

UNIVERSITA' COMMERCIALE "LUIGI BOCCONI"  
SCUOLA DI DOTTORATO

Dottorato di ricerca in: Legal Studies

Ciclo: XXXIII

Settore disciplinare (codice): IUS/04

**La distribuzione del plusvalore  
concordatario fra autonomia ed  
eteronomia**

Advisor: Lorenzo STANGHELLINI

Tesi di dottorato di  
Giulia BALLERINI  
Matricola: 3053522

Anno 2021



# INDICE-SOMMARIO

## CAPITOLO I

### Ristrutturazioni concordatarie, massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio e problema distributivo

1. Introduzione .....	1
2. La responsabilità patrimoniale del debitore e il suo ruolo nel nostro ordinamento giuridico .....	7
3. La natura e la funzione del diritto fallimentare e dell'istituto concordatario nel nostro ordinamento giuridico. La massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio .....	12
3.1. Crisi economica e crisi finanziaria dell'impresa .....	20
3.2. Massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio, costo del credito e investimenti .....	22
3.3. Rigetto delle teorie che attribuiscono al concordato preventivo finalità ulteriori rispetto a quella della massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio..	25
4. Il concordato preventivo in continuità e le sue declinazioni. Le riorganizzazioni societarie .....	26
5. Il nuovo concordato preventivo alla luce del principio della massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio .....	34
5.1. Il concordato preventivo non è (più) solo un accordo tra debitore e creditori: il superamento del monopolio del debitore nella formulazione della proposta e del piano. Effetto sulla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio .....	34
5.1.1. ( <i>segue</i> ) La teoria della tragedia degli <i>anticommons</i> e la sua applicazione al diritto concorsuale .....	39
5.2. Sul superamento del potere di veto dei soci in relazione a proposte concordatarie di riorganizzazione .....	41
5.2.1. Solo a seguito dell'introduzione delle proposte concorrenti (e del connesso meccanismo sostitutivo del consenso dei soci) nella disciplina del concordato preventivo si può effettivamente conseguire nel nostro ordinamento un risultato simile a quello realizzabile attraverso una riorganizzazione societaria ( <i>corporate reorganization</i> ) di matrice statunitense. Effetto sulla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio .....	48
5.3. La nuova possibilità di incidere anche sui diritti dei creditori privilegiati. Effetto sulla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio .....	52
6. Sintesi delle considerazioni svolte finora e introduzione al problema distributivo .....	53
7. Il problema distributivo nel concordato preventivo nella dottrina e nella giurisprudenza .....	55

7.1. La tesi della necessaria soddisfazione integrale dei titolari di pretese di rango <i>potiore</i> prima che i titolari di pretese di rango inferiore possano ricevere un qualche valore come limite di ammissibilità della proposta concordataria .....	57
7.2. La tesi della non necessaria soddisfazione integrale dei titolari di pretese di rango <i>potiore</i> , i quali devono essere soddisfatti “meglio” dei titolari di pretese di rango inferiore o, quantomeno, “non peggio” .....	64
7.3. La tesi che limita l’applicabilità dell’ordine verticale di distribuzione del patrimonio del debitore al solo patrimonio esistente al momento della domanda di concordato e non al <i>surplus</i> concordatario (salvo il rispetto del criterio del miglior soddisfacimento dei creditori).....	68
7.4. I concordati parziali e la ritenuta ammissibilità della partecipazione dei soci al (plus)valore dell’impresa riorganizzata.....	75
8. Critica delle tesi che non applicano l’ordine verticale di distribuzione del patrimonio al (plus)valore generato grazie allo strumento concordatario .....	77
9. Critica della tesi della inammissibilità <i>ex ante</i> di ogni proposta concordataria che deroghi all’ordine verticale di distribuzione del patrimonio .....	80

## CAPITOLO II

### Distribuzione del (plus)valore concordatario, autonomia negoziale e regola maggioritaria

1. Introduzione. Il diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango della propria pretesa.....	85
1.1. ( <i>segue</i> ) Diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango e rapporti fra soci e creditori nelle società di capitali .....	89
2. La dimensione collettiva del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango. La disponibilità di tale diritto secondo la regola maggioritaria .....	93
2.1. Valorizzazione della componente negoziale del concordato preventivo. La tecnica della autonomia .....	97
2.2. L’argomento fondato sulla disciplina delineata dall’art. 180, comma 4, l. fall. (art. 112 CCII) .....	97
2.3. L’argomento fondato sulla possibilità di attribuire trattamenti differenziati a classi di creditori del medesimo rango.....	99
2.4. L’argomento fondato sulla disciplina degli accordi di ristrutturazione con effetti estensivi.....	100
2.5. L’argomento ricavabile dalla analisi comparata .....	102
2.5.1. Distribuzione del (plus)valore ricavabile dal <i>reorganization plan</i> nel sistema delineato dal <i>Chapter 11</i> statunitense .....	102
2.5.2. Distribuzione del (plus)valore ricavabile dall’ <i>Insolvenzplan</i> nel sistema delineato dalla legge fallimentare tedesca .....	107

2.5.3. Distribuzione del (plus)valore ricavabile dal <i>restructuring plan</i> nel sistema delineato dalla Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva .....	109
3. Condizioni di legittimità della deroga all'ordine gerarchico di distribuzione del patrimonio del debitore secondo la regola maggioritaria. Formazione delle classi e necessità del consenso della classe che riceve una soddisfazione inferiore a quella che spetterebbe secondo l'ordine di graduazione delle varie pretese .....	110
3.1. Condizioni minime necessarie per identificare una comunanza di interessi .....	111
3.2. Classi di creditori, deroghe alla <i>par condicio creditorum</i> e principio maggioritario .....	117
3.3. Il meccanismo di cui all'art. 180, comma 4, l. fall. (art. 112 CCII) non è sufficiente a proteggere il diritto della classe alla quota di (plus)valore secondo il rango ( <i>rinvio</i> ) .....	121
3.4. Considerazioni ulteriori sul ruolo delle classi nel concordato preventivo .....	123
4. L'oggetto del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango ....	124
5. I soggetti titolari del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango .....	128
5.1. I creditori chirografari .....	133
5.2. I creditori privilegiati: pagamento, soddisfazione e voto .....	133
5.2.1. Come va calcolata la parte capiente della garanzia nel caso in cui il bene o il diritto (o l'insieme dei beni) oggetto della prelazione sia funzionale alla continuità aziendale.....	142
5.2.2. L'argomento principale a sostegno dell'interpretazione dell'art. 160, comma 2, l. fall. (art. 85, comma 7, CCII) che qui si critica .....	151
5.2.3. Per una diversa impostazione del problema.....	154
5.2.4. Sintesi delle conclusioni raggiunte con riferimento al trattamento dei creditori privilegiati nel concordato preventivo con continuità aziendale (diretta) .....	157
5.3. I creditori subordinati.....	160
5.4. I soci ( <i>rinvio</i> ).....	161
6. Dalla tecnica dell'autonomia alla tecnica della eteronomia.....	162

## CAPITOLO III

### Distribuzione del (plus)valore concordatario ed eteronomia

1. Introduzione .....	165
2. Il diritto di <i>exit</i> : il problema .....	166
2.1. Il fine del “miglior soddisfacimento dei creditori” non è criterio sufficiente a giustificare l'attribuzione ad una classe dissenziente, con pretesa <i>in-the-money</i>	

nell'ipotesi di liquidazione del patrimonio del debitore, di forme di soddisfazione diverse dal pagamento in denaro e connotate da un certo livello di rischio.....	169
2.2. La proposta di soluzione .....	174
2.3. I vantaggi della soluzione proposta.....	178
2.4. Ulteriori considerazioni a sostegno della soluzione proposta .....	183
3. La tendenziale non omologabilità della proposta che non destina alla classe dissenziente la quota di (plus)valore secondo il rango nei rapporti verticali fra classi .....	186
3.1. ...e nei rapporti orizzontali .....	191
3.2. Non omologabilità della proposta che viola il diritto della classe a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango sul presupposto della irregolarità della procedura.....	197
3.3. La <i>absolute priority rule</i> e le sue deviazioni apparenti .....	198
3.3.1. <i>Giftng</i> .....	199
3.3.2. <i>New Value Exception</i> .....	201
4. Il problema dei “soci rilevanti” .....	204
4.1. ( <i>segue</i> ) Il caso problematico .....	208
4.1.1. Valore dell'azienda riorganizzata e imputabilità dell'avviamento.....	209
4.1.2. Sulla definizione di valore di riorganizzazione.....	215
4.1.3. Sull'onere di motivazione .....	218
4.2. L'impatto della concorrenza come forma integrativa di tutela .....	220
4.3. Sintesi delle conclusioni raggiunte sul tema della partecipazione alla ristrutturazione dei soci rilevanti e conferme nel diritto comparato .....	228
5. La Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva tra <i>absolute priority rule</i> e <i>relative priority rule</i> .....	234
6. Conclusioni .....	251
 <i>Bibliografia</i> .....	 257

# CAPITOLO I

## Ristrutturazioni concordatarie, massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio e problema distributivo

**SOMMARIO:** **1.** Introduzione; **2.** La responsabilità patrimoniale del debitore e il suo ruolo nel nostro ordinamento giuridico; **3.** La natura e la funzione del diritto fallimentare e dell'istituto concordatario nel nostro ordinamento giuridico. La massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio; **3.1.** Crisi economica e crisi finanziaria dell'impresa; **3.2.** Massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio, costo del credito e investimenti; **3.3.** Rigetto delle teorie che attribuiscono al concordato preventivo finalità ulteriori rispetto a quella della massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio; **4.** Il concordato preventivo in continuità e le sue declinazioni. Le riorganizzazioni societarie; **5.** Il nuovo concordato preventivo alla luce del principio della massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio; **5.1.** Il concordato preventivo non è (più) solo un accordo tra debitore e creditori: il superamento del monopolio del debitore nella formulazione della proposta e del piano. Effetto sulla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio; **5.1.1.** (*segue*) La teoria della tragedia degli *anticommons* e la sua applicazione al diritto concorsuale; **5.2.** Sul superamento del potere di veto dei soci in relazione a proposte concordatarie di riorganizzazione; **5.2.1.** Solo a seguito dell'introduzione delle proposte concorrenti (e del connesso meccanismo sostitutivo del consenso dei soci) nella disciplina del concordato preventivo si può effettivamente conseguire nel nostro ordinamento un risultato simile a quello realizzabile attraverso una riorganizzazione societaria (*corporate reorganization*) di matrice statunitense. Effetto sulla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio; **5.3.** La nuova possibilità di incidere anche sui diritti dei creditori privilegiati. Effetto sulla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio; **6.** Sintesi delle considerazioni svolte finora e introduzione al problema distributivo; **7.** Il problema distributivo nel concordato preventivo nella dottrina e nella giurisprudenza; **7.1.** La tesi della necessaria soddisfazione integrale dei titolari di pretese di rango *potiore* prima che i titolari di pretese di rango inferiore possano ricevere un qualche valore come limite di ammissibilità della proposta concordataria; **7.2.** La tesi della non necessaria soddisfazione integrale dei titolari di pretese di rango *potiore*, i quali devono essere soddisfatti "meglio" dei titolari di pretese di rango inferiore o, quantomeno, "non peggio"; **7.3.** La tesi che limita l'applicabilità dell'ordine verticale di distribuzione del patrimonio del debitore al solo patrimonio esistente al momento della domanda di concordato e non al *surplus* concordatario (salvo il rispetto del criterio del miglior soddisfacimento dei creditori); **7.4.** I concordati parziali e la ritenuta ammissibilità della partecipazione dei soci al (plus)valore dell'impresa riorganizzata; **8.** Critica delle tesi che non applicano l'ordine verticale di distribuzione del patrimonio al (plus)valore generato grazie allo strumento concordatario; **9.** Critica della tesi della inammissibilità *ex ante* di ogni proposta concordataria che deroghi all'ordine verticale di distribuzione del patrimonio.

### 1. Introduzione

Il presente lavoro si propone di studiare il tema della distribuzione del valore creato attraverso il concordato preventivo in continuità aziendale tra i vari titolari di

pretese nei confronti del patrimonio del debitore responsabile organizzato nella forma di società di capitali. In particolare, si tratta di comprendere secondo quali modalità e in quale ordine il valore creato attraverso lo strumento concordatario, definito in questo lavoro “valore di riorganizzazione” o “(plus)valore concordatario”<sup>1</sup>, debba distribuirsi ai diversi “tipi” di creditori (privilegiati, chirografari, subordinati) e, eventualmente, ai soci della società debitrice. Più precisamente, la domanda centrale alla quale si cercherà di dare una risposta è se il valore creato attraverso un piano di concordato in continuità aziendale debba distribuirsi integralmente ai creditori, seguendo l’ordine del loro rango e, solo una volta che i creditori siano stati soddisfatti pienamente, ai soci della società sottoposta alla procedura concordataria, o se, invece, le regole e i principi che caratterizzano il nostro sistema giuridico consentono di accogliere una soluzione differente (“il problema distributivo”).

Il tema ha rilevanti implicazioni teoriche ed è indissolubilmente connesso allo studio della natura e delle funzioni della responsabilità patrimoniale del debitore (artt. 2740, 2741 c.c.), nonché a quello della natura e della funzione dell’istituto concordatario nel nostro ordinamento, così come risultante dalle riforme alla legge fallimentare che si sono susseguite a partire dai primi anni duemila fino all’introduzione del nuovo Codice della crisi di impresa e dell’insolvenza (“CCIP”) con il d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14<sup>2</sup>.

Il tema ha, peraltro, assunto una peculiare rilevanza in ambito europeo, in seguito all’emanazione della Direttiva UE sui quadri di ristrutturazione preventiva (“la Direttiva”)<sup>3</sup>, il cui scopo è quello di creare norme di armonizzazione minima in

---

<sup>1</sup> Nell’ambito di questo lavoro il “(plus)valore concordatario” (cioè tutto il valore ricavabile dal concordato) si distingue dal c.d. *surplus* o *quid pluris* concordatario, il quale rappresenta quella porzione in più di valore che il concordato permette di generare rispetto alla liquidazione fallimentare (o alle alternative concretamente praticabili). In altre parole, il (plus)valore concordatario o valore di riorganizzazione è la somma del valore ricavabile dalla liquidazione fallimentare (oppure, a seconda dei casi, dalle alternative concretamente praticabili) e il *surplus* o *quid pluris* concordatario.

