza di assicurare che le complesse valutazioni economiche effettuate dalle autorità nazionali di risoluzione in tale contesto servano da base ai giudici nazionali che riesaminano le misure di risoluzione, fermo restando che *"la complessa natura di tali valutazioni non dovrebbe impedire ai giudici nazionali di esaminare se le prove sulle quali l'autorità di risoluzione si è basata sono accurate, affidabili e coerenti, se contengono tutte le informazioni pertinenti di cui occorre tenere conto per valutare una situazione complessa e se possono confermare le conclusioni che ne sono state tratte"*. Il paragrafo 4° dell'articolo 85 prevede infine due specifici condizionamenti all'esercizio della funzione giurisdizionale, ossia che la decisione dell'autorità di risoluzione determina la presunzione relativa che una

³⁹² G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, 12, 1493, nota 26.

sospensione della sua esecuzione sarebbe contraria all'interesse pubblico e che l'annullamento della decisione non pregiudica gli interessi dei terzi che hanno acquisito azioni, titoli, attività, diritti e passività di un ente soggetto a risoluzione, ove ciò sia necessario a tutela della loro buona fede, "salva la compensazione [*rectius*, il risarcimento] della perdita subita dal ricorrente" in conseguenza della misura di risoluzione.

Le disposizioni nazionali di attuazione appaiono più restrittive e limitative del diritto di difesa rispetto a quelle europee. Innanzitutto, sembra che il decreto legislativo ignori del tutto l'articolo 85, paragrafo 1° della direttiva e le garanzie di approvazione giurisdizionale *ex ante* delle misure di risoluzione. A tal proposito, sembra plausibile che, benché la direttiva utilizzi l'ausiliare "possono", essa intenda lasciare una certa discrezionalità agli Stati membri affinché questi possano garantire il rispetto delle garanzie costituzionali contemplate dai rispettivi ordinamenti interni. Pertanto, laddove la tutela giurisdizionale *ex ante* sia prevista dalle normali procedure concorsuali (come accade in Italia), essa non dovrebbe essere ignorata nell'ipotesi di risoluzione.

Quanto al controllo *ex post*, la norma di riferimento è l'articolo 95 del decreto legislativo, che rimette la cognizione sui provvedimenti di risoluzione alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo³⁹³ e contiene limitazioni al normale esercizio

³⁹³ Sembra inoltre di comprendere che i soggetti interessati sarebbero legittimati ad impugnare non solo il provvedimento di risoluzione vero e proprio, ma anche taluni atti ad esso correlati. In particolare, ai sensi dell'articolo 25 del decreto il ricorso può essere presentato per censurare la valutazione preliminare sulle attività e passività dell'ente svolta ai sensi del precedente articolo 23 ma tale censura è consentita a condizione che il ricorso sia presentato nel contesto dell'impugnazione del provvedimento stesso, essendo esclusa un'impugnazione autonoma della valutazione preliminare. Non sono altrettanto chiare le modalità per impugnare la valutazione successiva di cui all'articolo 88 del decreto, ovvero quella relativa alla corretta applicazione del *no worse off principle*, ovvero alla

della funzione giurisdizionale più severa di quelle previste a livello europeo. Da una parte, con riferimento alla tutela cautelare, "*si presume fino a prova contraria che la sospensione dei provvedimenti sia contraria all'interesse pubblico*"; dall'altra, con riferimento ai mezzi istruttori, non si applicano gli artt. 19 e 63, co. 4, del Codice del processo amministrativo, che consentono al giudice amministrativo di avvalersi di verificazioni e delle consulenze tecniche.

La prima statuizione, se interpretata nel senso più restrittivo, potrebbe costituire una violazione del principio della parità delle parti in giudizio. Ma è soprattutto la seconda statuizione a destare preoccupazioni perché, impedendo al giudice di poter usufruire di un suo ausiliario in sede di verifica o di consulenza tecnica d'ufficio, finisce per rendere più difficoltoso l'accertamento della verità e, quindi, la pienezza della tutela giurisdizionale, con possibile *vulnus* delle prerogative costituzionali e della stessa disciplina europea. Secondo quanto affermato nella direttiva (considerando n. 89), infatti, il giudice nazionale, al fine di esercitare consapevolmente il proprio vaglio giurisdizionale sull'atto impugnato, deve poter usufruire di tutti gli strumenti utili al completo svolgimento dell'istruttoria processuale. Da questo punto di vista, sembra costituire un'ingiustificata limitazione del diritto di difesa l'impossibilità da parte del giudice di poter nominare un consulente tecnico d'ufficio, disposizione che, oltre che contraria alla nostra Costituzione, sembra anche in contrasto con i Trattati UE e con

differenza tra la posizione economica dei creditori in seguito alla risoluzione e quella che sarebbe risultata dall'applicazione di un'ordinaria procedura di liquidazione. Sembra pacifico, infatti, che i soggetti interessati debbano ritenersi legittimati ad impugnare anche tale distinta valutazione, dal momento che una soluzione diversa contrasterebbe con l'articolo 24 della Costituzione. Non è chiaro, tuttavia, se tale impugnazione debba, come quella di cui all'articolo 25 del decreto, avvenire congiuntamente all'impugnazione del provvedimento avanti al giudice amministrativo ovvero se si possa introdurre un giudizio autonomo avanti il giudice ordinario, censurando non già la legittimità del provvedimento ma esclusivamente l'esito numerico della valutazione, così da chiedere l'indennizzo previsto dalla nuova disciplina. In tal senso, G. GUZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, 12, 1493, nota 26.

la Carta dei diritti UE. Il giudice amministrativo dovrebbe essere posto, invece, nelle condizioni di esercitare il sindacato giurisdizionale sugli atti delle autorità indipendenti avvalendosi opportunamente, ove necessario, della consulenza tecnica d'ufficio.³⁹⁴

La relazione di accompagnamento allo schema di decreto, in occasione della presentazione alle Camere per il parere, chiarisce che la disposizione ha come finalità quella di *"limitare le valutazioni tecniche a base della decisione a quelle effettuate dall'autorità di risoluzione"*. Una tale limitazione rischia di essere incostituzionale perché, di fatto, può compromettere l'effettività della tutela giurisdizionale nei confronti delle decisioni di risoluzione delle crisi bancarie, limitando, ad esempio, la possibilità di valutare la correttezza dei parametri e dei criteri contabili utilizzati per la svalutazione delle c.d. sofferenze o, a monte, il ricorrere stesso dei presupposti per la dichiarazione dello stato di dissesto della banca. Si tratta di un esito non del tutto convincente, specie considerando che si verte in materia di diritti soggettivi pieni (diritti di credito di azionisti e obbligazionisti, *status* di una persona giuridica – se *in bonis* o in liquidazione per insolvenza) e che, se si applicassero le ordinarie procedure concorsuali, devolute alla cognizione dei tribunali, il giudice potrebbe esercitare un controllo pieno e di merito sui presupposti di procedura. La limitazione, inoltre, rischia di rendere ancor più onerosa la posizione processuale del ricorrente il cui onere probatorio risulta già particolarmente gravoso in ragione della "lontananza" dalla prova.

La Corte costituzionale in passato ha già avuto modo di occuparsi della legittimità di norme limitative dei poteri di cognizione del giudice, affermando chiaramente che

³⁹⁴ V. da ultimo, Cons. St. VI, ord. 14 ottobre 2015, n. 4745, rinvenibile alla pagina web <http://www.dirittodeiservizipubblici.it/sentenze/sentenza.asp?sezione=dettsentenza&id=5177>.

esse violano gli artt. 3 e 24, primo e secondo comma, della Costituzione e ciò *“perché è contrario vuoi alla direttiva di razionalità vuoi, e soprattutto, alla tutela dell'azione in giudizio e alla garanzia del diritto di difesa la limitazione della ricerca della verità”*³⁹⁵.

Il Governo, ancora nella Relazione, riferisce che la limitazione sarebbe *“in coerenza con il dettato normativo comunitario”* oggetto di recepimento. Tale posizione non sembra trovare riscontro. L'art. 85, comma 3 della direttiva non preclude affatto ai giudici degli Stati membri nazionali l'autonomo accertamento dei fatti, ma si limita a prevedere che *“i tribunali nazionali ricorrano alle valutazioni economiche complesse dei fatti effettuate dall'autorità di risoluzione quale base per la propria valutazione”*. Il punto è ulteriormente chiarito dall'89° Considerando della direttiva: *“è quindi importante assicurare che le complesse valutazioni economiche effettuate dalle autorità nazionali di risoluzione in tale contesto servano da base ai giudici nazionali che riesaminano le misure di gestione delle crisi interessate. Tuttavia, la complessa natura di tali valutazioni non dovrebbe impedire ai giudici nazionali di esaminare se le prove sulle quali l'autorità di risoluzione si è basata sono accurate, affidabili e coerenti, se contengono tutte le informazioni pertinenti di cui occorre tenere conto per valutare una situazione complessa e se possono confermare le conclusioni che ne sono state tratte”*.

La norma europea, quindi, si limita ad escludere che il Giudice, in assenza di elementi di irragionevolezza, sostituisca la propria valutazione a quella dell'Amministrazione (che, infatti, deve essere utilizzata come *“base”*), mentre non esclude affatto un

³⁹⁵ Corte Cost., 23 aprile 1987, n. 146, rinvenibile al sito www.giurcost.org.

controllo sulla sussistenza dei presupposti di fatto per la decisione (e infatti, la valutazione finale è quella “*propria*” del tribunale). Una diversa interpretazione, del resto, sarebbe in contrasto con i principi del diritto europeo (sovraordinato), incluso il diritto al ricorso effettivo di cui all’articolo 47 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea.

Ulteriori dubbi circa la compatibilità delle nuove norme con la nostra Costituzione deriva dalla circostanza che il decreto legislativo assegna ad un’autorità amministrativa – la Banca d’Italia – l’esercizio dei “poteri di risoluzione” delle crisi bancarie. Tale attribuzione sembrerebbe violare la riserva di giurisdizione posta dagli artt. 102 e 111 Cost.: sia l’accertamento dello stato di dissesto (avendo efficacia costitutiva dello *status* dell’ente) sia la riduzione o conversione dei titoli (avendo efficacia estintiva di rapporti giuridici controversi) costituiscono attività propriamente giurisdizionali, normalmente devolute alla competenza dei tribunali fallimentari, in sede contenziosa.³⁹⁶

Il controllo solo *ex post* affidato al giudice amministrativo (peraltro, come visto, reso monco a causa delle limitazioni ai poteri di cognizione imposti dalla legge) sulla legittimità della decisione non appare sufficiente a considerare integrata la riserva di giurisdizione.

Per un verso, sul piano formale, non sembra possibile considerare equivalenti e, in definitiva, sostituibili, le fattispecie e le tutele di cui all’art. 113 Cost. (controllo giurisdizionale sugli atti della pubblica amministrazione) con quelle di cui all’art. 102

³⁹⁶ Taluni dubbi circa la compatibilità della nuova disciplina con la riserva di giurisdizione contemplata dalla Costituzione sono stati avanzati da L. DI BRINA, “*Risoluzione*” delle banche e “*bail-in*”, alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell’UE e della Costituzione nazionale, *cit.*, 192.

Cost. (funzione giurisdizionale riservata agli organi giudiziari): altro è adottare una decisione, altro è verificarne la legittimità. Secondo la Corte Costituzionale,³⁹⁷ l'attribuzione di funzioni giurisdizionali ad autorità amministrative è sempre considerata illegittima, anche se non preclude il successivo accesso alla giustizia comune. E difatti, l'adozione di un atto che "*sia espressione potenzialmente definitiva della potestà giurisdizionale*" compete necessariamente "*ad un organo dello Stato, nel quale debbono esistere ab initio i requisiti che la Costituzione prevede per l'esercizio di detta potestà*".³⁹⁸ Si consideri, inoltre, che l'accertamento giudiziale dello stato di dissesto, nelle procedure concorsuali, è un accertamento di merito, con apprezzamento diretto di fatti rilevanti; il controllo giurisdizionale sulle decisioni di risoluzione previsto dall'art. 95 del decreto legislativo è, invece, di secondo grado e sembra limitato alla legittimità dell'atto.

Per altro verso la decisione amministrativa di risoluzione produce effetti immediati e, almeno in parte, definitivi, che non potranno essere rimossi nemmeno a seguito di intervento demolitorio del Giudice. I nuovi enti costituiti in forza della decisione di risoluzione, infatti, emetteranno titoli, sottoscriveranno contratti, adotteranno scelte organizzative che, per evidenti ragioni di tutela dei terzi, non potranno essere caducati. Il controllo giurisdizionale, dunque, si innesta nella procedura di risoluzione in via eventuale e, comunque, quando essa è oramai in una fase avanzata.

Alla luce di quanto esposto, non sembra predicabile l'equivalenza tra accertamento giurisdizionale *ex ante* e controllo giurisdizionale *ex post*. Tale esito sembrerebbe,

³⁹⁷ Corte Cost., 3 giugno 1966, n. 55; Corte Cost., 22 marzo 1967, n. 30; Corte Cost., 18 maggio 1970, n. 121; Corte Cost., 7 luglio 1976, n. 164, tutte rinvenibili sul sito www.giurcost.org.

³⁹⁸ Corte Cost., 3 aprile 1969, n. 60, rinvenibile sul sito www.giurcost.org.

inoltre, in contrasto con le indicazioni della direttiva, che all'articolo 85, 1° paragrafo, contempla la possibilità (in conformità alle garanzie costituzionali degli Stati membri) che la misura di risoluzione sia subordinata all'approvazione giudiziale *ex ante*. Il legislatore nazionale sembra dunque discostarsi dalla direttiva senza alcuna giustificazione, attribuendo alla Banca d'Italia una funzione giurisdizionale che spetta ai tribunali.

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

Italia

Corte Cost., 8 luglio 1957, n. 122, in *Giur. cost.*, 1957, 1101;

Corte Cost., 16 dicembre 1960, n. 70, in *Giur. cost.*, 1960, 1209;

Corte Cost., 30 gennaio 1962, n. 2, in *Giur. cost.*, 1962, 15;

Corte Cost., 13 luglio 1963, n. 127, in *Giurcost.org*;

Corte Cost., 30 giugno 1964, n. 65, in *Giurcost.org*;

Corte Cost., 23 aprile 1965, n. 30, in *Giurcost.org*;

Corte Cost., 3 giugno 1966, n. 55 in *Giurcost.org*;

Corte Cost., 22 marzo 1967, n. 30 in *Giurcost.org*;

Corte Cost., 3 aprile 1969, n. 60, in *Giurcost.org*;

Corte Cost., 18 maggio 1970, n. 121 in *Giurcost.org*;

Corte Cost., 23 maggio 1973, n. 67, in *Giur. cost.*, 1973, 811;

Corte Cost., 7 luglio 1976, n. 164 in *Giurcost.org*;

Corte Cost., 14 dicembre 1979, n. 148, in *Giurcost.org*;

Corte Cost., 23 aprile 1987, n. 146, in *Giurcost.org*;

Cons. St. VI, ord. 14 ottobre 2015, n. 4745, rinvenibile alla pagina web <http://www.dirittodeiservizipubblici.it/sentenze/sentenza.asp?sezione=dettsentenza&i d=5177>;

Cass. civ., 15 febbraio 1963, n. 331, in *Giust. civ.*, 1963, I, 736;

Cass. civ., 21 gennaio 1970, n. 121, in *Foro it.*, 1970, I, 1103;

Cass. civ., 27 febbraio 1976, n. 639, *Foro it.*, I, 1233;

Cass. civ., 17 ottobre 1977, n. 4438, in www.iusexplorer.it;

Cass. civ., 11 ottobre 1978, n. 4550, in www.iusexplorer.it;

Cass. civ., 27 gennaio 1979, n. 626, in www.iusexplorer.it;

Cass. civ., 5 febbraio 1979, n. 759, in www.iusexplorer.it;

Cass. civ., 30 gennaio 1980, n. 720, in www.iusexplorer.it;

- Cass. civ., 2 febbraio 1980, n. 742, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 18 febbraio 1980, n. 1182, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 21 luglio 1980, n. 4772, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 16 marzo 1981, n. 1460, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 3 giugno 1981, n. 3592, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 13 luglio 1981, n. 4540, in *Foro it.*, 1982, I, 148;
- Cass. civ., 13 gennaio 1982, n. 183, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 30 gennaio 1982, n. 590, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 4 maggio 1982, n. 2764, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 9 agosto 1982, n. 4457, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 18 ottobre 1982, n. 5407, in *Dir. fall.*, 1983, II, 891 e in *Foro it.*, 1983, I, 385;
- Cass. civ., 8 marzo 1983, n. 1769, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 3 giugno 1983, n. 3800, in *Giust. civ.*, 1983, 1, 2958;
- Cass. civ., 17 novembre 1983, n. 3823, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 1° ottobre 1984, n. 4841, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 4 ottobre 1984, n. 4916, in *Riv. dir. comm.*, 1985, II, 85;
- Cass. civ., 7 ottobre 1985, n. 3178, in *Giur. it.*, 1986, I, 1, 1184;
- Cass. civ., 26 ottobre 1985, n. 5277, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 6 febbraio 1987, n. 1187, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 23 maggio 1987, n. 4681, in *Giur. it.*, 1988, I, 1, 65;
- Cass. civ., 24 ottobre 1988, n. 5755, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 15 giugno 1989, n. 2879, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 27 gennaio 1992, n. 861, in *Giust. civ. mass.*, 1992, I; Cass. civ., 10 dicembre 1992, n. 13095, in *Giur. comm.*, 1994, II, 202 e in *Riv. Dir. Comm.*, 1994, II, 221;
- Cass. civ., 20 novembre 1992, n. 12401, in *Giust. civ.*, 1993, I, 2761;
- Cass. civ., 7 giugno 1993, n. 6367, in *Giur. it.*, 1994, I, 1, 1209;
- Cass. civ., 15 luglio 1993, n. 7844, in *Diritto fall.*, 1995, 553;
- Cass. civ., 29 settembre 1994, n. 7937, in www.iusexplorerer.it;
- Cass. civ., 26 gennaio 1996, n. 611, in *Giur. comm.*, 1996, II, 651;