<sup>2</sup> Sul quale si veda, ad es., STANGHELLINI, *Il codice della crisi di impresa: una primissima lettura (con qualche critica)*, in *Corr. giur.*, 2019, pp. 449 ss.; RORDORF, *Prime osservazioni sul codice della crisi e dell’insolvenza*, in *Contratti*, 2019, pp. 129 ss.; MONTANARI, *Il codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza: profili generali e processuali*, in *Riv. dir. proc.*, 2020, pp. 270 ss.; DIDONE, *Breve storia del Codice della crisi di impresa e dell’insolvenza*, in *Esec. forz.*, 2019, pp. 497 ss. TERRANOVA, *Prime impressioni sul progetto di Codice della crisi di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, II, pp. 387 ss.

<sup>3</sup> Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l’esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l’efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la Direttiva (UE) 2017/1132 (Direttiva sulla ristrutturazione e sull’insolvenza), consultabile al sito <https://eur-lex.europa.eu>.



materia di ristrutturazione delle imprese in crisi e all'ampio dibattito, sia a livello dottrinale<sup>4</sup>, sia a livello istituzionale, che essa ha suscitato. Sin dalla preliminare Proposta della Commissione Europea<sup>5</sup>, infatti, si è posto il problema di capire quale regola adottare come criterio distributivo del valore di riorganizzazione creato attraverso il piano di ristrutturazione (“*restructuring plan*”) nel caso di voto contrario da parte di una o più classi di creditori<sup>6</sup> (“*cross-class cram-down*”). Da un lato, la Commissione, nella sua Proposta del 2016, suggeriva l'adozione della c.d. *absolute priority rule* (“APR”), sul modello del *Chapter 11 del Bankruptcy Code* statunitense<sup>7</sup>. Tale regola statuisce che la classe dissenziente composta da creditori di rango superiore (“classe *senior*”, e.g. la classe di creditori con privilegio generale) deve essere soddisfatta integralmente prima che la classe di creditori di rango inferiore (“classe *junior*”, e.g. la classe di creditori chirografari), o (la classe de) i soci, quali titolari di una pretesa residuale sul patrimonio del debitore, possano ottenere una qualche soddisfazione dal piano. Dall'altro lato, il Consiglio dell'Unione Europea, nel “*General Approach*” del 2018<sup>8</sup>, criticava tale scelta e proponeva l'adozione di una regola meno rigida, c.d. *relative priority rule* (“EU RPR”)<sup>9</sup><sup>10</sup>, ai sensi della quale è sufficiente che le classi (dissenzienti) di creditori di

---

<sup>4</sup> Si veda, ad esempio, quanto alla letteratura europea, EIDENMÜLLER, *Contracting for a European Insolvency Regime*, in *EBOR*, 18, 2017, pp. 273 ss.; STANGHELLINI *et al.*, *Best Practices in European Restructuring - Contractualised Distress Resolution in the Shadow of the Law*, Wolters Kluwer, 2018; DE WEIJS *et al.*, *The Imminent Distortion of European Insolvency Law: How the European Union Erodes the Basic Fabric of Private Law by Allowing 'Relative Priority' (RPR)*, 2019, consultabile al sito <https://ssrn.com/abstract=3350375>, pp. 1 ss. (poi pubblicato su *Tijdschrift voor Belgisch Handelsrecht*, 125, 2019, pp. 477 ss.); DE WEIJS, *Harmonization of European Insolvency Law: Preventing Insolvency Law from Turning against Creditors by Upholding the Debt-Equity Divide*, in *ECFR*, 2, 2018, pp. 403 ss.

<sup>5</sup> Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, e che modifica la Direttiva 2012/30/UE del 22 novembre 2016, consultabile al sito <https://ec.europa.eu>.

<sup>6</sup> E/o di soci (che votano *ex latere creditoris*). Come si vedrà nel prosieguo, la Direttiva consente agli Stati Membri di scegliere se imporre la formazione di una o più classi di soci oppure no (si vedano i considerando 57 e 58 e l'art. 2, par. 1, n. 2) della Direttiva).

<sup>7</sup> Il *Bankruptcy Code* è contenuto nel *Title 11 dello United States Code*. Il *Title 11* è diviso in diversi “libri” (*Chapters*). I libri 1, 3 e 5 contengono norme di applicazione generale. Gli altri libri, invece, contengono la disciplina relativa a diverse procedure a seconda della tipologia di “*bankruptcy case*”. Ad esempio, il *Chapter 7* disciplina il caso in cui i beni del debitore devono essere liquidati. Il *Chapter 11*, invece, regola la materia delle ristrutturazioni (riorganizzazioni) aziendali.

<sup>8</sup> “*General Approach*” del Consiglio dell'Unione Europea sulla Proposta di Direttiva sui quadri di ristrutturazione del 1 ottobre 2018, consultabile al sito <http://data.consilium.europa.eu>.

<sup>9</sup> In questo lavoro si parla di EU RPR per differenziare la *relative priority rule* elaborata nel contesto della Direttiva europea sui quadri di ristrutturazione preventiva dalla assai differente *relative priority rule* proposta da una parte della dottrina statunitense (“US RPR”) per far fronte ad alcune problematiche connesse all'applicazione della *absolute priority rule* in quel sistema. Su questi concetti, si vedano più approfonditamente i §§ 4.3, nota 634, e 5 del terzo capitolo di questo lavoro.

<sup>10</sup> La EU RPR è stata accolta a seguito di una proposta formulata da un gruppo di ricerca finanziato dalla Commissione europea e coordinato dall'Università di Firenze (si veda il documento *Comments*

rango *potiore* siano soddisfatte più favorevolmente rispetto a quelle di rango inferiore (regola della priorità relativa in senso stretto) e tanto favorevolmente quanto le classi dello stesso rango (regola di non discriminazione). La EU RPR veniva quindi inserita nella Direttiva, suscitando forti critiche in dottrina<sup>11</sup>. Il testo finale della Direttiva lascia la scelta al singolo Stato Membro, nell'ambito dell'attività di implementazione della Direttiva, tra l'adozione della APR o, piuttosto, della EU RPR (art. 11 Direttiva)<sup>12</sup>. Il tema qui trattato sembra dunque assumere una rilevanza ancora più accentuata alla luce della decisione che il nostro legislatore dovrà compiere sul tema (se valuterà opportuno compiere una tale decisione; o se, piuttosto, non riterrà che il nostro sistema disponga già di una soluzione in linea con la Direttiva)<sup>13</sup>.

Tale tema è poi oggetto di annoso dibattito in quel sistema dal quale molti ordinamenti, sia appartenenti all'Unione Europea, che extraeuropei (e.g.,

---

to the Proposal for Directive, 25 giugno 2018, accessibile all'indirizzo [www.codire.eu/wpcontent/uploads/2018/07/Re-drafting-suggestions-for-the-EU-Directive-ver-11-final.pdf](http://www.codire.eu/wpcontent/uploads/2018/07/Re-drafting-suggestions-for-the-EU-Directive-ver-11-final.pdf)).

<sup>11</sup> DE WEIJS *et al.*, *The Imminent Distortion of European Insolvency Law*, cit., *passim*; ROTARU, *The Restructuring Directive: a functional law and economics analysis from a French law perspective*, 2019, consultabile al sito <https://ssrn.com/abstract=3461716>, pp. 47 ss.; SEYMOUR, SCHWARCZ, *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, 2019, consultabile al sito <https://ssrn.com/abstract=3498611>, *passim*; BRINKMANN, *Die relative Vorrangregel aus Art. 11 (1) (c) der Insolvenzrichtlinie: nicht nur untauglich, sondern brandgefährlich!* (2019), consultabile al sito <https://www.tax-legal-excellence.com/relative-vorrangregel-art-11-1-c-insolvenzrichtlinie-brandgefahrllich/>; a favore della EU RPR si vedano, oltre a MOKAL, *Fairness*, in Stanghellini *et al.*, *Best Practices*, cit., pp. 45 ss., MOKAL, TIRADO, *Has Newton had his day? Relativity and realism in European restructuring*, in *Eurofenix*, 74, 2019, pp. 20 ss. (e in *Journal of International Banking & Financial Law*, 34, 2019, pp. 233 ss.); DONATI, *Crisi d'impresa e diritto di proprietà. Dalla responsabilità patrimoniale all'assenza di pregiudizio*, in *Riv. soc.*, 2020, pp. 173 s.

<sup>12</sup> Occorre precisare che, per quanto riguarda il testo della Direttiva (UE) 2019/1023, se dai considerando 55 e 56 sembra che le due regole siano poste sullo stesso piano, tale impressione è destinata a mutare dalla lettura dell'art. 11 relativo al procedimento di *cross-class cram-down* (vocabolo che nella versione italiana è stato tradotto con l'espressione "ristrutturazione trasversale dei debiti"). Qui, infatti, sembra che la EU RPR sia la regola di default (art. 11, par. 1, lett. c)), derogabile nel caso in cui lo Stato membro opti per la APR (a conferma, si veda l'art. 11, par. 2).

<sup>13</sup> Occorre sin da subito rilevare che la questione della applicabilità della *absolute priority rule* nel nostro ordinamento non è stata risolta nemmeno con il CCII, il quale, anzi, sembra contenere indicazioni contrastanti, in quanto, da un lato, impone il rispetto dell'ordine delle cause legittime di prelazione (art. 85, comma 6, CCII) sul modello dell'art. 160, comma 2, ult. periodo, l. fall. (indicazione di sistema nel senso della applicabilità della APR), dall'altro prevede che, nel concordato con continuità diretta (e, in quanto compatibile, in quello con continuità indiretta), l'attività d'impresa secondo le disposizioni del piano sia funzionale al ripristino dell'equilibrio economico finanziario nell'interesse prioritario dei creditori, oltre che dell'imprenditore e dei soci (art. 84, comma 2, CCII) (indicazione normativa che sembra porsi in contrasto con l'applicabilità della APR). Un'altra indicazione normativa che sembra smentire l'applicabilità della *absolute priority rule* nel nostro ordinamento potrebbe derivarsi dall'art. 285, comma 5, CCII ("contenuto del piano o dei piani di gruppo e azioni a tutela dei creditori e dei soci") il quale, consentendo ai soci di far valere il pregiudizio arrecato alle loro rispettive società dalle operazioni previste dal piano o dai piani di gruppo, potrebbe essere interpretato nel senso di una implicita ammissione del mantenimento da parte dei (vecchi) soci di parte o tutte le loro partecipazioni nelle società.

Singapore<sup>14</sup>), nonché la stessa UE con la recente Direttiva, hanno tratto ispirazione per disciplinare (o riformare) la materia delle ristrutturazioni delle imprese in stato di crisi (“*corporate reorganization law*”), e cioè il sistema statunitense, così come regolato nel *Chapter 11* del *Bankruptcy Code*. Come già accennato, è proprio questo sistema che ha visto nascere e svilupparsi la pratica delle riorganizzazioni societarie e la regola della priorità assoluta (la APR), tanto che la stessa è stata definita da una parte della dottrina “*bankruptcy’s most important and famous rule*”<sup>15</sup> e “*the cornerstone of reorganization practice and theory*”<sup>16</sup>. D’altra parte, è proprio nell’ambito di questo sistema che le critiche più aspre sono state mosse a questa regola distributiva, tanto che, nel 2014, l’ABI (*American Bankruptcy Institute*), incaricata di redigere un progetto di riforma del *Chapter 11*<sup>17</sup>, ne ha proposto la revisione e la sostituzione con un meccanismo che consentirebbe ai creditori *juniores* di conservare (sotto forma di diritto di opzione) parte del valore dell’impresa riorganizzata nonostante la non integrale soddisfazione dei creditori *seniores*<sup>18</sup> (tale meccanismo viene spesso associato nel diritto statunitense al concetto di *relative priority rule*, tale concetto dovendo tuttavia tenersi distinto dalla versione europea della *relative priority rule*, per i motivi che emergeranno nell’arco di questo lavoro). Da ultimo, il recente “*Small Business Reorganization Act*”<sup>19</sup> (“SBRA”) che modifica il *Chapter 11*, aggiungendo una sezione dedicata alla riorganizzazione delle piccole imprese (“*Small Business Debtor Reorganization*”), alle quali non sarà più applicabile la APR, ma un meccanismo che consente ai soci originari di conservare le proprie partecipazioni nell’impresa riorganizzata con l’obbligo, però, di devolvere ai creditori tutto il ricavato della continuazione aziendale (“*projected disposable income*”) per il periodo di tre o più anni, a seconda del giudizio della corte (ma fino ad un massimo di cinque anni)<sup>20</sup>.

---

<sup>14</sup> Sul tema, si veda MCCORMACK, WAN, *Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore’s restructuring and insolvency laws: opportunities and challenges*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 19, 2019, pp. 69 ss.

<sup>15</sup> ROE, *Breaking Bankruptcy Priority: How Rent-Seeking Upends the Creditors’ Bargain*, in *Virginia Law Review*, 99, 2013, p. 1236.

<sup>16</sup> MARKELL, *Owners, Auctions, and Absolute Priority in Bankruptcy Reorganizations*, in *Stanford Law Review*, 44, 1991, p. 123.

<sup>17</sup> AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, *ABI Commission to Study the Reform of Chapter 11. Full Report and Final Recommendations*, 2014.

<sup>18</sup> Occorre qui sottolineare come le proposte contenute in questo Report non sono state trasposte in legge. Tuttavia, il Report è uno strumento utile per identificare “dall’interno” le principali questioni dibattute e le maggiori difficoltà applicative del sistema delineato dal *Chapter 11*.

<sup>19</sup> CONGRESSO DEGLI STATI UNITI DI AMERICA, *Text - H.R.3311 - 116th Congress (2019-2020): Small Business Reorganization Act*, 2019 (2019).

<sup>20</sup> § 1191(c)(2)(A) e (B) SBRA.

Già da queste prime indicazioni emerge, poi, come il tema sia intimamente connesso a quello del ruolo e della posizione dei soci nella società (di capitali) in crisi. Tema, questo, che se da un lato presenta rilevanti profili di criticità, dall'altro è indicatore di quella tensione problematica generata dalla tradizionale abitudine a considerare il diritto societario, da un lato, e quello delle procedure concorsuali, dall'altro, come ambiti normativi distinti e tra loro separati. Sotto questo aspetto, si può rilevare come il diritto fallimentare<sup>21</sup> e delle procedure concorsuali abbia per molto tempo avuto come punto di riferimento l'impresa non societaria ed autonoma e abbia a lungo trascurato i profili societari della crisi d'impresa, nonostante siano proprio gli enti societari gli attori principali del mercato e quindi i soggetti più esposti al pericolo di fallimento. La normativa, infatti, si è tradizionalmente concentrata intorno alle posizioni contrapposte di debitore e creditori, tralasciando non solo di regolare la posizione dei soci, se non nel caso, che esula da questo studio, del socio illimitatamente responsabile, ma, addirittura, di "individuareli come autonomi destinatari di regole", tanto da indurre una parte della dottrina a definirli come "invisibili" e "inesistenti"<sup>22</sup> rispetto a questo ambito normativo. Da un lato, questo approccio appare fisiologico e comprensibile; le procedure concorsuali sono, infatti, una tecnica di attuazione collettiva della garanzia patrimoniale<sup>23</sup>, la quale è pensata a tutela del rapporto obbligatorio, il quale, a sua volta, si fonda sulla contrapposizione tra debitore e creditore, per cui è evidente che il socio ricopre una posizione ontologicamente diversa da quella di entrambi i termini del tradizionale rapporto obbligatorio, ovvero, per quello che qui interessa, dei creditori sociali, da un lato, e della società debitrice, dall'altro. Tuttavia, appare alquanto singolare che una disciplina, come quella concorsuale, che tra i suoi naturali e oggi principali destinatari annovera gli enti societari, sia rimasta così a lungo indifferente a coloro che, attraverso il conferimento del capitale di rischio, vengono ad assumere nell'ambito dell'organizzazione societaria una serie di prerogative e poteri

---

<sup>21</sup> Vi è chi ritiene (ad es., GUERRERA, *Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 1115, nt. 3) che oggi sia meglio definire il diritto fallimentare come diritto della crisi d'impresa a fronte dell'"arretramento" e, comunque, della "profonda trasformazione dei principi della concorsualità". Per i motivi che si cercherà di spiegare nel prosieguo, non si condivide questa impostazione, e, anche per facilità di accostamento con gli altri sistemi (ed in particolare con quello statunitense, ove si continua ad utilizzare l'espressione "bankruptcy") in questo lavoro si farà generalmente uso del termine diritto fallimentare (e delle procedure concorsuali) secondo l'impostazione tradizionale.

<sup>22</sup> G. FERRI jr, *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Giappichelli, 2014, p. 96.

<sup>23</sup> Sul punto si veda quanto osservato alla nota 72.

riassumibili nel concetto del c.d. potere di controllo. D'altra parte, la previsione di nuovi istituti nel diritto fallimentare, in particolare quella espressione di soluzioni negoziate della crisi, ha imposto di ripensare a questa impostazione. Volgendo lo sguardo all'evoluzione del diritto concorsuale negli ultimi anni, infatti, ci si rende facilmente conto come il paradigma tradizionale, ossia quello che prende in considerazione solo la dialettica debitore-creditori, sia stato ormai superato e necessita di essere arricchito e sviluppato<sup>24</sup>. Non essendo peraltro prevista una comprensiva normativa di coordinamento tra il diritto societario e il "nuovo" diritto della crisi<sup>25</sup>, spetta all'interprete stabilire quali ne siano i contenuti e i limiti, tenendo conto della molteplicità di interessi coinvolti (dei soci, dei creditori, dei c.d. *stakeholders*, dei terzi interessati ad acquisire il valore della società, e così via).

## **2. La responsabilità patrimoniale del debitore e il suo ruolo nel nostro ordinamento giuridico**

L'esigenza di inquadrare correttamente la procedura di concordato preventivo, anche dopo l'ultima riforma del 2019, postula la necessità di ripercorrere brevemente il rapporto che sussiste fra la responsabilità assunta da ogni soggetto che contrae obbligazioni e la correlativa garanzia che il suo patrimonio costituisce per tutti i creditori.

Il nostro sistema di responsabilità patrimoniale del debitore è incentrato su due norme cardine, gli articoli 2740 e 2741 c.c.

L'art. 2740 c.c. statuisce che il debitore risponde con tutti i suoi beni presenti e futuri (c.d. principio di universalità della responsabilità patrimoniale<sup>26</sup>, art. 2740, comma 1, c.c.) e chiarisce che le limitazioni di responsabilità possono essere previste soltanto dalla legge (principio di legalità con riguardo alle limitazioni della responsabilità patrimoniale<sup>27</sup>, art. 2740, comma 2, c.c.). L'art. 2741 c.c. aggiunge

---

<sup>24</sup> Parla di auspicabilità di "un radicale rovesciamento della prospettiva adottata" nella legge fallimentare R. SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa?*, in *Nuove leggi civ.*, 2018, p. 1280.

<sup>25</sup> Si utilizza, in proposito, l'espressione "diritto societario della crisi", introdotta da TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, cit., pp. 5 ss. Si veda anche MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, pp. 62 ss., sulla distinzione fra diritto societario della crisi, diritto societario concorsuale e diritto dell'impresa in crisi.

<sup>26</sup> Per il quale, in via di massima, nessun bene appartenente a un soggetto sfugge alla funzione di garanzia generica rispetto ai crediti del soggetto medesimo.

<sup>27</sup> La cui *ratio* è stata indetificata (ad es., da ROPPO, *La responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 19, *Tutela dei diritti*, I, Utet, 1997, p. 508) nella tutela del credito. In pratica, attraverso la tecnica della tipicità delle possibili limitazioni della

poi che i creditori hanno eguale diritto di soddisfarsi sui beni del debitore (principio della *par condicio creditorum*<sup>28</sup>), salve le cause legittime di prelazione.

La responsabilità patrimoniale del debitore, secondo la concezione tradizionale, è un mezzo di tutela del diritto di credito e può essere definita come l'estremo presidio offerto al creditore quando il debitore inadempiente non abbia eseguito neanche l'obbligazione risarcitoria in cui si risolve la sua responsabilità ai sensi dell'art. 1218 c.c. Da essa emerge l'esistenza di una tutela giurisdizionale del diritto del creditore ad essere soddisfatto sul patrimonio del debitore. Essa dà contenuto a quella "garanzia" (generica) che il creditore ha, appunto, sul patrimonio del proprio debitore, risolvendosi nella soggezione dei beni che costituiscono tale patrimonio, compresi quelli futuri, all'azione esecutiva del creditore<sup>29</sup>.

Non è questa la sede per analizzare in maniera più dettagliata il contenuto del rapporto di responsabilità patrimoniale, né occuparsi delle varie teorie che sono state formulate al riguardo<sup>30</sup>. Sembra tuttavia utile precisare che il diritto del

---

responsabilità patrimoniale del debitore si evita di vanificare l'operatività di un essenziale meccanismo di attuazione dei rapporti obbligatori, a tutela della economia nel suo complesso. La concreta efficacia della norma consiste dunque nel porre limiti all'autonomia privata e cioè nel vietare tutte le operazioni di autonomia privata volte a derogare il principio di responsabilità illimitata del debitore al di là dei casi in cui tale deroga sia legalmente permessa.

<sup>28</sup> Con riguardo a questo principio, si è osservato (ROPPO, *La responsabilità patrimoniale*, cit., pp. 530 ss.) che esso si rivelerebbe assai meno generale di quanto la formulazione di cui all'art. 2741 c.c. lascerebbe supporre. Si può tuttavia già qui osservare – ma il discorso sarà oggetto di più ampia trattazione nel prosieguo – che la *par condicio* non è principio a contenuto positivo (individuabile nella equità o nell'eguale diritto all'esecuzione), ma a carattere meramente negativo e residuale, prescrivendo la parità come condizione propria di chi non appare meritevole di un trattamento preferenziale. In questo senso, può affermarsi che il principio assume una valenza organizzativa. Sul punto, si veda, già, R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Giuffrè, 1981, pp. 14 ss.; JAEGER, «Par condicio creditorum», in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 88 ss.; COLESANTI, *Mito e realtà della «par condicio»*, in *Fallimento*, 1984, pp. 32 ss.; M. RESCIGNO, *Contributo allo studio della par condicio creditorum*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, I, pp. 359 ss.

<sup>29</sup> In questo senso, efficace è la definizione di Roppo (in *La responsabilità patrimoniale*, cit., p. 496), per il quale, al di là delle questioni interpretative che hanno accompagnato l'evolversi del concetto, il "fatto" "certo" è che "la responsabilità patrimoniale è una situazione che grava sul (patrimonio del) debitore, nell'interesse del creditore".

<sup>30</sup> Come ad esempio la *vexata quaestio* (per una sintesi della quale si veda, SICCHIERO, *La responsabilità patrimoniale*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, Utet, 2011, pp. 12 ss., ove ulteriori riferimenti) se la responsabilità patrimoniale sia un elemento costitutivo della struttura del rapporto obbligatorio (sulla scia delle teorie patrimoniali di derivazione tedesca che ricostruivano il rapporto obbligatorio come sintesi di due elementi, *Schuld* (debito) e *Haftung* (responsabilità); si veda, ad es., BRINZ, *Obligation un Haftung*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 70. Bd., H. 3, 1886, pp. 371 ss.; GIERKE, *Schuld und Haftung im älteren deutschen Recht*, Breslau, 1910; SCHREIBER, *Schuld und Haftung als Begriffe der privatrechtlichen Dogmatik*, Veil, 1914) o piuttosto un mezzo volto a tutelare il buon funzionamento dello stesso, assicurandone il risultato anche contro l'inerzia o la cattiva volontà del debitore (inadempimento), esponendo i beni di quest'ultimo all'azione esecutiva promossa dal creditore. Questo modo di concepire la responsabilità patrimoniale sembra essere adottato dalla maggioranza della dottrina italiana (sul punto si veda ROPPO, *La responsabilità patrimoniale*, cit., pp. 490 s.). Da ciò si desume che la responsabilità patrimoniale è al tempo stesso *rimedio* all'inadempimento e *mezzo di realizzazione* del diritto del creditore. Altra questione dibattuta riguarda i rapporti che intercorrono tra la responsabilità

creditore di procedere esecutivamente sui beni del proprio debitore inadempiente può oggi concepirsi, secondo la posizione prevalente, in termini di diritto potestativo, risultando ormai superate le concezioni precedenti che, per descrivere il potere del creditore di aggredire i beni del debitore, avevano evocato lo schema del diritto “reale”, come se si trattasse di una sorta di “pegno” su tutti i beni del debitore, ovvero ipotizzato un qualche “potere di controllo gestorio” spettante al creditore sui beni del debitore<sup>31</sup>.

Occorre qui, piuttosto, accennare alla rilevanza costituzionale del sistema della responsabilità patrimoniale del debitore. La tutela dei diritti è uno dei compiti primari dell’ordinamento<sup>32</sup>. È stato autorevolmente scritto che il principio di effettività della tutela dei diritti costituisce la “vivida stella che irradia la sua luce sull’intero sistema”, e assicura “tutto quello e proprio quello” che il sistema di attuazione dei diritti, in particolare il processo civile quale mezzo di espressione della funzione giurisdizionale, è chiamato ad offrire per il perseguimento del bene della vita azionato<sup>33</sup>. Il principio della tutela effettiva dei diritti (c.d. principio di effettività) costituisce peraltro un principio generale del diritto dell’Unione Europea che deriva dalle tradizioni costituzionali comuni agli Stati Membri<sup>34</sup> e sancito dagli artt. 6 e 13 della Convenzione Europea dei diritti dell’uomo (CEDU), nonché recepito nell’art. 47 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea. È

---

patrimoniale del debitore e quel particolare genere di esecuzione forzata che è l’esecuzione forzata in forma specifica. Sul punto si vedano le posizioni non coincidenti, ad es., di NICOLÒ, *Tutela dei diritti*, Artt. 2740-2899, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja, Branca, *Libro sesto, Della tutela dei diritti*, Nicola Zanichelli Editore – Soc. ed. del Foro Italiano, 1960, *sub art.* 2740, pp. 5 ss. (che riconduce l’esecuzione in forma specifica al concetto di responsabilità patrimoniale) e GIORGIANNI, *L’obbligazione. La parte generale delle obbligazioni*, Giuffrè, rist., 1968, pp. 167 ss. (per il quale la responsabilità patrimoniale del debitore si concreta attraverso quella sola forma di esecuzione forzata che è l’esecuzione forzata per espropriazione). Ancora, si è discusso circa i rapporti fra il concetto di responsabilità patrimoniale e quello di garanzia generica (entrambi nominati nella intitolazione del Titolo III del Libro VI del Codice civile). Secondo alcuni (ad es., GIORGIANNI, *L’obbligazione*, cit., p. 173) la garanzia si porrebbe in rapporto di strumentalità con la responsabilità patrimoniale; altri invece (ad es., MONTELEONE, *Profili sostanziali e processuali dell’azione surrogatoria. Contributo allo studio della responsabilità patrimoniale dal punto di vista dell’azione*, Giuffrè, 1975, pp. 78 ss.) ravvisano una sostanziale identità fra i due concetti.

<sup>31</sup> Sul punto, si veda ad es., BARBIERA, *Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali*. Artt. 2740-2744, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da Schlesinger, diretto da Busnelli, Giuffrè, 2010, p. 20.

<sup>32</sup> ROPPO, *La responsabilità patrimoniale*, cit., p. 520.

<sup>33</sup> CHIOVENDA, *Istituzioni di diritto processuale civile*, Jovene, 1960, pp. 39 ss.