- Cass. civ., 5 febbraio 1996, n. 936, in *Società*, 1996, 782 e in *Foro It.*, 1996, I, 2490;
- Cass. civ., 1° aprile 1996, n. 3012, in *Società*, 1996, 1152;
- Cass. civ., sez. un., 18 febbraio 1997, n. 1482, in *Giur. it.*, 1997, I, 1, 1475 e in *Fallimento*, 1993, 726;
- Cass. civ., 24 aprile 1998, n. 4236, in *Giust. Civ.*, 1998, 1, 2819;
- Cass. civ., 2 ottobre 1999, n. 10938, in *Fallimento*, 2000, 8, 872;
- Cass. civ., 19 febbraio 2000, n. 1898, in *Giust. civ.*, 2001, I, 1841;
- Cass. civ., 6 aprile 2000, n. 4317, in *Corr. giur.*, 2000, 1338;
- Cass. civ., 24 luglio 2000, n. 9678, in *Fallimento*, 2001, 665;
- Cass. civ., 26 luglio 2000, n. 9800, in www.iusexplorer.it;
- Cass. civ., 7 settembre 2000, n. 11784, in www.iusexplorer.it;
- Cass. civ., 22 novembre 2000, n. 15095, in www.iusexplorer.it;
- Cass. civ., 7 febbraio 2001, n. 1773, in www.iusexplorer.it;
- Cass. civ., 22 maggio 2001, n. 6951, in *Foro pad.* 2001, 1, 505;
- Cass. civ., 14 giugno 2001, n. 8063, in *Studium juris*, 2002, 97;
- Cass. civ., 27 febbraio 2003, n. 2961, in *Fallimento*, 2004, 1, 31;
- Cass. civ., 4 aprile 2003, n. 5324, in *Foro it. Rep.* 2003, voce *Contratto in genere*, 375;
- Cass. civ., 14 maggio 2004, n. 9194, in www.iusexplorer.it;
- Cass. civ., 19 maggio 2004, n. 9466, in *Contratti*, 2004, 979;
- Cass. civ., 10 gennaio 2005, n. 295, in *Dir. prat. soc.*, 258, 13, 88;
- Cass. civ., 22 febbraio 2005, n. 3577, in *Giur. Comm.*, 2007, II, 591;
- Cass. civ., 23 aprile 2005, n. 8565, in *CED Cassazione* n. 580637;
- Cass. civ., 1° luglio 2005, n. 14034, in *Il civilista*, 2009, 4, 61;
- Cass. civ., 21 ottobre 2005, n. 20398, in *Giur. it.*, 2007, 868,
- Cass. civ., 29 dicembre 2005, n. 28878, in *Fallimento*, 2006, 8, 915;
- Cass. civ., 23 gennaio 2006, n. 1227, in www.iusexplorer.it;
- Cass. civ., 30 marzo 2006, n. 7507, in *Vita not.*, 2007, 1, 188;
- Cass. civ., 31 marzo 2006, n. 7693, in *Foro it.*, 2007, 1, I, 207 e in *Società*, 2007, 1, 43;
- Cass. civ., 8 maggio 2006, n. 10490, in *Contratti*, 2007, 621;

- Cass. civ., 11 ottobre 2006, n. 21804, in www.iusexplorer.it;
- Cass. civ., 24 novembre 2006, n. 250052, in *Giust. civ. mass.* 2006, 11;
- Cass. civ., 11 giugno 2007, n. 13580, in *Giust. civ.*, 2008, I, 729;
- Cass. civ., 24 luglio 2007, n. 16315, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 542,
- Cass. civ., 3 agosto 2007, n. 17059, in *Fallimento*, 2008, 358;
- Cass. civ., 19 ottobre 2007, n. 22016, in *Società*, 2007, 159 e in *Giust. civ.*, 1, 663;
- Cass. civ., 20 dicembre 2007, n. 26958, in *Corr. giur.*, 2008, 921;
- Cass. civ., 11 marzo 2008, n. 6463, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 5, 1184;
- Cass. civ., 24 aprile 2008, n. 10651, in *Dir. del turismo*, 2008, 349;
- Cass. civ., 7 ottobre 2008, n. 24769, in *Giur. it.*, 2009, 1655;
- Cass. civ., sez. un., 11 novembre 2008, n. 26972, in *Danno e resp.*, 2009, 4;
- Cass. civ., 19 marzo 2009, n. 6711, in *Fallimento*, 2010, 172;
- Cass. civ., 15 settembre 2009, n. 19813, in *Giust. civ. mass.*, 2009, 1313 e in *Riv. dott. comm.*, 2010, 187;
- Cass. civ., 4 ottobre 2009, n. 17936, in *Giur. comm.*, 2009, II, 1104;
- Cass. civ., 8 gennaio 2010, n. 74, in *Dir. giust. online*, 2010;
- Cass. civ., 28 giugno 2010, n. 15363, in www.iusexplorer.it;
- Cass. civ., sez. un., 18 febbraio 2010 n. 3947, in *Giust. civ.*, 2010, I, 1349;
- Cass. civ., 12 ottobre 2011, n. 20956, in *Giust. civ.*, 2012, 1, 1752;
- Cass. civ., sez. un., 20 novembre 2012, n. 1521, in www.iusexplorer.it;
- Cass. civ., 6 marzo 2012, n. 3477, in *Dir. giust. online*, 2012;
- Cass. civ., 23 gennaio 2013, n. 1521, in www.iusexplorer.it;
- Cass. civ., 19 giugno 2013, n. 15398, in *Giust. civ. mass.*, 2013;
- Cass. civ., 7 maggio 2014, n. 9841, in *Fallimento*, 2015, 1, 59;
- Cass. civ., 16 giugno 2014, n. 13661, in *Guida al dir.*, 2014, 43, 59;
- Cass. civ., 22 ottobre 2014, n. 22346, in *Guida al dir.*, 2015, 7, 59;
- Cass. civ., 27 novembre 2015, n. 24206, in *Dir. giust.*, 30 novembre 2015;
- Trib. Bari, 5 marzo 1979, in *Giur. comm.*, 1981, II, 316;
- App. Bari, 9 maggio 1980, in *Giur. comm.*, 1981, II, 316;
- Trib. Foggia, 16 luglio 1980, in *Giust. civ.*, 1980, I, 2804;

- Trib. Napoli, 25 giugno 1981, in *Riv. not.*, 1982, 298;
- App. Torino, 15 dicembre 1982, in *Società*, 1982, 1143;
- Trib. Venezia, 18 settembre 1984, in *Società*, 1985, 612;
- Trib. Pescara, 6 giugno 1987, *Giur. merito*, 1989, 322;
- App. L'Aquila, 1 agosto 1988, in *Nuova giur. civ.*, 1989, 1, 167;
- Trib. Milano, 15 dicembre 1988, in *Giur.it.*, 1981, I, II, 353;
- Trib. Milano, 18 settembre 1989, in *Giur. comm.*, 1991, II, 507 e in *Società*, 1990, 473;
- Trib. Genova, 17 ottobre 1990, in *Società*, 1991, 648;
- Trib. Verona, 9 novembre 1990, in *Società*, 1991, 232;
- Trib. Alessandria, 2 aprile 1992, in *Giur. it.*, 1992, I, 2, 441;
- App. Roma, 15 maggio 1992, in *Riv. dir. impr.*, 1993, 97;
- Trib. Verona, 4 giugno 1992, in *Riv. not.*, 1993, II, 175 e in *Società*, 1992, 1688;
- App. Brescia, 16 luglio 1992, in *Foro pad.*, 1993, I, 169;
- Pret. Avellino, 17 dicembre 1992, in *Dir. e giur.*, 1994, 474;
- App. Bologna, 26 aprile 1993, in *Fallimento*, 1993, 1253;
- Trib. Udine, 25 gennaio 1994, in *Riv. not.*, 1994, II, 884;
- Trib. Trieste, 8 giugno 1994, in *Notariato*, 1995, 153;
- App. Napoli, 17 dicembre 1994, in *Riv. not.*, 1995, 328;
- Trib. Lucca, 30 dicembre 1994, *Riv. not.*, 1995, 1360;
- Trib. Milano, 9 febbraio 1995, in *Società*, 1995, 1591;
- Trib. Casale Monferrato, 20 febbraio 1995, in *Società*, 1995, 1194;
- Trib. Piacenza, 31 maggio 1995, in *Società*, 1995, 1513;
- Trib. Torino, 21 luglio 1995, in *Giur. comm.*, 1995, II, 363;
- Trib. Milano, 20 novembre 1995, in *Notariato*, 1996, 312;
- Trib. Milano, 12 maggio 1997, in *Giur. it.*, 1998, 1666;
- Trib. Monza, 10 aprile 1997, in *Riv. dir. comm.* 1997, II, 341;
- Trib. Monza, 10 giugno 1997, in *Società*, 1997, 1433;
- Trib. Monza, 13 giugno 1997, in *Società*, 1998, 175 e in *Riv. dir. comm.*, 1997, II, 340;
- Trib. Cagliari, 19 marzo 1998, in *Giur. comm.*, 1999, I, 1517;

- App. Milano, 11 settembre 1998, in *Dir. e prat. soc.*, 1999, 17, 68;
- Trib. Napoli, 1° ottobre 1998, in *Giur. it.*, 1999, 2115;
- App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 194 e in *Dir. prat. soc.*, 2000, 4, 71;
- Trib. Roma, 15 gennaio 2002, in www.iusexplorer.it;
- App. Napoli, 13 maggio 2002, in *Dir. e giur.*, 2002, 236;
- Trib. Milano, 20 giugno 2002, in *Banca borsa*, 2004, II, 223;
- App. Roma, 2 settembre 2002, in *Riv. Not.*, 2003, 1031;
- App. Roma, 3 settembre 2002, in *Società*, 2003, 41;
- Trib. Roma, 7 maggio 2003, in www.iusexplorer.it;
- Trib. Trani, 23 ottobre 2003, in *Società*, 2004, 477;
- Trib. Roma, 22 settembre 2004, in *Corr. merito*, 2005, 1, 16;
- Trib. Genova, 14 giugno 2005, in *Società*, 2005, 1000;
- Trib. Pescara, 13 ottobre 2005, in *Giur. merito*, 2006, 654;
- Trib. Roma, 1° febbraio 2006, in *Dir. fall.*, 2007, 2, 95;
- Trib. Roma, 8 marzo 2006, in *Dir. fall.*, 2007, 2, 103;
- Trib. Monza, 21 luglio 2006, in www.iusexplorer.it;
- Trib. Viterbo, 14 dicembre 2006, in www.iusexplorer.it;
- App. Milano, 22 febbraio 2007, in www.iusexplorer.it;
- Trib. Roma, 15 giugno 2009, in www.iusexplorer.it;
- Trib. Rossano, 2 ottobre 2009, in *Corti calabresi*, 2010, 1-3, 203;
- Trib. Milano, 21 gennaio 2010, in www.ilcaso.it;
- Trib. Torino, 10 maggio 2010, in *Foro pad.*, 2011, I, 658;
- Trib. Teramo, 17 maggio 2011, in www.iusexplorer.it;
- App. Bari, 28 febbraio 2012, in www.giurisprudenzabarese.it;
- Trib. Ravenna, 7 giugno 2012, in www.ilcaso.it;
- Trib. Milano, 12 febbraio 2014, in *Giur. comm.*, 4, 2015, 826 e in *Società*, 2014, 11, 1191;
- Trib. Trieste, 7 marzo 2014, in *Giur. it.*, 2104, 1613;
- Trib. Forlì, 19 marzo 2014, in *Fallimento*, 2014, 7, 826;

Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Fallimento*, 2015, 1, 59 e in *Corr. giur.*, 2015, 1, 78;

Trib. Verona, 26 maggio 2014, in *Banca borsa*, 2015, 6, II, 733;

Trib. Modena, 11 giugno 2014, in www.iusexplorer.it;

Trib. Milano, 19 settembre 2014, in *Giur. it.*, 2015, 2, 386;

Trib. Lucca, 16 gennaio 2015, in www.iusexplorer.it;

Trib. Salerno, 18 febbraio 2015, in www.iusexplorer.it;

Trib. Teramo, 21 aprile 2015, in www.iusexplorer.it;

Trib. Venezia, 29 aprile 2016, in www.iusexplorer.it;

Trib. Massa, 4 luglio 2016, in www.iusexplorer.it;

Collegio Arbitrale, 2 marzo 1996, in *Riv. dell'arbitrato*, 1996, 353;

Collegio Arbitrale Mantova, 23 settembre 2009, in www.ilcaso.it.