<sup>34</sup> Si vedano, ad es., CGCE, 15 maggio 1986, C-222/84, Johnston c. Chief Constable of the Royal Ulster Constabulary, in partic., paragrafi 18-19; CGCE, 25 luglio 2002, C-50/00, Unión de Pequeños Agricultores c. Consiglio, paragrafo 39 “i singoli devono poter beneficiare di una tutela giurisdizionale effettiva dei diritti riconosciuti loro dall’ordinamento giuridico comunitario, poiché il diritto a detta tutela fa parte dei principi giuridici generali che derivano dalle tradizioni costituzionali comuni agli Stati membri”.

stato sottolineato che la pretesa del singolo senza la previsione di una tutela coattiva da parte dello Stato non assurgerebbe nemmeno a diritto<sup>35</sup>. La tutela effettiva dei diritti comporta, dunque, la possibilità di renderli coercibili in caso di mancata spontanea attuazione<sup>36</sup>.

Con l'entrata in vigore del codice del 1942, il principio della responsabilità patrimoniale del debitore venne definito come fondamentale per tutto il sistema giuridico del diritto privato<sup>37</sup>. In sua assenza, infatti, il rapporto tra le parti difetterebbe di giuridicità, non costituirebbe un vincolo, dal momento che “non è vera obbligazione quella naturale, che è incoercibile ossia priva di una qualsiasi garanzia e responsabilità patrimoniale giacché sprovvista di azione giudiziale”<sup>38</sup>. In altre parole, il diritto soggettivo di obbligazione sarebbe svuotato se privato “dell'elemento della responsabilità patrimoniale del debitore, che ne è una componente essenziale”<sup>39</sup>, in quanto ne attua e completa la tutela giurisdizionale. Viene in questo senso dato rilievo all'art. 24 Cost. e all'imprescindibile connessione tra esistenza di un diritto e sua coercibilità.

I valori coinvolti a livello costituzionale nel sistema di responsabilità patrimoniale sono stati identificati innanzitutto nel diritto di credito e nella libertà di iniziativa economica<sup>40</sup>. Più precisamente, il diritto di credito, attraverso la sua conservazione e attuazione, è percepito come condizione fondamentale di esplicazione dell'iniziativa economica privata di cui all'art. 41 Cost.<sup>41</sup>: laddove il primo difettesse di protezione e tutela, la seconda verrebbe irrimediabilmente compromessa. Viene così in rilievo l'art. 47 Cost., ai sensi del quale “la Repubblica incoraggia il risparmio” e “disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito”. Nella prospettiva dei mercati finanziari, la tutela del credito è riconosciuta come condizione fondamentale per il buon funzionamento del mercato. Si sostiene infatti che l'incertezza del creditore circa l'adempimento da parte del debitore, innalzando il livello di rischio, comporterebbe come conseguenza che il credito non venga

---

<sup>35</sup> SICCHIERO, *La responsabilità patrimoniale*, cit., p. 2.

<sup>36</sup> In questo senso si veda PAJARDI, PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, Giuffrè, 2008, p. 2, ove si evidenzia come presupposto della “struttura dell'obbligazione” sia sempre “un momento coattivo giurisdizionale”, che “garantisce l'attuazione dell'ordinamento giuridico”.

<sup>37</sup> ROSELLI, *La responsabilità patrimoniale. I mezzi di conservazione*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Bessone, IX, III, Giappichelli, 2005, p. 7; Così anche la Relazione ministeriale al Codice civile, n. 1124, p. 260.

<sup>38</sup> ROSELLI, *La responsabilità patrimoniale*, cit., p. 7. ROPPO, *La responsabilità patrimoniale*, cit., p. 489.

<sup>39</sup> Corte Cost., 15 luglio 1992, n. 329.

<sup>40</sup> ROSELLI, *La responsabilità patrimoniale*, cit., p. 13.

<sup>41</sup> ROSELLI, *La responsabilità patrimoniale*, cit., p. 15.



concesso, ovvero che questo venga a costare di più (attraverso l'innalzamento del tasso di interesse), con la conseguenza che per il debitore sarà più difficile ottenere i mezzi necessari per svolgere la propria attività, circostanza che può comportare, a lungo andare, all'arresto e alla stagnazione dell'intero sistema economico<sup>42</sup>.

Più in generale, può dirsi che “le norme contenute negli artt. 2740 e 2741 attengono all'ordine pubblico”<sup>43</sup> e hanno carattere sovraordinato, proprio per il loro collegamento con i principi costituzionali sopra menzionati. È noto, poi, come dalla connotazione della responsabilità patrimoniale quale istituto appartenente all'ordine pubblico si sia, per lungo tempo, fatta discendere l'inammissibilità di deroghe convenzionali alla stessa: inammissibilità che, tuttavia, la dottrina più recente tende a mettere in discussione, ridimensionando la portata di ordine pubblico del principio della responsabilità patrimoniale, e individuando spazi sempre più ampi entro i quali l'autonomia privata può essere ammessa a operare anche in questa materia. In particolare, si sottolinea come negli ultimi tempi si siano moltiplicate le ipotesi di “patrimoni separati”, moltiplicazione che, pur non mettendo (formalmente) in discussione il principio di “tipicità” (e, quindi, la necessaria autorizzazione legale a dar vita a forme negoziali di separazione patrimoniale), ha finito comunque per far apparire sempre più eroso il principio di unicità e universalità del patrimonio<sup>44</sup>. Non solo, si è anche sottolineato come il principio del monopolio pubblico della tutela esecutiva (principio spesso invocato, per esempio, quale fondamento del divieto delle pattuizioni “commissorie”<sup>45</sup>) sia

---

<sup>42</sup> STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Il Mulino, 2007, pp. 90 ss. Si veda *infra* il § 3.2 di questo capitolo.

<sup>43</sup> BARBIERA, *Responsabilità patrimoniale*, cit., p. 6.

<sup>44</sup> Quanto al regime delle società di capitali, se da un lato può osservarsi come in realtà nessuna deroga viene introdotta al principio di cui all'art. 2740 c.c., in quanto è la persona giuridica, vero e proprio soggetto di diritto al pari della persona fisica, a rispondere illimitatamente con tutto il suo patrimonio (e non con quello dei suoi soci) dei suoi debiti, dall'altro, vi è chi ha argomentato come il concetto e la categoria della persona giuridica sia di fatto stato pensato e sia sorto proprio al fine di “occultare” il privilegio della responsabilità limitata che si voleva attribuire a una classe di operatori economici (i soci) e di dissimulare questo privilegio sotto l'apparenza di un formale rispetto del principio di cui all'art. 2740 c.c. Sul punto si veda GALGANO, *Delle persone giuridiche, Artt. 11-35*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja, Branca, *Libro primo, Delle persone e della famiglia*, Nicola Zanichelli Editore – Soc. ed. del Foro Italiano, 1969, pp. 24 ss.; ID., *Le persone giuridiche*, in *Trattato di diritto civile*, I, Wolters Kluwer-Cedam, 2015, pp. 220 ss.; sul tema si veda anche G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Giuffrè, 1967, pp. 36 ss.

<sup>45</sup> Sul tema si veda, fra i molti, MACARIO, *Il divieto del patto commissorio e la cessione dei crediti in garanzia*, in *Diritto civile*, diretto da Lipari, P. Rescigno, IV, *Attuazione e tutela dei diritti*, II, *L'attuazione dei diritti*, Giuffrè, 2009, pp. 204 ss.; CIPRIANI, *Patto commissorio e patto marciano. Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, Esi, 2000; GIGLIOTTI, *Il divieto del patto commissorio*, Giuffrè, 1999; ROPPO, *Il divieto del patto commissorio*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P.

stato, per così dire, “ripensato” (e circoscritto), aprendo la strada anche sotto questo profilo a sempre più ampie esplicazioni dell’autonomia privata nel campo della autotutela esecutiva (e, questa volta, in funzione di una maggiore tutela dei creditori, o almeno di alcuni di essi)<sup>46</sup>.

### **3. La natura e la funzione del diritto fallimentare e dell’istituto concordatario nel nostro ordinamento giuridico. La massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio**

Fatti questi brevi cenni sul significato e sulla rilevanza del sistema di responsabilità patrimoniale del debitore, occorre ora chiedersi quale sia (e quale debba essere), nel nostro ordinamento, la funzione del fallimento in generale e quella dello strumento concordatario in particolare. Sembrerebbe infatti che, almeno con riferimento all’istituto concordatario, vi siano state alcune incertezze interpretative sulla funzione da assegnare a questa procedura<sup>47</sup>, incertezze che hanno influito sulla sua prima applicazione e che continuano a condizionarne l’utilizzo. Chiarire quale sia la “ragione ultima” dell’istituto concordatario è di fondamentale importanza per poter proporre una soluzione al problema distributivo. Per comprendere quale sia la ragion d’essere di tale istituto bisogna peraltro chiarire quale sia la funzione nel nostro ordinamento giuridico del diritto e del processo fallimentare stesso.

A questi fini, occorre però prima accennare ai concetti di crisi e di insolvenza, presupposti, entrambi, per l’attivazione delle procedure sopra dette. Se, prima del CCII, la portata di, e i rapporti fra, questi due concetti non erano del tutto chiari<sup>48</sup>, oggi il nuovo CCII definisce la “crisi” come “lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l’insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate” (art. 2, comma 1, lett. a), CCII; successivamente, il d. lgs. 26 ottobre 2020, n. 147 ha sostituito le parole «difficoltà economico-finanziaria» con le parole «squilibrio economico-finanziario») e la

---

Rescigno, 19, *Tutela dei diritti*, I, Utet, 1997, pp. 557 ss.; BIANCA, *Il divieto del patto commissorio*, Giuffrè, 1957.

<sup>46</sup> Sul patto marciano si veda, ad es., CAMPOLATTARO, *Fenomenologia del patto marciano tra tipicità e atipicità*, in *Riv. not.*, 2017, pp. 591 ss.; DE MENECH, *Il patto marciano e gli incerti confini del divieto di patto commissorio*, in *Contratti*, 2015, pp. 823 ss.

<sup>47</sup> CALANDRA BUONAURA, *Disomogeneità di interessi dei creditori concordatari e valutazione di convenienza del concordato*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 14, il quale parla di “mancanza, da parte del legislatore, di una chiara percezione della funzione da assegnare alla procedura concordataria”.

<sup>48</sup> Sul punto si veda, ed es., DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d’impresa*, Giuffrè, 2011, pp. 17 ss.

“insolvenza” come “lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni” (art. 2, comma 1, lett. b), CCII). Per ora è sufficiente osservare che da entrambe queste definizioni emerge che la crisi e l’insolvenza vanno a incidere direttamente sul rapporto obbligatorio, mettendolo “in serio pericolo” (crisi) o “compromettendolo del tutto” (insolvenza).

Premesso ciò, per capire quale funzione svolga il diritto fallimentare, si immagini un mondo privo dello stesso<sup>49</sup>. In un tale contesto, il creditore, a fronte dell’inadempimento del proprio debitore, potrebbe fare ricorso unicamente alla tutela esecutiva individuale. Il problema è che, in una situazione di insolvenza (o di crisi), per definizione, i beni del debitore non sono (o non saranno probabilmente) sufficienti a soddisfare le pretese di tutti i creditori, con il risultato che rimarrebbero soddisfatti solo quei creditori che si sono dimostrati più celeri o avveduti, mentre gli altri non troverebbero beni sui quali soddisfarsi. Ciò viene tradizionalmente ritenuto in stridente contrasto con il principio della *par condicio* di cui all’art. 2741 c.c. L’intervento della legge, tramite l’apertura di una procedura collettiva e ordinata, viene quindi giustificato, tra l’altro, con l’esigenza di assicurare il rispetto di tale principio. La funzione della procedura di fallimento non si esaurisce tuttavia qui. Le più moderne teorie, elaborate anche a livello internazionale, ritengono infatti che il ruolo del diritto e del processo fallimentare, per la sua caratteristica di procedura ordinata e collettiva, sarebbe non soltanto quello di assicurare una distribuzione paritaria ai creditori (chirografari) di un medesimo debitore (così realizzando una sorta di “giustizia distributiva”) ma anche, e soprattutto, quello di consentire la massimizzazione del valore del patrimonio del debitore, che funge, appunto, da garanzia generica di tutti i suoi creditori secondo il modello della responsabilità patrimoniale del debitore<sup>50</sup>. In questo senso, si argomenta, il diritto fallimentare esisterebbe quale sistema alternativo alla tutela esecutiva individuale per risolvere una serie di problemi di coordinamento, che nel diritto oltreoceano sono stati definiti problemi di *common pool*, al fine di massimizzare il valore

---

<sup>49</sup> Si veda, per un simile approccio, BAIRD, *A world without Bankruptcy*, in AA.VV., *Corporate bankruptcy. Economic and legal perspectives*, diretto da Bhandari e Weiss, CUP, 1996, pp. 29 ss.

<sup>50</sup> In questo senso, la cristallizzazione della massa passiva, il blocco delle azioni individuali e l’apprensione del patrimonio costituiscono la preconditione per porre in essere operazioni dirette alla massimizzazione dello stesso.

complessivo a disposizione dei creditori<sup>51</sup>. Il concetto, elaborato nell'ambito di quella branca del diritto che si suole definire *law and economics*, sarebbe quello per cui, quando più soggetti vantano delle pretese nei confronti di un unico bene (il patrimonio del debitore) e, allo stesso tempo, nessuno è titolare del potere di impedire l'utilizzo del bene da parte degli altri, tali soggetti sarebbero automaticamente portati a sfruttare individualmente il bene, e il più possibile, fino ad esaurirlo, benché ciò sia in palese contrasto con l'esigenza di massimizzarne il valore a vantaggio di tutti<sup>52</sup>. Nell'ambito della crisi dell'impresa questo sarebbe economicamente inefficiente per almeno due motivi. In primo luogo, il ricorso alla tutela esecutiva individuale da parte dei singoli creditori rischia di distruggere valore qualora il patrimonio del debitore valga di più se "tenuto insieme" piuttosto che se smembrato per effetto delle singole azioni esecutive. In secondo luogo, le azioni individuali dei singoli creditori sarebbero fonte di dispersione di risorse economiche; meglio sarebbe se, invece che tante singole transazioni, se ne effettuasse una sola, (co)ordinata e, quindi, efficiente. Il diritto fallimentare, con i suoi meccanismi e le sue tutele, allora, interverrebbe proprio per evitare questa

---

<sup>51</sup> Sul tema si veda, ad es., ANGELICI, *Diritto commerciale*, I, Laterza, 2002, p. 226 che parla di "esigenza di coordinamento dei modi in cui i soggetti interessati reagiscono alla crisi dell'impresa, quello che è stato chiamato un *common pool problem* in un'ipotesi di *common disaster*" (enfasi dell'Autore); PACILEO, *Cram down e salvaguardie per i soci nel concordato preventivo con proposte concorrenti*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, p. 74; ID., *Continuità e solvenza nella crisi di impresa*, Giuffrè, 2017, pp. 9 ss.; ID., *Concessione "abusiva" di credito ed azione del curatore fallimentare: il cavillo del concorso della banca nella mala gestione degli amministratori*, in *BBTC*, 2018, II, p. 179; NUZZO, *L'abuso del diritto di voto nel concordato preventivo. Interessi protetti e regola di correttezza*, Roma TrE-Press, 2018, pp. 66 ss. Sulla definizione di *common pool problem*, si veda, ad es., FRIEDMAN, *The Economics of the Common Pool: Property Rights in Exhaustible Resources*, in *UCLA Law Review*, 18, 1971, pp. 855 ss.