Austria

Corte Costituzionale, n. 3 del 28 luglio 2015, in *RTDE*, 2015, 4, 184, anche disponibile alla pagina web http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2015_04_RTDE.pdf.

CEDU

CEDU, *Pressos Companía Naviera S.A. ed altre c. Belgio*, 20 novembre 1995, § 31 serie A n. 332 (rinvenibile in lingua francese alla pagina <https://www.doctrine.fr/d/CEDH/CLINF/CLIN/1995/CEDH002-10154>;

CEDU, *Aurelia Popa c. Romania*, 1690/05, 26 gennaio 2010 (rinvenibile in lingua francese alla pagina [http://hudoc.echr.coe.int/eng#{"itemid":\["001-96842"\]}](http://hudoc.echr.coe.int/eng#{)).

Stati Uniti

Sinclair Oil Corporation v. Levien, 280 A.2s 717, 723 (Del. 1971);

Lynch v. Vickers Energy Corp., 383 A.2d 278 (Del. 1977);

Getty Oil Co. v. Skelly Oil Co., 267 A.2d 883, 887 (Del. 1979);

Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., 535 A.2d 1334, 1344 (Del. 1987);

Shell Petroleum v. Smith, 606 A.2d 112 (Del. 1992);

Stroud v. Grace, 606 A.2d 75, 83-84 e 93-96 (Del. 1992);
Cede & Co., 634 A.2d 345 (1993);
Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc., 638 A.2d 1110, 1113-15 e 1121-22 (Del. 1994);
Odyssey Partners, L.P. v. Fleming Companies, Inc., 735 A.2d 386, 412-13 (Del. Ch. 1999);
Solomon, 747 A.2d, 1124-25 (Del. Ch.. 1999);
In re Pure Resources Shareholders Litigation, 808 A.2d 421, 445 (Del. Ch. 2002);
Abraham v. Emerson Radio Corp., 901 A.2d 751, 759 (Del. Ch. 2006);
In re John Q. Hammons Hotels Inc. Shareholder Litigations, 2009 WL 3165613, *29 (Del. Ch. 2009);
In re CNX Gas Corp. Shareholders Litigation, 2010 WL 2291842, C.A. No. 5377-VCL (Del. Ch. 2010);
eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, 16 A. 3d 1 (Del. Ch. 2010);
Southern Peru Copper Corporation Shareholder Derivative Litigation, 30 A.3d 60, 89 (Del. Ch. 2011).

INDICE DELLE MASSIME NOTARILI

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.G.8, *Sottoscrizione della ricostituzione del capitale sociale ridotto per perdite* - 1° pubbl. 9/04) rinvenibile alla pagina web: <http://www.notaitriveneto.it/dettaglio-massime-triveneto-58-spa---modifiche-dellatto-costitutivo---operazioni-sul-capitale-e-operazioni-di-ripiamento-perdite.html#inizio>;

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 96 del 18 maggio 2007. *Efficacia delle sottoscrizioni di aumenti di capitale, prima del termine finale di sottoscrizione (artt. 2439, 2444, 2481-bis, c.c.)*, rinvenibile alla pagina web: <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/96.aspx>;

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 125 del 5 marzo 2013. *Aumento di capitale e compensazione di crediti*, rinvenibile alla pagina web: <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/125.aspx>;

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.G.38, *Modalità di esercizio della compensazione tra debito per sottoscrizione di un aumento a pagamento del capitale e credito per finanziamento soci* - 1° pubbl. 9/16, rinvenibile alla pagina web: <http://www.notaitriveneto.it/dettaglio-massime-triveneto-58-spa---modifiche-dellatto-costitutivo---operazioni-sul-capitale-e-operazioni-di-ripiamento-perdite.html#inizio>.

BIBLIOGRAFIA

- ABRIANI N., *I conferimenti*, in N. Abriani - S. Ambrosini – Oreste Cagnasso – P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, IV, Padova, 2010, 123;
- ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in N. Abriani - S. Ambrosini – Oreste Cagnasso – P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, IV, Padova, 2010, 416;
- ACCORNERO A., ROBBIANO C., *Strategie societarie per la ristrutturazione del debito bancario*, in *Società*, 2011, 8, 916;
- AGHION P. – HART O. – MOORE J., *The Economics of Bankruptcy Reform*, 8 *Journal of Law, Economics and Organization*, 1992, 523;
- AYOTTE K. - SKEEL D. A., *An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice*, 73 *U. Chi. L. Rev.* 425 (2006);
- ADLER B. E., *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 *Stan. L. Rev.* 311, 322-23 (1993);
- ADLER B. E., *Finance's Theoretical Divide and the Proper Role of Insolvency Rules*, 67 *S. Cal. L. Rev.* 1107 (1994);
- ALLEN W. T. – KRAAKMAN R. – SUBRAMANIAN G., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, New York, 2009;
- ALPA G., *La causa e il tipo*, in *I contratti in generale*, a cura di G. Gabrielli, V, I, Torino, 1990, 484;
- ALPA G., *L'uso giurisprudenziale della causa del contratto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, II;
- AMBROSINI S., *Il concordato fallimentare*, in S. AMBROSINI, G. CAVALLI, A. JORIO, *Il fallimento*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, XI, 2, Padova, 2009;
- AMBROSINI S., *Le obbligazioni*, in N. ABRIANI . S. AMBROSINI – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, IV, I, Padova, 2010, 885;

- ANDREANI G. - TRON A., *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito. Aspetti economico-aziendali, fiscali e di bilancio alla luce del nuovo principio contabile OIC 6*, Milano, 2012;
- ANGELICI C., *La costituzione delle società per azioni*, in *Trattato Rescigno*, 16, Torino, 1985, 242;
- ANGELICI C., *Appunti sull'art. 2346 c.c., con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 175;
- ANGELONE ITALIANO A., *L'aumento di capitale contestualmente sottoscritto*, Roma, 2013;
- ANTONIAZZI S., *L'unione bancaria europea: i nuovi compiti della BCE di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e il meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2014, 3-4, 717;
- ARDIZZONE L., *Commento agli artt. da 2357 a 2358. Azioni proprie*, in M. Notari (a cura di), *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2008, 643;
- J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper n. 244/2014, rinvenibile alla pagina web http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2393998;
- ARNOLD T., *Shareholder Duties under State Law*, in *Tulsa Law Rev.*, 1992, 28, 213;
- ASCARELLI T., *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952;
- ATLANTE N., *Compensazione del credito del socio con il debito da sottoscrizione*, in *Società*, 1995, 45;
- AUTUORI L., *Organizzazione degli obbligazionisti*, in *Obbligazioni Bilancio. Artt. 2410 – 2435-bis c.c.*, a cura di M. Notari e Luigi A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti - L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2006;
- AYOTTE K. - SKEEL D. A. JR., *An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice*, 73 *U. Chi. L. Rev.*, 2006, 425;
- BARONCELLI S., ART. 47, IN *Commentario alla Costituzione*, a cura di R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti, Torino, 2006, 945;

- BAIRD D.G. - RASMUSSEN R.K., *Control rights, priority rights and conceptual foundations of corporate reorganizations*, in 87 *Virginia L. Rev.*, 921, 2001;
- BALDASSARRE A., Voce *Iniziativa economica privata*, in *Enc. dir.*, Milano, 1971;
- BARCELLONA P., *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969;
- BARILE P., CHELI E., GRASSI S., *Istituzioni di diritto pubblico*, Padova, 2011;
- BARRA CARACCILO L., *Profili di illegittimità costituzionale della c.d. "Unione bancaria" e del "bail-in" nel quadro della moneta unica*, in www.asimmetrie.org, 2016, 4;
- BARRETTONI ARLERI A., *Miti e realtà nei principi della contabilità pubblica*, Milano, 1986;
- BARTOLACELLI A., *La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2012;
- BEBCHUK L. A., *A new approach to corporate reorganization*, in 101 *Harvard L. Rev.*, 1988, 775;
- BEBCHUK L. A., *Using options to divide value in corporate bankruptcy*, *Harvard Law School DP*, 1999, 271;
- BELLOMO F., *Nuovo sistema del diritto penale*, I, Bari, 2010;
- BELVISO U., *Realtà e consensualità nel contratto di sottoscrizione di azioni di nuova emissione*, in *Giur. comm.*, 1981, II, 319;
- BELVISO U., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di P. Rescigno, XVII, Torino, 1985;
- BERNARDI M., *Legittimità delle operazioni di leveraged Buy-out*, in *Dir. prat. soc.*, 9, 2003;
- BERTACCHINI E., *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento*, in *Il Fallimentarista*, 4 giugno 2013;
- BERTACCHINI E., *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca borsa*, 2, 2014, 181;
- BENAZZO P. E PATRIARCA S. (diretto da), *Codice commentato delle s.r.l.*, Torino, 2006;
- BESSONE M. – ROPPO E., *La causa nei suoi profili attuali. (Materiali per una discussione)*, in AA.Vv., *Causa e consideration* (a cura di G. Alpa - M. Bessone), Padova 1984;