<sup>52</sup> L'esempio classico al quale si ricorre per spiegare questo concetto è quello dello "stagno" (*fishing lake*): si immagini uno stagno con una limitata quantità di pesci (ad es., cento), rispetto al quale hanno diritto di pescare una certa quantità di pescatori. La condotta più razionale per ciascuno sarebbe quella di non pescare subito tutti i pesci, perché altrimenti i pesci del lago non si riprodurrebbero più e lo stagno rimarrà vuoto. La condotta più razionale per ciascuno sarebbe dunque quella di *limitare* il proprio diritto di pesca. Tuttavia, il fatto di non poter controllare che anche gli altri pescatori limitino il proprio diritto di pesca induce ciascuno ad assumere esattamente il comportamento contrario a razionalità, e quindi a "correre" per accaparrarsi quanti più pesci possibile prima che si esauriscano (questo comportamento è descritto come "dilemma del prigioniero"). Quello che occorre, dunque, è una regola che coordini l'azione di tutti i pescatori (i creditori) così da evitare che il comportamento di ciascuno abbia l'effetto di *distruggere* l'ecosistema presente nello stagno (il patrimonio del debitore). Questa "regola" è l'essenza e la ragione giustificatrice del diritto fallimentare (nelle parole di JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, 1986, p. 12: "*that is where bankruptcy law enters the picture in a world not of fish but of credit*"). Si veda anche GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza*, Il Mulino, 2006, p. 17, il quale, tra l'altro, osserva che "[n]on occorre una particolare conoscenza della *games theory* per comprendere che si tratta di un'intuizione vincente".

“gara verso il bene comune” (“*race to the assets*”)<sup>53</sup>, consentendo, da un lato, il rispetto del principio della *par condicio* e, dall’altro, di massimizzare il valore del bene comune (il patrimonio) a vantaggio di tutti. In altre parole, il diritto fallimentare (e delle procedure concorsuali) esisterebbe, in presenza di taluni presupposti oggettivi e soggettivi, per superare alcune delle “insufficienze” delle forme ordinarie della tutela giurisdizionale dei diritti soggettivi, e cioè della tutela esecutiva individuale, ed in particolare: (i) la sua “incapacità”, a fronte dell’urgenza di aggredire il patrimonio del debitore, di assicurare una risposta tempestiva, stante la necessità di ricorrere al processo di cognizione ordinario per munirsi di un titolo; (ii) la sua “insufficienza” quando si verifica una concorrenza di più creditori, dal momento che essa consente la dispersione del patrimonio del debitore comune sotto l’aggressione atomistica dei vari creditori; (iii) la sua “inconsistenza” rispetto al principio della *par condicio*, in quanto rende la sua applicazione solo eventuale (*i.e.* dipendente dalla riunione dei processi e dalla loro pendenza avanti allo stesso ufficio giudiziario). Il fallimento, dunque, quale sistema alternativo e sostitutivo della tutela esecutiva individuale, viene così identificato come “lo strumento più sofisticato realizzato dal legislatore per superare l’inattività o la volontà contraria del debitore rispetto al soddisfacimento dell’obbligazione”<sup>54</sup>. Esso rientra, quindi, sebbene in una posizione del tutto speciale, nella tutela giurisdizionale dei diritti soggettivi, in quanto realizza la generica obbligazione di risarcimento per equivalente del creditore insoddisfatto. In questa prospettiva, costituirebbe, dunque, un tassello del “ciclo” della tutela del diritto soggettivo, per la quale: a fronte dell’inadempimento del debitore, il diritto di pretendere l’adempimento dell’obbligazione originaria si modifica nel diritto di pretendere il risarcimento; il

---

<sup>53</sup> E si veda in proposito Trib. Bari, 22 luglio 1975, in *Giur. comm.*, 1976, II, pp. 864 ss., spec. p. 868, che rammenta come i procedimenti concorsuali siano funzionali alla “eliminazione della gara” verso il bene comune e alla attuazione della *par condicio*.

<sup>54</sup> PAJARDI, PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, cit., p. 1. Sul tema si veda anche FAUCEGLIA, *Il presupposto soggettivo del fallimento*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, diretto da Panzani, I, *Presupposti, dichiarazione ed effetti*, Utet, 2012, pp. 32 ss., il quale specifica che “il fallimento veni[va] configurato come «processo esecutivo», sostanzialmente finalizzato alla liquidazione del patrimonio del mercante (ora dell’imprenditore) insolvente, secondo le regole della *par condicio creditorum*, con la conseguente soddisfazione forzata dei creditori in misura proporzionale alle rispettive ragioni patrimoniali”; JORIO, *Fallimento (diritto privato e processuale)*, voce [Annali III, 2010], in *Enc. dir.*, p. 335, che definisce il fallimento “un processo esecutivo diretto alla liquidazione del patrimonio dell’imprenditore insolvente e alla sua distribuzione ai creditori, che si inserisce a pieno titolo tra gli strumenti di soddisfacimento dei creditori predisposti dal nostro ordinamento; di tali strumenti il fallimento costituisce anzi l’espressione più articolata e complessa”; sul punto, anche ROCCO, *Il concordato nel fallimento e prima del fallimento*, Fratelli Bocca Editori, 1902, pp. 1 ss.

diritto di pretendere il risarcimento, ove anche quest'ultimo sia insoddisfatto, genera il diritto di pretendere, attraverso un processo esecutivo (generalmente preceduto da quello di cognizione), l'intervento dello Stato per l'espropriazione e il soddisfacimento coattivo del diritto; in presenza di certe condizioni, che definiscono quella che la dottrina ha denominato una "situazione speciale"<sup>55</sup>, il procedimento di espropriazione viene sostituito con quello di fallimento, al fine ultimo di migliorare l'esito della tutela per i creditori. Tali condizioni, come noto, si risolvono essenzialmente in un fatto, lo stato di insolvenza (o di crisi) dell'imprenditore commerciale, che, se, da un lato, non esaurisce la sua portata e la sua carica di interesse nel solo rapporto bilaterale creditore-debitore, ma acquisisce importanza in relazione a tutto il patrimonio del debitore e per tutti i creditori che su quel patrimonio vantano delle pretese, dall'altro, è dotato di una rilevanza (anche) giuridica, in quanto lo stato di insolvenza (o di crisi) comporta la certezza preventiva (o la elevata probabilità) dell'inadempimento futuro di tutte le obbligazioni residue, anche con riguardo a quei creditori che non hanno ancora attivato alcuna forma di tutela giurisdizionale.

Questa concezione del diritto fallimentare, così tenacemente affermata oltreoceano<sup>56</sup>, è a lungo rimasta nell'ombra, almeno per quanto riguarda il sistema italiano. Per lungo tempo il fallimento è stato concepito come sanzione al dissesto dell'imprenditore e come funzionale all'eliminazione dello stesso dal mercato quale mezzo di tutela dell'economia e del commercio in generale<sup>57</sup>, tanto che al fallito venivano comminate una serie di incapacità di natura personale e sanzionatoria. Al centro si poneva l'imprenditore persona fisica, e non l'impresa<sup>58</sup> come insieme di

---

<sup>55</sup> PAJARDI, PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, cit., p. 8, nt. 11.

<sup>56</sup> Si veda per tutti JACKSON, *The Logic and Limits*, cit., *passim*.

<sup>57</sup> Tanto da indurre taluni commentatori a definirlo uno strumento di "rigore estremo". Si veda, sul punto, PAJARDI, PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, cit., p. 12. Cfr. anche D'AVACK, *La natura giuridica del fallimento*, Cedam, 1940, p. 23, per il quale "con il fallimento non si liquida il patrimonio del debitore per soddisfare le pretese dei suoi creditori, ma si opera invece la divisione fra i creditori delle attività del comune debitore allorché ed in quanto, per il superiore interesse del credito e della economia generale, è necessario liquidare l'azienda del commerciante che cade in stato di cessazione" e "lo scopo, il fine ultimo del fallimento" consiste "nel togliere dal mondo commerciale gli organismi dissestati, quegli organismi che si trovino cioè in condizioni tali che la prosecuzione della loro attività possa essere di grave pregiudizio per tutti gli altri che vengono in contatto con loro" (p. 20, enfasi dell'Autore).

Parla di "arcaica impostazione sanzionatoria" BONSIGNORI, *Il fallimento sempre più inattuale*, in *Dir. fall.*, 1996, I, p. 697. Per una ricostruzione, anche in chiave storica, dell'istituto del fallimento (e delle sue origini) si veda ROCCO, *Il fallimento. Teoria generale ed origine storica*, Fratelli Bocca Editori, 1917; sul tema anche SANTARELLI, *Per la storia del fallimento nelle legislazioni italiane dell'età intermedia*, Cedam, 1964.

<sup>58</sup> Sul punto si vedano anche le riflessioni di DI MARZIO, *Il diritto negoziale*, cit., pp. 63 ss.

valori utilizzabili per la migliore soddisfazione dei creditori. Il profilo della massimizzazione del valore complessivo per i creditori è rimasto a lungo secondario<sup>59</sup>. Quando, poi, con la legge istitutiva del 1903<sup>60</sup>, è stato introdotto il concordato preventivo, a questo istituto venne attribuita la funzione di “antidoto” al fallimento<sup>61</sup>, con la finalità di evitare al commerciante meritevole (l’imprenditore onesto ma sfortunato) l’onta del fallimento e, soprattutto, le sanzioni personali che a questo “stato personale” si ricollegavano<sup>62</sup>. Dalla definizione del concordato come “beneficio”<sup>63</sup> per l’imprenditore emerge chiaramente come la prospettiva della massimizzazione del valore complessivo per i creditori fosse trascurata<sup>64</sup>. L’analisi delle condizioni oggettive e soggettive per accedere al concordato (riassunte nel concetto di meritevolezza) dimostra come il suo scopo non fosse la massimizzazione della soddisfazione dei creditori, ma quello di evitare il fallimento all’imprenditore e lo “stigma” ad esso ricollegato<sup>65</sup>. Ciò è dimostrato dal fatto che,

---

<sup>59</sup> E si veda, a conferma, BOLAFFIO, *Il concordato preventivo secondo le sue tre leggi disciplinatrici*, Tipografia Sociale Torinese, 1933, pp. 188 s., nt. 2, il quale osserva: “se il concordato preventivo è un beneficio di legge pei debitori che ne sono *meritevoli*, l’interesse dei creditori alla omologazione è elemento certo da prendere in considerazione, ma non da collocarsi in prima linea. E poi si rifletta: i creditori hanno sì interesse personale che l’accordo si omologhi; ma è lo Stato che deve tutelare l’interesse sociale perché gli immeritevoli non proseguano ad inquinare e a turbare l’economia e il credito pubblico” (enfasi dell’Autore).

<sup>60</sup> L. 24 maggio 1903, n. 197.

<sup>61</sup> E così, nelle parole di BOLAFFIO, *Il concordato preventivo secondo le sue tre leggi disciplinatrici*, cit., p. 2: “la procedura di concordato preventivo mira principalmente a salvare il debitore dalla catastrofe del fallimento che è la sua completa rovina, economica e morale”. Per un’analisi circa lo sviluppo storico del “concordato” in Italia (nonché nelle legislazioni inglese, tedesca e francese) e del concordato giudiziale secondo il Codice di commercio italiano, si veda REZZARA, *Il concordato nella storia, nella dottrina, nella giurisprudenza*, Casa Editrice Nazionale Roux e Viarengo, 1901.

<sup>62</sup> Occorre qui ricordare come il concordato preventivo fosse in origine fondato sullo stato di insolvenza e, nella legge del 1942, avesse una forte connotazione pubblicistica di eterotutela assegnata in particolare al giudizio di omologazione ed all’accertamento da parte del giudice anche nel merito della fattibilità e della convenienza, previsto dagli artt. 181 e 183 l. fall. previgente.

<sup>63</sup> Sul punto si veda anche NIGRO, VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Il Mulino, 2009, pp. 336 s., ove una sintetica analisi dei tratti caratterizzanti il concordato preventivo prima (e dopo) la riforma del 2005.

<sup>64</sup> E anche chi ha riconosciuto nel concordato preventivo uno strumento “più rapido, e meno distruttivo” rispetto al fallimento, non ha mancato di sottolineare che di esso debba farsi uso “purché il dissesto non sia di portata disastrosa” “e inoltre nel rispetto della condizione che le cause dell’insolvenza e la condotta del debitore non portino a escludere il procedimento di concordato preventivo [...] a causa dell’allarme sociale che desterebbe il premiare non già l’imprenditore, che, avvedutosi dell’insolvenza, cerca al più presto di porvi rimedio, bensì l’inetto che lascia andare alla deriva la sua azienda o, peggio, il frodatore che tenta di speculare sulla benevolenza dei creditori” (BONSIGNORI, *Del concordato preventivo, Art. 160-186*, in *Commentario Scialoja-Branca, La legge fallimentare*, a cura di Bricola, Galgano, Santini, Nicola Zanichelli Editore – Soc. ed del Foro Italiano, 1979, pp. 8 s.). Sul punto, anche GUGLIELMUCCI, *Diritto fallimentare*, Giappichelli, 2017, p. 330.

<sup>65</sup> E così, nelle parole del MAISANO, *Il concordato preventivo delle società*, Giuffrè, 1980, p. 157: “[p]ur senza aderire alla teoria della natura amministrativa del fallimento, bisogna infatti riconoscere che questo istituto non tende soltanto ad assicurare il soddisfacimento paritario dei creditori, come appare evidente non appena si consideri che le molteplici incapacità comminate al fallito (sia per il contenuto che per la durata) esorbitano manifestamente dagli interessi dei creditori concorsuali”.

qualora il concordato, sia nella fattispecie della offerta di “serie garanzie reali e personali”<sup>66</sup>, sia in quella con “cessione di tutti i beni” esistenti nel patrimonio del debitore<sup>67</sup>, non garantisse (il pagamento integrale dei creditori privilegiati e) la percentuale del 40% ai creditori chirografari, esso era dichiarato inammissibile anche se, ipoteticamente, avrebbe consentito una migliore soddisfazione rispetto al fallimento.

Questa visione del fallimento e del concordato può (e deve) dirsi oggi superata (per vero, essa era già stata messa in crisi negli ultimi decenni del secolo scorso). Il fallimento (oggi, la liquidazione giudiziale<sup>68</sup>) è una procedura collettiva volta alla ordinata e migliore soddisfazione dei creditori di un debitore comune rispetto alla alternativa dell’esecuzione individuale. Il concordato<sup>69</sup> preventivo, a sua volta, è e ha ragione di esistere in quanto strumento che, sussistendone i presupposti, consente di massimizzare il valore a disposizione del ceto creditorio attraverso la “continuità aziendale”<sup>70</sup> o la “liquidazione del patrimonio”, secondo le disposizioni di un piano, appunto, “concordato” (art. 84 CCII). Infatti, se il fallimento è volto alla massimizzazione del valore complessivo a disposizione del ceto creditorio rispetto a ciò che si potrebbe ottenere utilizzando lo strumento ordinario della tutela esecutiva individuale e se il concordato preventivo (o fallimentare) è uno strumento ad esso alternativo, quest’ultimo non può che condividere l’obiettivo del primo, e cioè, appunto, la massimizzazione della soddisfazione dei creditori. Argomentare

---

<sup>66</sup> Si veda l’art. 3, comma 3, l. 24 maggio 1903, n. 197 e l’art. 160, comma 2, n. 1), l. fall. prev. (R.D. 16 marzo 1942, n. 267).

<sup>67</sup> Oltre al concordato con garanzia, la legge fallimentare prevedeva, fino alla riforma attuata con il d.l. 14 marzo 2005, n. 35, convertito, con modificazioni, nella l. 14 maggio 2005, n. 80, anche il c.d. concordato con cessione di tutti i beni di cui all’art. 160, comma 2, n. 2), l. fall. prev. Dopo la riforma della legge fallimentare la cessione dei beni è diventata solo uno dei possibili contenuti del piano concordatario (art. 160, comma 1, l. fall.).

<sup>68</sup> Si veda il Titolo V del CCII. L’espressione “fallimento” è stata sostituita con quella di “liquidazione giudiziale” proprio per segnare il “cambio di prospettiva” attuato definitivamente con l’ultima riforma. In questo lavoro, per semplicità espositiva, verranno utilizzate entrambe le espressioni.

<sup>69</sup> E si vedano le analoghe considerazioni di Fabiani con riguardo al concordato fallimentare dopo la riforma del 2005-2007: “il concordato fallimentare era considerato, prima della riforma, un modo per pervenire alla chiusura del fallimento [...] ora [...] il concordato fallimentare sembra atteggiarsi come un modo non tanto per chiudere l’esperienza del fallimento, quanto per dare ai creditori qualcosa di più e di meglio di quello che il fallimento avrebbe loro procurato” (FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Utet, 2009, p. 73).

<sup>70</sup> La soddisfazione dei creditori attraverso la continuità aziendale rivela il carattere per così dire “dinamico” della responsabilità patrimoniale dell’impresa. Il patrimonio dell’impresa si caratterizza infatti quale oggetto di una gestione produttiva volta alla creazione di nuova ricchezza. In caso di disfunzioni della garanzia patrimoniale dell’impresa è necessario tenere conto, e valorizzare, le potenzialità produttive insite nel complesso dei beni destinati all’esercizio dell’impresa. Sul punto si veda G. FERRI jr, *Impresa in crisi e garanzia patrimoniale*, in AA.VV., *Diritto fallimentare. Manuale breve*, Giuffrè, 2008, pp. 62 s.



che (unica) finalità dell'istituto concordatario è quella di consentire la creazione di un maggior valore a disposizione del ceto creditorio sembrerebbe essere l'unica soluzione coerente con la concezione del fallimento e delle altre procedure concorsuali (incluso il concordato<sup>71</sup>) quali strumenti di attuazione della garanzia patrimoniale generica alternativi all'esecuzione individuale<sup>72</sup>, proprio perché volti a consentire, per i motivi sopra detti, una migliore soddisfazione del ceto creditorio<sup>73</sup>. Che il concordato debba oggi essere concepito (unicamente) come mezzo per consentire un miglior soddisfacimento del ceto creditorio è dimostrato, tra l'altro, dall'art. 84, comma 4, CCII, che, quale condizione di ammissibilità del concordato liquidatorio, richiede che l'apporto di risorse esterne abbia l'effetto di incrementare di almeno il dieci per cento, rispetto all'alternativa della liquidazione giudiziale, il soddisfacimento dei creditori chirografari, nonché, per quanto riguarda il concordato in continuità, dall'art. 87, comma 3, CCII, che impone, quale presupposto di tale tipologia di concordato, che la continuità sia funzionale al "migliore soddisfacimento dei creditori" (e si veda anche l'art. 87, comma 1, lett. f,

---

<sup>71</sup> Che il concordato sia una procedura concorsuale vera e propria è riconosciuto ad es., da ultimo, da GUERRERA, *L'esecuzione "forzata" del concordato preventivo nell'art. 185 l. fall. e nell'art. 118 del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, Giappichelli, 2019, p. 405; FABIANI, *Appunti sulla responsabilità patrimoniale «dinamica» e sulla de-concorsualizzazione del concordato preventivo*, in AA.VV., *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria*, diretto da Ambrosini, Zanichelli, 2017, p. 48.

<sup>72</sup> NIGRO, VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, cit., p. 40. Nega che il concordato preventivo sia una procedura esecutiva volta a dare attuazione alla garanzia patrimoniale del debitore, aderendo piuttosto alla tesi (dallo stesso Autore definita più liberale) che vede il concordato preventivo come forma di ristrutturazione del passivo concordata con la maggioranza dei creditori, G. FERRI jr, *Autonomia delle masse e trasferimenti di risorse nel concordato preventivo di gruppo*, in *Corr. giur.*, 2020, p. 295; sul tema cfr. anche quanto osservato da DONATI, *Crisi d'impresa*, cit., pp. 164 ss., il quale distingue fra le procedure concorsuali liquidatorie, le quali attuano la responsabilità patrimoniale del debitore, ponendosi come "un adattamento delle procedure esecutive individuali rispetto al fenomeno dell'inadempimento dell'imprenditore commerciale" e i "meccanismi alternativi di regolazione della crisi d'impresa", rispetto ai quali vi sarebbe un progressivo superamento della prospettiva della attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore.

<sup>73</sup> E parrebbe, invero, l'unica soluzione conforme ai nostri principi costituzionali relativi alla tutela del credito. Sul punto, si veda LANFRANCHI, *Costituzione e procedure concorsuali*, Giappichelli, 2010, pp. 11 s., ove si sottolinea con forza come "i creditori concorsuali e concorrenti [...], a parte l'inevitabile falce fallimentare, non possono essere espropriati con la postergazione pura e semplice ad altri interessi lato sensu generali (mantenimento in vita delle aziende decotte per non disperdere ricchezza nazionale, livelli d'occupazione, ecc.)" e che "i medesimi creditori non possono essere sacrificati né agli interessi del debitore [...], né agli interessi di creditori non concorsuali, come quelli di massa, quando sono illegittimamente creati con l'"uso alternativo" delle procedure concorsuali liquidatorio-satisfattive utilizzate *contra legem* in funzione conservativo-risanatoria [...]". Sul tema anche SATTÀ, *Istituzioni di diritto fallimentare*, Soc. ed. del Foro Italiano, 1953, p. 393, che osserva come la continuazione dell'impresa potesse essere "uno dei motivi politici che hanno ispirato la legge sul concordato, ma non [...] il fine essenziale del concordato, che è solo un mezzo per evitare la dichiarazione di fallimento e conseguire la liberazione dei propri debiti"; TARZIA, *Par aut dispar condicio creditorum?*, in *Riv. dir. proc.*, 2005, pp. 1 ss.

CCII, ai sensi del quale il piano di concordato in continuità deve indicare le ragioni per le quali esso (o, meglio, la continuità aziendale) è funzionale al “migliore soddisfacimento dei creditori”<sup>74</sup>.

A questo punto, però, occorre chiarire quali siano i presupposti “economici” perché il concordato possa perseguire lo scopo sopra detto. A questi fini, occorrerà introdurre la distinzione fra crisi economica e crisi finanziaria dell’impresa.

### **3.1. Crisi economica e crisi finanziaria dell’impresa**

La crisi economica si verifica quando vi è uno sbilanciamento tra i ricavi che l’impresa, attraverso la sua attività, è in grado di generare e i costi necessari per la creazione dei primi<sup>75</sup>. Si pensi, ed esempio, a un imprenditore che apre un ristorante che, per le più svariate ragioni (il tipo di cibo offerto, il servizio scadente, e così via) non riesce ad attrarre clienti<sup>76</sup>. In questo caso, l’impresa dovrebbe essere espulsa dal mercato perché non è un’impresa produttiva<sup>77</sup>; vi sono altre imprese concorrenti che riescono a generare profitti maggiori a un minor costo. L’impresa andrà dunque liquidata prima possibile nell’ambito di una liquidazione volontaria oppure, qualora sussistano i presupposti (e cioè quando l’impresa diventa insolvente ai sensi dell’art. 5 l. fall. e dell’art. 121 CCII), nell’ambito della procedura fallimentare. La circostanza che i ricavi non riescano a superare i costi è indicatrice del fatto che i beni utilizzati per svolgere quella attività non sono efficientemente collocati e impiegati nel mercato.

---

<sup>74</sup> Per vero, occorre dare conto che nel CCII vi sono anche alcune norme che si pongono in attrito con questa ricostruzione. In particolare, si vedano le disposizioni contenute nell’art. 84 CCII relative alla necessità, nel concordato con continuità aziendale, di soddisfare i creditori “in misura prevalente” dal ricavato prodotto dalla continuità e di mantenere parte della forza lavoro, disposizioni che, non a caso, sono state definite da una parte della dottrina “ostacoli al concordato con continuità aziendale” (sul punto si veda STANGHELLINI, *Il codice della crisi di impresa*, cit., p. 453). Ci si riferisce, in particolare (i) al fatto che l’accesso al concordato con continuità sia precluso all’impresa che abbia un rilevante patrimonio da liquidare, perché in tal caso i flussi della continuità sarebbero inferiori a quelli della liquidazione (art. 84, comma 3, CCII; in questa situazione, l’impresa può ancora accedere al concordato con continuità aziendale ma solo se reimpiega per due anni almeno metà della forza lavoro utilizzata nei due esercizi precedenti); (ii) se il piano prevede la continuità indiretta, chi subentra deve reimpiegare per un anno almeno metà della forza lavoro utilizzata dal precedente imprenditore nei due esercizi precedenti (art. 84, comma 2, CCII).

<sup>75</sup> SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, in *Virginia Law Review*, 91, 2005, p. 1200.

<sup>76</sup> Per la distinzione fra crisi economica e crisi finanziaria, si veda ADLER, CASEY, MORRISON, *Baird & Jackson’s Cases, Problems, and Materials on Bankruptcy*, New York Foundation Press, 2020, pp. 26 ss.

<sup>77</sup> È importante sottolineare come questo tipo di crisi esista a prescindere dalla struttura finanziaria dell’impresa-società. Sul punto, si vedano ADLER, CASEY, MORRISON, *Baird & Jackson’s Cases*, cit., p. 26.

La crisi finanziaria, invece, si verifica quando l'imprenditore è in difficoltà nel pagamento dei propri debiti perché l'attivo liquidabile a breve e la capacità di credito dell'impresa non sono sufficienti a consentire il pagamento delle obbligazioni in scadenza<sup>78</sup>. Essa si connota per almeno due specificità rispetto alla crisi economica. In primo luogo, essa può esistere solo se l'impresa ha dei creditori<sup>79</sup>. In secondo luogo, essa è espressione di un problema connesso alla struttura finanziaria dell'impresa<sup>80</sup>. Tornando all'esempio precedente, in questo secondo scenario il ristorante aperto dall'imprenditore ha molto successo, è sempre affollato, e tuttavia il suo titolare non riesce a ripagare l'ingente prestito chiesto alla banca per assumere il famoso chef che rende il ristorante tanto apprezzato dal pubblico. Ebbene, è evidente che in questo caso la soluzione alla crisi (finanziaria) dovrebbe consistere nell'intervento su quel "debito" eccessivo che pesa sul bilancio della società e non nella procedura di fallimento, la quale si rivelerebbe inefficiente, non solo perché l'impresa non "merita" di essere eliminata dal mercato, ma anche perché l'esperienza dell'imprenditore, le abilità dello chef, i macchinari acquistati proprio per venire incontro alle esigenze di quest'ultimo rappresentano un insieme di valori che andrebbero perduti se venissero smembrati attraverso una procedura liquidatoria atomistica<sup>81</sup> o che, in ogni modo, subirebbero una diminuzione di valore se venissero venduti (ammesso che siano suscettibili di essere trasferiti) nell'ambito di una vendita fallimentare non atomistica (a causa, come si vedrà nel § 4 di questo capitolo, (quantomeno) di quell'elemento di forzosità che caratterizza le vendite fallimentari anche sottoforma di vendite in blocco). E, si noti, il problema è che la perdita di tali valori si ripercuoterebbe proprio sul creditore che ha

---

<sup>78</sup> Dalla crisi finanziaria occorre tenere distinto il concetto di squilibrio patrimoniale. Lo squilibrio patrimoniale si ha quando, in un dato momento, l'insieme dell'attivo dell'impresa è inferiore alle sue passività. Una situazione di questo tipo può anche essere fisiologica nella vita dell'impresa se transitoria e destinata ad essere eliminata da un incremento dell'utile capace di riportare l'attivo ad una soglia tale da coprire il passivo. L'impresa potrebbe così essere ancora solvibile qualora riesca ad ottenere da terzi le risorse finanziarie necessarie per adempiere regolarmente le proprie obbligazioni o comunque una totale o parziale dilazione delle scadenze dai suoi creditori. Sul punto si veda S. ROSSI, *Le crisi d'impresa*, in AA.VV., *Diritto fallimentare. Manuale breve*, cit., pp. 19 ss.