- BETTI E., *Teoria generale dell'interpretazione*, Milano, 1955;
- BETTI E., *Causa del negozio giuridico*, in *Novissimo Digesto Italiano*, III,. Torino, 1957;
- BIANCA C. M., *Diritto civile. 3. Il contratto*, Milano, 2000, 444;
- BIANCA C. M., *Divieto di patto commissorio*, Napoli, 2013;
- BIANCA C. M., *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 2014;
- BIANCO M. – MARCUCCI M., *Procedure fallimentari ed efficienza economica: valutazioni teoriche e riflessioni per l'economia italiana*, in *Banca impr. soc.*, 2001;
- BIRKMOSE H. S., *Shareholders' Duties in European Company Law*, in *European Company Law*, 2016, 13, 5 s.;
- BORDIGA F., *Emissione di assegni a favore di società azionario in pendenza di aumento di capitale: formazione del vincolo di apporto e profili di qualificazione*, in *Banca borsa*, 2008, II, 540;
- BRADLEY M. - ROSENZWEIG M., *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 *Yale L. J.* 1043 (1992);
- BRANCADORO G., *Commento agli artt. 2410-2420 c. c.*, in AA.VV. *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 928;
- BRATTON W. W., *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics, and Law, Theory and Practice, Substance and Process, Forthcoming*; *Georgetown Law and Economics Research Paper* No. 902910. Disponibile anche alla pagina web SSRN: <http://ssrn.com/abstract=902910>;
- BRECCIA U., *Il contratto in generale*, III, a cura di G. Alpa, U. Breccia, A. Liserre, 1999, 66, in *Trattato Bessone*, XIII;
- BRECCIA U., *Il contratto in generale*, t. II, in *Trattato di diritto privato* diretto da M. Bessone, V, XIII, Torino, 1999;
- BRECCIA U., *Morte e resurrezione della causa: la tutela*, in *Il contratto e le tutele, Prospettive di diritto europeo*, a cura di Mazzamuto, Torino, 2002;
- BRUNO F. - CASTAGNA P., *La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (debt for equity swap) nell'ambito dei restructuring in Italia, Germania e UK*, in *Società*, 2015, 272;

- BRUNO N.A., *Il leveraged buy-out nella casistica giurisprudenziale*, in *Banca borsa*, 6, 2002, 807;
- BUSANI A., *Massimario delle operazioni societarie*, Milano, 2015;
- BUSI C. A., *S.p.a. – s.r.l., Operazioni sul capitale*, Milano, 2004;
- BUSI C. A., *Aumento del capitale nelle s.p.a. e s.r.l.*, Milano, 2013;
- CACCHI PESSANI S., *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged Buy-out*, Milano, 2007;
- CACCHI PESSANI S., *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, Milano, 2012;
- CAPIZZI A. – CAPPIELLO S., *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata del debito in capitale*, Intervento al V Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale Orizzonti del Diritto Commerciale, "L'Impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi", Roma 21-22 febbraio 2014, rinvenibile alla pagina web:
http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24571/cappiello_s._capizzi_a._d_ef._30.01.14.pdf;
- CARDARELLI M. C., *Intervento del terzo ex art. 1180 c.c. ed esecuzione dell'obbligo di conferimento per aumento di capitale*, in *Società*, 2005, 10, 1248;
- CARINGELLA F., *Manuale di diritto civile; III Le obbligazioni*, Roma, 2011;
- CARRIÈRE P., *Condizioni di liceità del "leveraged buy-out"*, in *Dir. prat. soc.*, 19-22, 2004, 24;
- CARRIÈRE P., *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Società*, 2010, 1, 7;
- CARRIÈRE P., *Dal merger leveraged buy-out al (de-merger) de-leveraged sell-out: la "conversione" dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione*, in *Società*, 3/2012, 278;
- CAMPOBASSO G. F., voce *Accollo*, in *Enc. giur.*, I, Roma, 1988;
- CAMPOBASSO G. F., *Le Obbligazioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, 5, 1988, Torino;
- CAMPOBASSO G. F., *Diritto delle società*, in *Diritto commerciale*, Torino, 2009;
- CAPPIELLO R., *Rassegna di diritto societario (1993-1998): azioni, quote e obbligazioni*, in *Riv. soc.*, 3-4, 2000, 618;

- CAPRIGLIONE F., *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, 2, 537;
- CARBONETTI F., *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988;
- CARBONETTI F., *Commento all'art. 2358*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, I, Padova, 2010, 369;
- CAROTA L., *La revoca della deliberazione di aumento di capitale scindibile*, in *Contr. impr.*, 1996, 859;
- CATALANO R., *La causa contrattuale nell'uso della giurisprudenza*, in *Dir. e giur.*, 2011;
- CATAUDELLA A., *La donazione mista*, Milano, 1970, 74;
- CATAUDELLA A., *I contratti. Parte generale*, Torino, 2014;
- CAVALLO BORGIA R., *Azioni e obbligazioni di società*, Padova, 1988;
- CENNERAZZO S., *Sui rapporti tra il divieto di accordare prestiti per la sottoscrizione di partecipazioni proprie e la rinuncia della società a proseguire un'azione giudiziale*, in *Banca borsa*, 2011, 5, 553;
- CERRATO S. A., *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove S.r.l.*, opera diretta da M. Sarale, Bologna, 812;
- CHIASSONI P., *Tecnica dell'interpretazione giuridica*, Bologna, 2007;
- CHIOMENTI F., *La revoca delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1969, 164;
- CIAN M., *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, 2006;
- CICALA R., *Il negozio di cessione del contratto*, Napoli, 1962;
- CICALA R., *Saggi. Sull'obbligazione e le sue vicende*. Napoli, 2001;
- CIOFFI C., *Classe, concetto e tipo nell'individuazione dei contratti del diritto applicabile ai contratti atipici*, 2008;
- CINCOTTI C., *Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria*, in *Giur. comm.*, 2010, 6, 1106;
- CIVERRA E., *Aumento del capitale sociale mediante compensazione e disciplina dei conferimenti*, in *Società*, 1997, 12, 1433;
- CLARIZIA R., *Assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune*, in *Società*, 1991, 3, 320;

- CLOWRY, K., *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, in *European Company Law* 7, no. 2 (2010), 51-58;
- COFFEE J. C., JR. e KLEIN W. A., *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, 58 *U. Chi. L. Rev.* 1207 (1991);
- COFFEE J. C., JR., *Bail-ins versus Bail-outs. Using Contingent Capital To Mitigate Systemic Risk*, *Columbia Law and Economics Working Paper* No. 380, October 22, 2010, New York, rinvenibile anche alla pagina web http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1675015;
- COHEN Z., *Fiduciary Duties of Controlling Shareholders: A Comparative View*, in *Journal of International Law*, 1991, 12, 1;
- COLOMBO C., *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, Padova, 1999;
- COLUSSI C., *Obbligazioni di società*, in *Enc. giur.*, XXI, Roma, 1990, 5;
- COOTER R. – ULEN T., *Law & Economics*, Londra, 2012, 7;
- CORSI F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 415;
- COSSA M. E PERASSI M., *Le obbligazioni*, IN M. VIETTI (a cura di), *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla "Riforma Vietti"*, Torino, 2014, 483;
- COSTANZA M., *Il contratto atipico*, Milano, 1981;
- COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, 1, 729;
- COVINO G. – JEANTET L., *Concordato: conversione forzata di crediti in equity, risoluzione e sorte dell'obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente* (nota a Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014), in www.ilfallimentarista.it;
- D'ALESSANDRO F., *Interesse pubblico alla conservazione dell'impresa e diritti privati sul patrimonio dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 60;
- D'ALESSANDRO F., *Rapporti di scambio tra una società e i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie*, in *Contr. impr.*, 1993, 1028;
- D'ALESSANDRO F., *"La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata" Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 1, 34;
- D'ANDREA S., *L'esercizio del credito nella Repubblica italiana*, in <http://www.appelloalpopolo.it/?p=8429>;

- D'ANGELO A., *Contratto e operazione economica*, Torino, 1992;
- DATTILO G., *Tipicità e realtà nel diritto dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1984, I, 790;
- D'ATTORRE G., *L'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori tra par condicio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, 852;
- DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, 5, 361;
- DE CICCIO O., *Le classi di creditori nel concordato preventivo. Appunti sulla par condicio creditorum*, Napoli, 2007;
- DE JONGH J. M., *Shareholders' Duties to the Company and Fellow Shareholders*, in *European Company Law*, 2013, 3, 185;
- DE LUCA N., STAGNO D'ALCONTRES A., voce "Obbligazioni di società", in *Enc. Dir.*, Agg. VI, Milano, 2002, 803;
- DEMURO I., *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, in *Giur. comm.*, 2, 2010, 229;
- DEMURO I., *Aumento di capitale, Rassegna di giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2011, 7, 723;
- DE NOVA G., *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974;
- DE NOVA G., *Sul rapporto tra disciplina generale dei contratti e disciplina dei singoli contratti*, in *Contr. impr.*, 1988, 328;
- DE NOVA G., *Frazionamento e aggregazione nei contratti alla luce del diritto comunitario*, in *Contratti*, 1995, 106;
- DI BIASE A., *Onerosità e gratuità nelle operazioni negoziali complesse*, Napoli, 2010;
- DI BRINA L., "Risoluzione" delle banche e "bail-in", *alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2015, 4, 184;
- DI GIORGIO G., *L'assicurazione dei depositi e il completamento dell'unione bancaria*, in AA. VV., *FCHub Focus. Il bail-in*, Supplemento al n. 1/2016 di *Riv. Bancaria*, 5;
- DE ROSE C., *L'antigiuridicità del salvataggio delle banche attraverso il c.d. "bail-in"*, in www.foroeuropa.it, 2016, 1;