<sup>79</sup> ADLER, CASEY, MORRISON, *Baird & Jackson's Cases*, cit., p. 27. Contrariamente, un'impresa può essere in una situazione di crisi economica anche se non ha creditori.

<sup>80</sup> Ciascuna tipologia di crisi può esistere indipendentemente dall'altra. Tuttavia, spesso le due tipologie di crisi coesistono: una impresa in una situazione di crisi economica si ritrova spesso (quando non viene liquidata in tempo) anche in una situazione di crisi finanziaria. Sull'importanza di questa distinzione ai fini dell'apertura stessa di una procedura di riorganizzazione, si veda, ad es., per quanto riguarda il diritto statunitense, United States Court of Appeals, Third Circuit, *In Re Integrated Telecom Express, Inc.*, 2004, 384 F.3d 108.

<sup>81</sup> In altre parole, può dirsi che questa impresa ha un valore di *going concern* molto maggiore rispetto a quello che si ricaverebbe in una liquidazione atomistica.

finanziato tale attività, riducendo le sue prospettive di rimborso. Proprio per questo motivo (e solamente per questo motivo) occorrerà vagliare ipotesi alternative alla procedura fallimentare, così da trovare quella che massimizza il valore che tale creditore può ottenere<sup>82</sup>. E, così, si potrà fare ricorso allo strumento concordatario, ed in particolare a quello in continuità aziendale (diretta o indiretta) per consentire all'impresa di proseguire nella sua attività.

In generale, dunque, può dirsi che il concordato preventivo può svolgere la sua funzione di massimizzazione della soddisfazione dei creditori (solo) se l'impresa si trova nelle condizioni di potere essere "valorizzata" attraverso la proposizione, l'approvazione e l'attuazione di una proposta e di un piano concordatario e, cioè, quando l'impresa "vale di più" se le sue sorti sono definite e regolate attraverso un piano di concordato (per ora, non importa se il concordato è liquidatorio o in continuità, preventivo o fallimentare), piuttosto che attraverso la procedura di fallimento<sup>83</sup>.

A questo punto, è possibile chiarire e approfondire la ragione "economica" (di quella "giuridica", che concerne il principio di effettività della tutela dei diritti che si attua attraverso il sistema della responsabilità patrimoniale del debitore, si è già detto in precedenza) per la quale il perseguimento del risultato della massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio risulta così cruciale nell'ambito del diritto fallimentare e delle procedure concorsuali.

### **3.2. Massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio, costo del credito e investimenti**

Le norme giuridiche che attuano il rapporto debitorio sono alla base di ogni operazione di credito<sup>84</sup>. Se queste regole sono vaghe e inefficienti, i creditori saranno meno incentivati a prestare denaro e per i debitori sarà più difficile e costoso trovare finanziamenti. Se, al contrario, queste regole sono effettive, i

---

<sup>82</sup> In una economia di mercato, e in assenza di interventi statali, il sistema giuridico non può fare nulla per risolvere il problema della crisi economica. Idealmente, in una economia di mercato, le norme giuridiche non possono indirizzare i beni verso "usi" migliori. Al contrario, le norme giuridiche possono contribuire a risolvere il problema della crisi finanziaria, proteggendo e attuando i diritti dei creditori in un modo che sia coerente con la finalità di preservare il valore di *going concern* delle imprese.

<sup>83</sup> Allo stesso modo, come si vedrà in seguito, il concordato in continuità aziendale (diretta o indiretta) dovrà utilizzarsi solo qualora l'impresa "valga di più" se tenuta insieme, e in funzionamento (non importa in capo a quale soggetto, se il debitore stesso o un soggetto diverso), piuttosto che se fatta cessare.

<sup>84</sup> Sul tema, si veda, ad es., ADLER, CASEY, MORRISON, *Baird & Jackson's Cases*, cit., pp. 1 ss.

creditori saranno incoraggiati a concedere prestiti. Quando un creditore presta denaro, tiene conto sia della probabilità che quel denaro gli venga restituito integralmente, sia di quella che quel denaro non gli venga restituito integralmente. Questa probabilità viene incorporata nel “costo” del credito e cioè nel concetto di interesse sul credito. In via generale, quanto è più alta la probabilità che il debitore non ripagherà il debito, tanto è più alto il costo del credito. In altre parole, maggiore è il rischio per il creditore di non rientrare del denaro prestato, più alto è il tasso di interesse. In questa prospettiva, sembra ragionevole ritenere che un sistema di diritto fallimentare che non consente ai creditori, in caso di crisi o insolvenza del debitore (*i.e.*, in caso di disfunzioni della garanzia patrimoniale del debitore), di massimizzare il valore ottenibile sia un sistema che contribuisce all’innalzamento dei tassi di interesse sul credito perché aumenta la probabilità (il rischio) che il creditore non venga ripagato integralmente<sup>85</sup>. Questa è la ragione economica per la quale ogni sistema di diritto fallimentare dovrebbe perseguire il risultato di consentire ai creditori di ottenere il valore più alto possibile in caso di incapacità del debitore di soddisfare integralmente tutte le sue obbligazioni<sup>86</sup>. Utilizzando le parole di uno studioso statunitense: “*bankruptcy systems have an important effect on interest rates: the bankruptcy system that maximizes the creditors’ bad state return minimizes the interest rate firms must pay to finance projects*”<sup>87</sup>. D’altra parte, in un sistema caratterizzato da tassi di interesse molto alti le imprese saranno incentivate a scegliere progetti sempre più rischiosi, in quanto solo questi ultimi consentono, almeno in via prospettica, di generare profitti sufficienti a compensare i costi.

Peraltro, è stato dimostrato che un sistema di diritto fallimentare che massimizza il valore a disposizione dei creditori in caso di crisi o insolvenza amplia la serie di

---

<sup>85</sup> SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, cit., pp. 1203 ss., in particolare pp. 1209 s., ove si dimostra che la somma richiesta dai creditori ( $F$ ) per fornire il capitale necessario a porre in essere un determinato progetto ( $I$ ) è una funzione del valore che gli stessi riescono a ottenere in un determinato sistema di diritto fallimentare ( $x$ ). Detta somma ( $F$ ) aumenta se tale ultimo valore diminuisce. Come è evidente, il tasso di interesse si ricava a partire dalla variabile  $F$  ( $I$  è infatti una costante). Più precisamente, il tasso di interesse è  $r = (F - I) - 1$ . Sul tema si veda anche, ID., *The Absolute Priority Rule and the Firm’s Investment Policy*, in *Washington University Law Review*, 72, 1994, pp. 1221 ss.; BEBCHUK, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, in *Journal of Finance*, 57, 2002, p. 453.

<sup>86</sup> In tema, si veda, ad esempio, lo studio empirico condotto da RODANO, SERRANO-VELARDE, TARANTINO, *Bankruptcy Law and Bank Financing*, 2015, consultabile al sito <http://www.igier.unibocconi.it/>.

<sup>87</sup> SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, cit., p. 1211.

progetti finanziabili che le imprese possono perseguire<sup>88</sup>. Infatti, posto che (i) le imprese intraprendono un certo progetto solo se questo consente di ottenere *almeno* un determinato profitto ( $V_{min}$ )<sup>89</sup>; (ii) l'entità di tale profitto minimo dipende (anche) da quanto i creditori richiedono per finanziare il progetto ( $F$ ), nel senso che minore è  $F$ , minore è il profitto minimo necessario affinché le imprese intraprendano un certo progetto; (iii), come si è cercato di dimostrare sopra,  $F$  dipende a sua volta dal valore che i creditori si aspettano di ottenere in quel determinato sistema di diritto fallimentare ( $x$ ), nel senso che maggiore è  $x$ , minore è  $F$ ; date queste premesse, è chiaro che quanto più alto è il valore ( $x$ ) che i creditori riescono ad ottenere in un determinato sistema di diritto fallimentare, tanto minore è la somma ( $F$ ) che i creditori richiedono per finanziare il progetto (*i.e.*, tanto minore è il tasso di interesse) e, conseguentemente, tanto minore è il profitto minimo necessario affinché le imprese intraprendano un determinato progetto (si assume, efficiente<sup>90</sup>) e quindi *tanti più progetti* (si assume, efficienti) *verranno intrapresi dalle stesse*<sup>91</sup>.

Infine, la terza ragione per la quale si ritiene che il fine ultimo del diritto fallimentare e delle procedure concorsuali dovrebbe essere quello di massimizzare il valore da distribuire ai creditori si basa sulla seguente considerazione: se chi ottiene denaro in prestito sa che, in caso di fallimento del proprio progetto imprenditoriale, non otterrà nulla, proprio perché le regole del diritto fallimentare impongono che i creditori ricevano quanto più possibile dalla procedura, e fino all'esaurimento della loro pretesa, egli è incentivato a compiere ogni sforzo per rendere la sua attività efficiente e produttiva; contrariamente, assumendo che scopo del diritto fallimentare non sia quello di far ottenere ai creditori quanto più possibile, e, conseguentemente, che il debitore possa limitarsi a distribuire ad essi solo una

---

<sup>88</sup> SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, cit., pp. 1211 ss.

<sup>89</sup>  $V_{min} = (I / p) + F$ , ove  $I$  è il costo del progetto,  $p$  è la probabilità di successo e  $F$  è la somma richiesta dai creditori per finanziare quel progetto.

<sup>90</sup> In termini generali, l'idea è che, in assenza di esternalità negative, è efficiente che le imprese perseguano tutti i progetti che i creditori finanzierebbero.

<sup>91</sup> Si pensi al seguente esempio: il costo ( $I$ ) di un progetto è 110. La probabilità ( $p$ ) di successo è 0.6. Il ritorno dei creditori ( $x$ ) in caso di insolvenza è 90. In questo caso, la somma  $F$  che i creditori richiederebbero per finanziare quel progetto è 123,3 (infatti:  $F = [I - x(1 - p)] / p$  e quindi  $F = [110 - 90(1-0.6)] / 0.6 = 123,3$ ). In questa situazione, il profitto minimo che quel progetto dovrà generare affinché le imprese lo intraprendano è 306,7 (infatti:  $V_{min} = (110/0.6) + 123,3 = 306,7$ ). In un sistema, invece, dove il ritorno per i creditori ( $x$ ) in caso di insolvenza è 70,  $F$  sarà 136,7 e il profitto minimo che un progetto dovrà generare per poter essere intrapreso ( $V_{min}$ ) sale a 320. Per l'elaborazione e la dimostrazione delle equazioni matematiche utilizzate in questo esempio, si veda SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, cit., pp. 1207 ss.

parte delle sue risorse, gli incentivi del debitore a impegnarsi proficuamente nella propria attività si riducono<sup>92</sup>. Se questi incentivi si riducono, si riduce la probabilità di successo dei vari progetti imprenditoriali e, quindi, si alza il livello di rischio per i creditori e, dunque, il tasso di interesse sul credito alle imprese. Alzandosi il tasso di interesse, si riduce il numero di progetti finanziabili che le imprese possono perseguire con la conseguenza che, presumibilmente, si avrà un uso subottimale delle risorse nel mercato.

### **3.3. Rigetto delle teorie che attribuiscono al concordato preventivo finalità ulteriori rispetto a quella della massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio**

Nel corso dei precedenti paragrafi si è visto che l'unica soluzione coerente con la concezione del fallimento e delle altre procedure concorsuali (incluso il concordato) quali strumenti di attuazione della garanzia patrimoniale generica alternativa all'esecuzione individuale è quella che identifica la finalità dell'istituto concordatario nella creazione di un maggior valore a disposizione del ceto creditorio. Da ciò deriva la necessità di rigettare le teorie che attribuiscono al concordato fini ulteriori rispetto alla massimizzazione della soddisfazione dei creditori, come la finalità di conservazione dell'impresa<sup>93</sup> o quella di conservazione dei posti di lavoro<sup>94</sup>. Tali finalità dovrebbero ritenersi meramente secondarie e

---

<sup>92</sup> SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, cit., pp. 1216 ss.

<sup>93</sup> *Contra*, PAJARDI, PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, cit., p. 812.

<sup>94</sup> Sul punto si veda, ad es., D'ALESSANDRO, *La crisi delle procedure concorsuali e le linee della riforma: profili generali*, in *Giust. civ.*, 2006, II, p. 331 per il quale "il diritto di garanzia dei creditori sul patrimonio del debitore è assistito da tutela costituzionale, onde non può essere espropriato, neppure indirettamente, né a vantaggio dell'interesse pubblico (alla piena occupazione e simili), né, meno ancora, è ovvio, a vantaggio dell'interesse del debitore [...] Il (presunto) interesse pubblico alla conservazione dell'impresa, concepita come indiretto ammortizzatore occupazionale, andrebbe dunque semmai perseguito utilizzando risorse egualmente pubbliche"; ID., *Politica della crisi d'impresa: risanamento o liquidazione dell'azienda?*, in *Fallimento*, 1980, pp. 29 ss.; ID., *Interesse pubblico alla conservazione dell'impresa e diritti privati sul patrimonio dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 53 ss.; TARZIA, *Parità e discriminazioni tra i creditori nelle procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 1984, pp. 153 ss. Come si è già segnalato sopra (si veda la nota 74), vi sono delle norme nel CCII (art. 84, commi 2 e 3) che si pongono in attrito rispetto alla ricostruzione qui proposta, in particolare quelle relative all'esigenza di mantenere una parte della forza lavoro nel concordato con continuità.