- DEMURO I., *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, in *Giur. comm.*, 2010, 2, 229;
- DENOZZA F., *Different policies for corporate creditors protection*, in *Eur. Business Organization Law Rev.*, 2006, 7, 411;
- DE PRA A., *Aumento del capitale* (rassegna di giurisprudenza), in *Giur. comm.*, 2011, 2, 723;
- DICIOTTI E., *Interpretazione della legge e discorso razionale*, Torino, 1999;
- DI GIOVANNI F., *Il tipo e la forma (Aspetti dell'interferenza tra qualificazione e requisiti del contratto)*, Padova, 1992, 75;
- DI IULIO A., FARINA M., *Concordato fallimentare*, in *Trattato di diritto delle procedure concorsuali* diretto e coordinato da Apice U., II, Torino, 2011, 512;
- DI MARZIO F., *La crisi d'impresa. Questioni controverse del nuovo diritto fallimentare*, Padova, 2010;
- DI MARZIO F., *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Milano, 2011;
- DI SABATO F., *Manuale delle società*, Torino, 1987, 239;
- DI SABATO F., *Quando va effettuato il versamento dei tre decimi?* in *Riv. dir. impr.*, 1993, 98;
- DI SABATO F., *Sulla estinzione per compensazione del debito di conferimento*, in *Contr. impr.*, 1995, 656;
- DI SABATO F., *Sulla estinzione per compensazione del debito di conferimento*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*, Padova, 1997, 239;
- DI SABATO F., *Istituzioni di diritto commerciale*, Milano, 2006;
- DOLMETTA A., *Il merger leveraged buyout nella legge delega 366/2001*, in *Corr. giur.*, 2000, 239;
- DOMENICHINI G., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993;
- DONATIVI V., *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Pietro Rescigno, 16, *Impresa e Lavoro*, II, Torino, 2011, 189;
- DUCCI D., *Commento sub art. 2440*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe;
- FABIANI M., *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009, 109;

- FABIANI M., *La fattibilità del piano concordatario nella lettura delle Sezioni Unite*, in *Fallimento*, 2013, 2, 149;
- FABRIZIO A., *Ipotesi di riduzione del capitale sociale non previste dalla legge*, in *Società*, 1994, 503;
- FANTI F., *Compensazione di crediti del socio con debiti verso la società a r.l. per decimi non versati*, in *Società*, 2004, 587;
- FARENAGA L., *Sulla natura giuridica della sottoscrizione del capitale sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, II, 466;
- FARNSWORTH A. H., *Close Corporations-Rights and Duties of Shareholders – Fiduciary Relationship Among Shareholders-Shareholders' Rights of Equal Opportunity to Participate in Corporate Purchase of Its Own Stock for Corporate Treasury*, in *Cornell Law Rev.*, 1976, 61, 986;
- FAUCEGLIA G., *Le obbligazioni emesse dalle banche*, in *Giur. comm.*, 3, 1995, 465;
- FEDELE A., *Art. 23*, in *Commentario della Costituzione* a cura di Giuseppe Branca, Bologna, 1978;
- FERRARA F., JR. – CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1987;
- FERRI C. – MARELLI F., *Le procedure diverse dalla liquidazione nell'Insolvency Act del Regno Unito: spunti in prospettiva di riforma della legge fallimentare*, in *Giur. comm.*, I, 2003;
- FERRI C., *L'esperienza del Chapter 11. Procedura di riorganizzazione dell'impresa in prospettiva di novità legislative*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 65;
- FERRI G., *Le società*, in *Trattato Vassalli*, X, 1985;
- FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2010;
- FERRI G. B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966;
- FERRI G. B., *Tradizione e novità nella disciplina della causa del negozio giuridico (dal cod. civ. 1865 al cod. civ. 1942)*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1986;
- FERRI G. B. *I profili generali della teoria del negozio giuridico*, in G.B. Ferri – C. Angelici, *Studi sull'autonomia dei privati*, Torino, 1997;
- FERRI G. B. *La causa nella teoria del contratto*, in G.B. Ferri – C. Angelici, *Studi sull'autonomia dei privati*, Torino, 1997;

- FERRI G. B., *L'“invisibile” presenza della causa del contatto*, in G.B. FERRI, *Il potere e la parola*, Padova, 2008;
- FERRI G. B., *Il potere e la parola*, Padova, 2008;
- FERRI G.B., *Operazioni negoziali “complesse” e la causa come funzione economico-individuale del negozio giuridico*, in *Dir. giur.*, 2008, 318;
- FERRI G. B., *L'accordo sufficiente e la funzione del contratto*, in G.B. FERRI, *Il potere e la parola*, Padova, 2008;
- FERRI JR. G., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 762;
- FERRI JR., G., *Assegnazione delle partecipazioni ai creditori e risoluzione del concordato preventivo* (nota a Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014), in *Corr. giur.*, 2015, 1, 80;
- FERRO M., *La legge fallimentare. Commentario teorico pratico*, Padova, 2014;
- FERRUCCI A. – FERRENTINO C., *Le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici*, Milano, 2012.
- FIMMANÒ F., *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, 1, 57;
- FRÉ G., *Società per azioni*, Milano, 1982, 583;
- GABRIELLI E., *Il contratto e le sue classificazioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1997, I, 705;
- GABRIELLI E., *Il “contratto frazionato” e l'unità dell'operazione economica*, in *Giust. civ.*, 3, 2008, 738;
- GABRIELLI E., *L'operazione economica nella teoria del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 3, 2009, 905;
- GABRIELLI E., *Accordi di ristrutturazione del debito e tipicità dell'operazione economica*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 1071;
- GABRIELLI E., *Contratto e operazione economica*, in *Digesto 4. Discipline Privatistiche, Sezione civile, Aggiornamento*, Torino, 2011, 243;
- GABRIELLI E., *“Operazione economica” e teoria del contratto. Studi*, Milano, 2013;
- GABRIELLI E., *Causa in concreto e patti parasociali*, in *Giur. it.*, 2014, 1614;
- GALGANO F., *Aumento di capitale solo parzialmente eseguito*, in *Giur. comm.*, 1976, II, 499;

- GALGANO F., *La libertà di iniziativa economica privata nel sistema delle libertà costituzionali*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da Francesco Galgano, I, Padova, 1977, 511;
- GALGANO F., *Art. 41*, in *Commentario della Costituzione* a cura di Giuseppe Branca, Bologna, 1982, 1;
- GALGANO F. – GENGHINI L., *Il nuovo diritto societario*, I, *Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, Padova, 2006;
- GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, Padova, 2009;
- GALGANO F., *Il contratto*, Padova, 2011;
- GALLETTI D., "Elasticità" della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in *Banca borsa*, 2, 1997, 239;
- GALLI S., *Osservazioni in tema di modificazioni del prestito obbligazionario*, in *Giur. comm.*, 1991, II, 516;
- GANDIA E., *Aumento di capitale mediante compensazione di crediti nel diritto spagnolo*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 552;
- GARDELLA A., *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca borsa*, 2016, 5, 587;
- GAREGIO G., *Risoluzione del concordato preventivo: quid iuris degli effetti societari prodotti* (nota a Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014), in *Giur. it.*, 2015, 1, 131;
- GAROFOLI R – FERRARI G., *Manuale di diritto amministrativo*, Milano, 2015;
- GAZZONI F., *Manuale di diritto civile*, Napoli, 2008;
- GENGHINI L. – SIMONETTI P., *Le società di capitali e le cooperative*, Padova, 2012;
- GIANNELLI A., *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 180;
- GIANNELLI A., *Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013;
- GIANNELLI G., *Obbligazioni di società*, in *Diritto commerciale. Dizionario del diritto privato* a cura di N. Abriani, Milano, 2011;
- GINEVRA E., *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001;
- GRAZIANI A., *Diritto delle società*, Napoli, 1963;

- GUARNERI A., *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, 799;
- GUERRERA F., *Sub art. 2438-2439*, in *Aa. Vv., Società di capitali, Commentario* a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, II, 1155;
- GUERRERA F. - MALTONI M., *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. soc.*, 2008, 333;
- GUERRERA F., *Il "nuovo" concordato fallimentare*, in *Banca borsa*, 2006, I, 539;
- GIORGIANNI M., voce *Causa (Diritto Privato)*, in *Enc. dir.*, 1960, 548;
- GUATRI L., *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, 1995;
- GUIZZI G., *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, 12, 1485;
- GUGLIELMUCCI C., *L'accollo nella recente dottrina e giurisprudenza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1964, 1126;
- HART O., *Financial Contracting*, *Journal of Economic Literature*, vol. 39, 2001, 1079;
- HART O., *Firms, Contracts, and Financial Structure*, OUP, 1998;
- HOTCHKISS E. –MOORADIAN R., *Acquisitions as a means of restructuring firms in Chapter 11*, in *7 Journal Fin. Int.* 1, 1998;
- HIRSCHHORN W. I., YOUNGERS M. A., *Valuation and Major Debt-Equity Swaps*, in *American Bankruptcy Institute Journal*, 1994;
- HOUBEN M., *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, in *Riv. soc.*, 2015, 617;
- IACCARINO G., *Aumento del capitale mediante compensazione del debito nascente dalla sottoscrizione con il credito per la restituzione del prestito vantato dal socio verso la società*, in *Società* 2011, 8, 936;
- IRTI N., *Testo e contesto. Una lettura dell'art. 1362 codice civile*, Padova, 1996;
- JACKSON T.H., *Non-bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, in *Yale Law Journal*, 91, 1982, 857;
- JENSEN M. C. - MECKLING W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, 305;
- KOROBKIN D. R., *Value and Rationality in Bankruptcy Decisionmaking*, *33 Wm. & Mary L. Rev.* 333, 335 (1992);

- LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001;
- LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa*, I, 2003, 521;
- LAMANNA F., *L'indeterminismo creativo delle Sezioni Unite in tema di fattibilità nel concordato preventivo: "così è se vi pare"*, in *Il Fallimentarista*, 26.2.2013;
- LASERRA G., *L'interpretazione della legge*, Napoli, 1955;
- LAURINI G., *Della pretesa contestualità tra sottoscrizione e versamento di tre decimi dell'aumento di capitale*, in *Riv. not.*, 1997, 1520;
- LENER G., *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1999;
- LENER R., *Bail-in: una questione di regole di condotta? Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio"*, in *Riv. dir. bancario*, 9, 2016;
- LENER R., *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa*, 2016, 3, 287;
- LIBONATI B., *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, Intervento al Convegno per i cinquanta anni della *Riv. soc.*, ora in *Riv. dir. comm.*, 2007, 1;
- LO CASCIO G., *Il concordato preventivo*, 8° ed., Milano, 2011;
- LO CASCIO G., *Il concordato preventivo nel quadro degli istituti di risanamento*, in *Fallimento*, 2012, 137;
- LO CASCIO G., *Concordato preventivo: natura giuridica e fasi giurisprudenziali alterne*, in *Fallimento*, 2013, 525;
- LO CASCIO G., *Il punto sul concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2014, 1, 7;
- LOGOTETA S., *Compensazione fallimentare dei debiti da conferimento del socio per aumento di capitale*, in *Fallimento*, 2010, 2, 172;
- LOMBARDI G., BELTRAMI P. D., *I criteri di selezione della procedura più adatta al risanamento di un'impresa in crisi*, in *Giur. comm.*, 5, 2011, 713;
- LOWRY J., *The prohibition against financial assistance: construing a rational response*, in D. Prentice – A. Reisberg (Ed.), *Corporate Finance Law in the UK and EU*, Oxford – New York, 2011, 3;
- LUGARESI S., *La risoluzione delle crisi bancarie: bail-in e resolution planning*, in AA. VV. *FCHub Focus. Il bail-in*, Supplemento al n. 1/2016 di *Riv. Bancaria*, 19;

- LUONI S., *Le obbligazioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, 714;
- LUPOLI V., *L'esenzione da OPA obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi: i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in F. Bonelli (a cura di), *Crisi di imprese: casi e materiali*, Milano, 2011, 111;
- MAJELLO V., *L'esercizio del diritto di opzione per le azioni di nuova emissione*, in *Giur. comm.*, 1996, 137;
- MAKTOUF L., *Some reflections on Debt-for-Equity Conversion*, in 23 *Int'l L.* 909, 1989;
- MALTONI M., *Compensazione del credito del socio verso la società con il debito sorto a suo carico a seguito della sottoscrizione dell'aumento di capitale*, nota a Cass. 10 dicembre 1992, n. 13095, in *Giur. comm.*, 1994, II, 205;
- MALTONI M., *Consensualità del contratto di sottoscrizione e qualificazione giuridica dell'obbligo di versamento dei tre decimi: spunti di riflessione*, in *Giur. comm.*, 1997, II, 655;
- MANDRIOLI L., *La disciplina dell'azione revocatoria nelle procedure di composizione negoziale delle crisi d'impresa*, in *La disciplina dell'azione revocatoria*, a cura di S. Bonfatti, Milano, 2005, 144-171;
- MANZO V., *L'aumento di capitale mediante compensazione tra il debito da conferimento ed il credito vantato dal socio nella s.r.l.*, in *Società*, 2013, 457;
- MARASÀ E., *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo – G.B. Portale, VI, Torino, 1998;
- MARCHETTI P., *Problemi in tema di aumento di capitale*, in AA.VV., *Aumenti e riduzioni di capitale*, Milano, 1984;
- MARCHETTI P., *L'intervento in assemblea*, *Contr. impr.*, 1986, 985;
- MARCHETTI P., *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 3-4, 562;
- MARCHETTI P., *Dove vanno le massime del Notariato in materia societaria. Invito ad una riflessione*, 2013. rinvenibile al link http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/19171/marchetti_p_18.01.013.pdf
- MARELLI F., *Esperienza applicativa e riforme nella procedura di "riorganizzazione" del diritto fallimentare statunitense*, in *Riv. dir. proc.*, 1996, 1157;

- MARTORANO F., *La revocatoria dei conferimenti in società di capitali*, Milano, 2000;
- MARTORANO F., *Compensazione del debito per conferimento*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, 2, 519;
- MASCHIO E., *Mancata sottoscrizione di tutto il capitale deliberato e pretesa cancellazione dell'iscrizione*, in *Dir. fall.*, 1976, II, 250;
- MAZZIOTTI DI CELSO M., *Lezioni di diritto costituzionale*, II, Milano, 1993;
- MECKLING W. H., *Financial markets, default, and bankruptcy: the role of the state*, 41 *Law and Contemporary Problems* 13-38 (Fall 1977), 13;
- MENGONI L., *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, 428;
- MENGONI L., *Ancora sulla divisione ereditaria dei pacchetti azionari di controllo*, in *Riv. soc.*, 1959, 1018;
- MERUSI F., *Commentario alla Costituzione, Rapporti Economici*, a cura di G. BRANCA, 1980;
- MESSINEO F., *Il contratto in generale*, in *Trattato Cicu Messineo*, 1, Milano, 1973, 11;
- MIOLA M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 433;
- MIOLA M., *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, 237;
- MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960;
- MIGNONE G., *Gli strumenti finanziari di cui al 6° co. Dell'art. 2346*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009;
- MONTALENTI P., *Leveraged buy-out*, in *Enc. giur.*, Roma, 1990, XVIII;
- MONTALENTI P., *Il leveraged buy-out*, Milano, 1991;
- MONTALENTI P., *I giudici italiani e il Leveraged buy-out tra responsabilità del capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, nota a Trib. Milano, sez. pen., 18 settembre 1992, in *Foro it.*, 1993, II, 167;

- MONTALENTI P., Sub art. 2501-bis, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, in Cottino – Bonfante – Cagnasso – Montalenti (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 2311;
- MONTALENTI P., *Il leveraged buy-out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 791;
- MORANO A., *Acquisto di azioni mediante Leveraged buy-out*, *Società*, 1989, 8;
- MORANO A., *Il merger leveraged buy-out alla luce del nuovo art. 2501-bis*, in *Società*, 2003, 952;
- MOSSA S., *Obbligazioni e obbligazionisti nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1955, 77;
- MUSCARIELLO M., *Sulla consensualità del contratto di sottoscrizione di azioni di nuova emissione in sede di aumento di capitale*, in *Dir. e giur.*, 1994, 474;
- NICCOLINI G., *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 431 e Roma, 1988;
- NORELLI E., *Il giudizio di omologazione nel concordato preventivo*, in F. DI MARZIO (a cura di), *La crisi d'impresa. Questioni controverse del nuovo diritto fallimentare*, Padova, 2010;
- NOTARI M. – GIANNELLI A., *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, in *Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da), Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008;
- NUZZO M., *Utilità sociale e autonomia privata*, Milano 1974;
- OLIVIERO P., *"Conversione" del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, a cura di F. Bonelli, Milano, 2011, 91;
- PACIELLO A., *Considerazioni sulla struttura del contratto di sottoscrizione*, in *Banca borsa*, 1983, II, 91;
- PACIELLO A., *Risoluzione del concordato preventivo e sorte delle partecipazioni già assegnate ai creditori in esecuzione del piano* (nota a Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014), in *Corr. giur.*, 2015, 1, 85;
- PAJARDI P., PALUCHOWSKI A., *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008;
- PALERMO G., *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1970;

- PANTÈ F. G. – QUATRARO G., *Azioni obbligazioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2004;
- PARTESOTTI G., *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo – G.B. Portale, 2°, Torino, 1991, 474;
- PELLEGRINO G., *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, 2008;
- PERLINGIERI P., *Nuovi profili del contratto*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, 232;
- PESCATORE S., *Il rappresentante comune degli obbligazionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 129;
- PERRINO M., *Sub art. 2501-bis*, in G. Niccolini – A. Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali, Commentario*, a cura di Napoli, 2004, 1943;
- PETTITI D., *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964;
- PICARDI L., *Sub art. 2415 – Assemblea degli obbligazionisti*, in *Commentario del Codice Civile Utet, III, Della società - dell'azienda - della concorrenza*, a cura di D. U. Santosuosso, Torino, 2015, 849;
- PICONE L. G., *La reorganization nel diritto fallimentare statunitense*, Milano, 1993;
- PICONE L.G., *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del Leveraged buy-out*, Milano, 2001;
- PICONE L.G., *Il leveraged buy-out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr.* 2003, 1391;
- PISANI L., *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Torino, 2006, 767;
- PORTALE G. – DOLMETTA A., *Divieto di accettare azioni proprie o quote proprie in garanzia e casse di risparmio riformate*, in *Banca borsa*, 1989, I, 706;
- QUATRARO B. – D'AMORA S., *Le operazioni sul capitale. Aumenti e riduzioni del capitale sociale. Prestiti obbligazionari. Azioni proprie*, Milano, 1994;
- QUATRARO B., D'AMORA S., ISRAEL R., QUATRARO G., *Trattato teorico pratico delle operazioni sul capitale*, Milano, 2001;
- RAMPOLLA S., *Compensabilità del debito/credito del socio in sede di aumento di capitale*, in *Società*, 1996, 7, 782;
- RANDO D., *Negoziato di sottoscrizione di azioni e consensualità*, in *Dir. fall.*, 1996, II, 635;

- RASMUSSEN R. K. –SKEEL, D. A. JR., *The economic analysis of corporate bankruptcy law*, 3 *American Bankruptcy Institute Law. Rev.*, 85 1995;
- REDENTI E., *La causa del contratto secondo il nostro codice*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 4, 1950;
- REDENTI E., *Scritti e discorsi giuridici di mezzo secolo*, II, *Intorno al diritto sostanziale*, Milano 1962;
- RESCIGNO P., *Studi sull'accollo*, Milano, 1958;
- RIZZO V., *Fonti del diritto, interpretazione ed applicazione della legge. Interpretazione ed integrazione del contratto*, in *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, a cura di P. Perlingieri, Torino, 1980;
- ROE M. J., *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*, 83, *Colum. L. Rev.* 527 (1983), 575;
- ROE M. J., *Bankruptcy and Corporate Reorganization: Legal and Financial Materials*, 2000, 585 s.;
- RODOTÀ S., *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969;
- RODOTÀ S., *Art. 42*, in *Commentario della Costituzione* a cura di Giuseppe Branca, Bologna, 1982, 69;
- ROPPO V., *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 957;
- RINGE W.-G., *Forum Shopping Under the EU Insolvency Regulation*, *Oxford Legal Studies Research Paper No. 33/2008*, rinvenibile all'indirizzo internet: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1209822;
- ROLLI R., *Causa in astratto e causa in concreto*, Padova, 2008;
- ROVELLI L., nota di commento a Trib. Verona 20 ottobre 1993, in *Società*, 1994, 362;
- RULLI E., *Crisi bancarie e prime esperienze di risoluzione "assistita" da fondi: il primo intervento del fondo nazionale di risoluzione*, in *FCHub Focus. Il bail-in*, supplemento al n. 1/2016 di *Riv. Bancaria*, 9;
- SACCHI R., *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Milano, 1981;
- SACCHI R., *Il principio di maggioranza nel concordato preventivo e nell'amministrazione controllata*, Milano 1984;

- SACCHI S., *L'intervento e il voto nell'assemblea delle s.p.a. – Profili procedurali*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, 5, Torino, 1994, 203;
- SACCO R., Voce *Interesse meritevole di tutela*, in *Dig. Disc. Priv. – sez. civ.*, Agg. V, 2010;
- SALAFIA V., *Aumento di capitale e conferimento di crediti*, in *Società*, 1988, 225;
- SALAFIA V., *Sottoscrizione del capitale e correlativo versamento*, in *Società*, 1993, 317;
- SALAFIA V., Commento ad App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 197;
- SALAFIA V., *Il versamento del capitale*, in *Società*, 2011, 10, 1175;
- SALVATO L., *Questioni in tema di conversione del credito in capitale di rischio nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, Milano, 2015, 1, 62;
- SANDRELLI G., *La direttiva sul capitale sociale dopo l'“aggiornamento” del 2006: dibattito e riforma*, in *Riv. dott. comm.*, 6, 2008, 1125;
- SANDULLI M., Art. 160, in *La riforma della legge fallimentare*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, II, Torino, 2006, 985;
- SANDULLI M., *La crisi dell'impresa. Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, Torino, 2009;
- SANGIOVANNI V., *Rimborso del prestito obbligazionario e conflitto fra obbligazionisti*, *Giur. merito*, 7-8, 2011, 1857;
- SARALE M., *Obbligazioni di serie diverse, assemblea degli obbligazionisti e questioni in tema di invalidità delle deliberazioni*, nota a Trib. Milano, 18 settembre 1989, in *Giur. comm.*, 1991, II, 507;
- SARALE M. E RIVARO R., *Le obbligazioni*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2013, 203;
- SCHERMI A., *Deliberazione assembleare di aumento del capitale sociale mediante emissione di nuove azioni: modalità per il versamento dei tre decimi del valore nominale e condizioni per l'ordine di iscrizione nel registro delle imprese*, in *Giust. civ.*, 1998, 2807;
- SCHLESINGER P., *Recensione a P. Rescigno, Studi sull'accollo*, in *Riv. dir. civ.*, 1960, I, 652;

- SCHLESINGER P., *Merger leveraged buy-out e riforma societaria*, in *Corr. giur.*, 2003, 705;
- SCOGNAMIGLIO C., *Interpretazione del contratto e interesse dei contraenti*, Padova, 1992;
- SCOGNAMIGLIO R., *Contratto in generale*, in *Comm. C.c. Scialoja – Branca*. Sub artt. 1321 – 1352, Bologna, 1970;
- SCORZA G., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1971, 30;
- SILVESTRINI A., *La risoluzione del concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2016, 5, 509;
- SIMONETTO E., *Successione ereditaria e plusvalore della partecipazione azionaria di controllo*, in *Riv. soc.*, 1960, 685;
- SIROTTI GAUDENZI E., *Il Bail-In. Il recepimento della direttiva europea 2014/59/UE*, Padova, 2016;
- SKILL D. A., *Markets, Courts and the Brave New World of Bankruptcy Theory*, 1993, *Wis. L. Rev.* 465, 517-518;
- SLATTER S. – LOVETT D., *Corporate Turnaround*, Penguin, London, 2009;
- SPAGNOLO VIGORITA V., *L'iniziativa economica privata nel diritto pubblico*, Napoli, 1959;
- SPOLIDORO M. S., *Commento all'art. 20 d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, 168;
- SPOLIDORO M.S., *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buyout"*, in *Società*, 2000, 84;
- SPOLIDORO M. S., *I conferimenti in denaro*, in *Tratt. Colombo - Portale*, I, Torino, 2004, 423;
- SPOLIDORO M. S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buy-out)*, in *Riv. soc.*, 2004, 229;
- SPOLIDORO M.S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in Rescigno - Sciarrone Alibrandi (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, 30;
- STANGHELLINI L., *Creditori "forti" e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Società*, 2006, 377;
- STANGHELLINI L., *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007;

- STANGHELLINI L. – ZORZI A., *Perché il bail-in è costituzionale*, in www.lavoce.info, 6 settembre 2016, rinvenibile alla pagina web <http://www.lavoce.info/archives/42682/perche-il-bail-in-e-costituzionale/>;
- STANGHELLINI L., *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, Banca d'Italia, marzo 2014, n. 75;
- STRAMPELLI G., *Il limite quantitative alla prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 149;
- STRAMPELLI G., *Rendering (Once More) the Financial Assistance Regime More Flexible*, in *ECFR*, 2012, 533;
- TANTINI G., *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padova, 1980;
- TARELLO G., *L'interpretazione della legge*, in *Trattato di diritto civile commerciale*, diretto da Cicu-Messineo-Mengoni, Milano, 1980;
- TASSINARI F., Commento a Cass., 26 gennaio 1996, n. 611, in *Notariato*, 1996, 209;
- TEDESCHINI F., SACCO GINEVRI A., *La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, in *Giur. comm.*, 2009, 1, 58;
- TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2004, 10821;
- TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 147;
- TRIMARCHI A. M., *L'aumento del capitale sociale*, Milano, 2007;
- TRIMARCHI M., *L'impossibilità sopravvenuta di utilizzazione della prestazione*, in *Obbligazioni e contr.*, 2010, 6;
- TRIVELLONI S., voce *Accollo* (postilla di aggiornamento), in *Enc. giur.*, 1. Roma, 2007;
- UBERTAZZI T. M., *Accordi per gli aumenti di capitale nei risanamenti di impresa: profili civilistici e qualificatori*, in *Contr. impr.*, 2014, 2 321;
- UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law*, New York, 2005, rinvenibile alla pagina web www.uncitral.org/uncitral/es/publications/publications.html, 16;
- VANONI S., *Sottoscrizione di proprie azioni. Altre operazioni*, in *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di G.F. Campobasso, I, Milano, 2003, 436;

- VALZER A., *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012;
- VICARI A., *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006;
- VICARI A., *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in AA. VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 645;
- VITTONI L., *Ritorna il divieto di compensazione in sede di aumento di capitale?* in *Società*, 2005, 8, 1000;
- WARNER J. B., *Bankruptcy, Absolute Priority, and the Pricing of Risky Debt Claims*, 4 *J. Financial Econ.* 239, 244 (1977);
- WARREN E., *Bankruptcy Policy*, 54 *U. Chi. L. Rev.* 775, 777 (1987);
- WEIGMANN R., *Società per azioni*, in *Digesto comm.*, XIV, Torino, 1997, 358;
- WESTON J. F., *Some Economic Fundamentals for an Analysis of Bankruptcy*, 41 *Law & Contemporary Problems*, 47, 60-61, 1977;
- WHELAN K., *A massive debt for equity swap to stave off crisis*, *The banking crisis*, 2011, rinvenibile all'indirizzo [web https://dublinnotes.wordpress.com/2011/03/15/karl-whelan-a-massive-debt-for-equity-swap-to-stave-off-crisis](https://dublinnotes.wordpress.com/2011/03/15/karl-whelan-a-massive-debt-for-equity-swap-to-stave-off-crisis);
- WOOD P.R., *International Bonds and securities regulation*, London, 1995;
- WORLD TRADE BANK, *Principles and Guidelines for effective Insolvency and creditor rights system*, Washington, 2001, rinvenibile alla pagina web [web http://www.worldbank.org/ifa/ipg_eng.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/ipg_eng.pdf);
- ZACCAGNINI M., *Alcune osservazioni in tema di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da società quotate italiane*, in *Crisi d'impresa e ristrutturazioni, percorsi tra banca e mercato*, Milano, 2010, 201;
- ZUCCONI GALLI FONSECA E., *Consensualità del contratto di sottoscrizione di azioni di nuova emissione*, in *Società*, 1996, 893.