Anche in ambito internazionale il dibattito circa le funzioni del diritto fallimentare e delle procedure concorsuali è molto vasto. Per la tesi che il diritto fallimentare e delle ristrutturazioni aziendali dovrebbe perseguire non solo l'interesse alla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio, ma anche altri interessi, come il mantenimento dei posti di lavoro, si veda, ad es., WARREN, *Bankruptcy Policy*, in *University of Chicago Law Review*, 54, 1987, pp. 775 ss.; EAD, *Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World*, in *Michigan Law Review*, 92, 1993, pp. 336 ss., spec. pp. 354 ss.; BLUM, *The Goals and Process of Reorganizing Small Businesses in Bankruptcy*, in *Journal of Small and Emerging Business Law*, 4, 2000, pp. 181, 232. *Contra*, SCHWARTZ, A

conseguenziali<sup>95</sup>. L'esigenza di massimizzare il valore del patrimonio del debitore, garanzia generica di tutti i creditori, attraverso la procedura di concordato preventivo, può avere come effetto, ma solo eventuale, la continuazione dell'attività (nel caso di concordato in continuità) e quindi la conservazione dell'impresa e dei posti di lavoro, ma non è vero il contrario<sup>96</sup>. Altrimenti, non si spiegherebbe la configurazione del fallimento e del concordato quali mezzi alternativi di attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore rispetto all'esecuzione individuale<sup>97</sup>. In questo senso, la continuità aziendale deve essere percepita come il mezzo attraverso il quale conseguire il migliore soddisfacimento dei creditori e non, appunto, quale (ulteriore) finalità della procedura<sup>98</sup>.

#### **4. Il concordato preventivo in continuità e le sue declinazioni. Le riorganizzazioni societarie**

Il concordato in continuità aziendale, introdotto all'art. 186-*bis* l. fall. dal d.l. 22 giugno 2012, n. 83, configura oggi, dopo la riforma del 2019, la principale tipologia di concordato a disposizione delle imprese che versino in uno stato di crisi o insolvenza. La possibilità di utilizzare il concordato liquidatorio è infatti oggi ristretta a casi del tutto peculiari, e solo qualora esso consenta una migliore soddisfazione dei creditori rispetto alla liquidazione giudiziale (è richiesto, infatti, che con il concordato liquidatorio la soddisfazione dei creditori chirografari sia

---

*Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, in *Yale Law Journal*, 107, 1998, pp. 1807, 1817 ss.; JACKSON, *The Logic*, cit., *passim*. Sul tema, si vedano anche, ad es., KOROBKIN, *Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy*, in *Columbia Law Review*, 91, 1991, pp. 717 ss., spec. pp. 766 ss. (il quale suggerisce che il diritto fallimentare non è solo un meccanismo collettivo di attuazione della responsabilità patrimoniale, ma anche “a forum in which competing and various interests and values accompanying financial distress may be expressed and sometimes recognized”); ID., *Contractarianism and the Normative Foundations of Bankruptcy Law*, in *Texas Law Review*, 71, 1993, pp. 541 ss.; FROST, *Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process*, in *North Carolina Law Review*, 74, 1995, pp. 75 ss. (che conclude che il diritto fallimentare è istituzionalmente incapace di raggiungere obiettivi redistributivi; la tutela degli interessi dei non investitori dovrebbe essere lasciata ad altri strumenti); GROSS, *Taking Community Interests into Account in Bankruptcy: An Essay*, in *Washington University Law Quarterly*, 72, 1994, pp. 1031 ss.

<sup>95</sup> NIGRO, VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, cit., p. 338.

<sup>96</sup> Discorso diverso vale invece per la amministrazione straordinaria di cui al d.lgs. 270/1999, la cui finalità non è la massima soddisfazione dei creditori ma la conservazione del patrimonio produttivo, con un capovolgimento della gerarchia di valori rispetto al fallimento e al concordato preventivo. Sul punto, una parte della dottrina ha efficacemente osservato che “il finanziamento coatto imposto ai creditori anteriori è lo strumento su cui il processo di salvataggio viene fondato”. Cfr. MEO, *Il risanamento finanziato dai creditori – Lettura dell'amministrazione straordinaria*, Giuffrè, 2013, p. 6.

<sup>97</sup> In senso conforme si veda DI MARZIO, *Il diritto negoziale*, cit., pp. 24 ss.

<sup>98</sup> E si veda, a conferma, l'art. 84, comma 1, CCII, ai sensi del quale “con il concordato preventivo il debitore realizza il soddisfacimento dei creditori mediante la continuità aziendale o la liquidazione del patrimonio”.



incrementata, attraverso l'apporto di risorse esterne, di almeno il 10% rispetto all'alternativa della liquidazione giudiziale; tale soddisfazione, poi, non può essere in ogni caso inferiore al 20% dell'ammontare complessivo dei crediti chirografari<sup>99</sup>). Ciò è diretta conseguenza di quanto si è detto nei paragrafi precedenti. Quando il processo di fallimento è stato "emancipato" dallo stigma ad esso connesso e si è preso coscienza della sua funzionalità, quale procedura collettiva alternativa alla tutela esecutiva individuale, alla soddisfazione, nella misura più alta possibile, dei creditori, si è anche riconosciuto che il concordato liquidatorio altro non è, sia sul piano della sua giustificazione, sia sul piano dei suoi effetti, che una replica di tale processo, a meno che tale concordato non consenta ai creditori di ottenere una soddisfazione maggiore<sup>100</sup>. Da un punto di vista sistematico, tale concordato ha ragione di esistere solo se la liquidazione dei beni attraverso di esso risulta più conveniente rispetto alla liquidazione dei beni secondo le regole definite nella procedura di fallimento o di liquidazione giudiziale. Ad esso si contrappone il concordato in continuità aziendale, la cui caratteristica primaria è quella per la quale, appunto, l'attività del debitore "continua". Tale attività può continuare in capo allo stesso debitore che ha avviato la procedura di concordato oppure in capo ad altro soggetto terzo in forza di cessione, usufrutto, affitto, conferimento dell'azienda in una o più società, e così via (art. 84, comma 2, CCII). Nel primo caso si parla di concordato in continuità diretta (o soggettiva), nel secondo di concordato in continuità indiretta (o oggettiva).

Questa classificazione delle diverse tipologie di concordato in continuità non è tuttavia sufficiente per ricomprendere tutte le potenzialità e gli effetti ricollegabili a questo istituto. Ciò che sembra essere più rilevante è infatti l'elemento per il quale il piano di concordato può prevedere "la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti" "attraverso qualsiasi forma", compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote o altri strumenti finanziari<sup>101</sup>. Questa peculiarità comporta l'esigenza di proporre un'ulteriore classificazione e di riflettere sulla reale portata di questo istituto. Utilizzando quale criterio di differenziazione la tipologia del mezzo di soddisfazione dei creditori,

---

<sup>99</sup> Art. 84, comma 4, CCII. Quanto alla soglia del 20%, si veda, già, l'art. 160, comma 4, l. fall., introdotto dal d.l. 27 giugno 2015, n. 83, convertito, con modificazioni, nella l. 6 agosto 2015, n. 132.

<sup>100</sup> Ed infatti si veda l'art. 84, comma 4, CCII.

<sup>101</sup> Si veda l'art. 160, comma 1, lett. a), l. fall. e l'art. 85, comma 3, lett. a), CCII.

possono aversi concordati in continuità (sia soggettiva che oggettiva) ove i creditori vengono soddisfatti, secondo le disposizioni del piano, attraverso i c.d. flussi di cassa, ovvero il ricavato, prevalentemente in denaro, della continuità. La giustificazione di tale procedura risiede nel fatto che l'impresa in continuità consente la generazione di tali flussi e questi – a loro volta – consentono ai creditori una migliore soddisfazione rispetto all'alternativa liquidatoria. Da questi si distinguono i concordati nei quali ai creditori di un debitore organizzato in forma societaria vengono attribuiti titoli azionari, o quote, nella società stessa (continuità soggettiva) oppure in altra società (continuità oggettiva). In questi casi, i creditori “vengono soddisfatti” non attraverso la “promessa”, secondo le disposizioni del piano, di ricevere una certa percentuale, di solito in denaro, del loro credito nel corso della durata del piano, bensì attraverso l'attribuzione agli stessi di titoli partecipativi in una società (“concordato partecipativo” o “concordato riorganizzativo”<sup>102</sup>). Questa differenziazione, spesso trascurata dai commentatori, è di fondamentale importanza. Da un punto di vista logico, l'attribuzione ai creditori di forme di pagamento diverse dal denaro appare innanzitutto di più difficile giustificazione<sup>103</sup>. Un titolo azionario è, per definizione, uno strumento che include una componente di rischio, il quale dipende dal risultato, positivo o negativo, dell'attività di impresa. Inoltre, uno strumento partecipativo, rispetto al denaro, perde la caratteristica della immediata liquidità. Non è infatti detto che un titolo azionario o, a maggior ragione, una quota di una s.r.l., sia immediatamente alienabile al valore di mercato<sup>104</sup>. Ci si potrebbe dunque chiedere fino a che punto sia legittimo “imporre” ai creditori dissenzienti di ricevere, a soddisfazione del loro

---

<sup>102</sup> Sul punto, si veda quanto osservato da G. FERRI jr, *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 233, che individua nella possibilità di incidere non soltanto sul passivo, e dunque sui debiti, ma anche sul patrimonio netto, o, meglio, sul capitale proprio, il carattere essenziale delle “riorganizzazioni societarie”.

<sup>103</sup> Tanto che alcuni Autori (ad es., DI MARZIO, *Il diritto negoziale*, cit., p. 223, nt. 124) sollevano dubbi di legittimità costituzionale (rispetto all'art. 23 Cost.) in relazione a offerte di soddisfazione tramite l'attribuzione di quote, azioni o titoli partecipativi in organismi collettivi, che in quanto tali attribuiscono non soltanto posizioni di vantaggio ma anche di obbligo e responsabilità. È curioso notare come questo tema non si sia generalmente mai posto nel sistema statunitense, dove la regola è proprio la “soddisfazione” tramite l'attribuzione ai creditori di strumenti finanziari nella società riorganizzata. La ragione di una tale diversità di approccio va forse ricercata nella diversa conformazione del mercato in quel sistema (un mercato più aperto) e nella “convincione culturale” che tali strumenti finanziari siano sempre suscettibili di essere alienati e quindi di trasformarsi rapidamente in denaro. Di questo tema verrà offerta più ampia trattazione nel prosieguo.

<sup>104</sup> Il nuovo CCII sembra riconoscere la sostanziale diversità fra il soddisfacimento in denaro e quello in “utilità diverse dal denaro”, richiedendo la formazione obbligatoria delle classi “per i creditori che vengono soddisfatti anche in parte con utilità diverse dal denaro” (art. 85, comma 5, CCII).

credito originariamente in denaro, un mezzo di soddisfazione caratterizzato da tali elementi di diversità.

Occorre a questo punto sottolineare come, quando si parla di riorganizzazioni societarie (*corporate reorganizations* ai sensi del *Chapter 11*, oppure *corporate restructuring* nel gergo europeo) si alluda proprio a questo tipo di meccanismo: una procedura, collettiva e obbligatoria, attraverso la quale i creditori di un medesimo debitore-società vengono “soddisfatti” attraverso l’attribuzione agli stessi di titoli partecipativi nella società riorganizzata. I creditori entrano a far parte, nella qualità di nuovi soci, della società riorganizzata, assumendone il controllo, ma anche il rischio d’impresa<sup>105</sup>.

Ci si domanderà a questo punto quale sia la ragione giustificatrice di una procedura nella quale i creditori vengono soddisfatti attraverso l’assegnazione di strumenti partecipativi nella società riorganizzata piuttosto che attraverso un(a promessa di) pagamento in denaro (seppur dilazionato e/o falcidiato). La ragione di una tale procedura, che negli Stati Uniti ha una lunga tradizione giuridica e viene utilizzata da oltre cento anni, risiede fondamentalmente nel fatto che se tale impresa societaria fosse venduta a un terzo, ancorché in blocco e al valore di continuazione (*going-concern value*), tale impresa perderebbe in qualche modo di valore. Spesso vi sono infatti contratti, licenze o altri beni che non sono automaticamente o agevolmente trasferibili da un’entità ad un’altra; vi sono casi in cui la transazione stessa potrebbe danneggiare l’immagine e la reputazione della società; soprattutto, una vendita nel contesto di una procedura formale (come un concordato o una procedura fallimentare), anche se fatta al miglior offerente, è connotata, per definizione, da un elemento, per così dire, di “forzosità”, in quanto, per via dell’esigenza di uscire dalla crisi o di affrontare l’insolvenza, occorrerà necessariamente trovare un compratore, e nel più breve tempo possibile<sup>106</sup>. Si consideri, infine “la drastica

---

<sup>105</sup> Così realizzando quella funzione di espropriazione dell’imprenditore in favore dei nuovi *residual claimants* (i creditori, che da fornitori di capitale di debito nell’impresa *in bonis* diventano fornitori di capitale di rischio quando questa non è in grado di adempiere integralmente tutte le obbligazioni contratte), secondo la ricostruzione proposta negli scritti di Stanghellini (cfr., ad es., STANGHELLINI, *Le crisi di impresa*, cit., passim; ID., *Proprietà e controllo dell’impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 1041 ss. e, più di recente, ID., *La struttura finanziaria della società per azioni al tempo della grande crisi*, in *Regole del mercato e mercato delle regole - Il diritto societario e il ruolo del legislatore*, a cura di Carcano, Mosca, Ventoruzzo, Giuffrè, 2016, pp. 257 ss.).

<sup>106</sup> Per questa impostazione concettuale, si veda TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings. A Normative Foundation and Framework*, OUP, 2019, pp. 47 ss., in particolare, pp. 49 s.: “[d]efining characteristics of a liquidation sale are that the sale takes place within a limited period of time and there is compulsion to sell, irrespective of price. [...] A sale in the context of insolvency is, by

svalutazione che l'impresa medio-piccola subisce una volta separata dal proprio soggetto economico"<sup>107</sup> (o, in alcuni casi, per quanto riguarda le piccole o medie imprese organizzate in forma societaria, dai suoi soci di riferimento <sup>108</sup>): l'"investimento "idiosincratico" che certi imprenditori effettuano (soprattutto nelle piccole e medie imprese) spesso attribuisce all'impresa un valore che nessuna cessione può realizzare. Tutto ciò potrebbe comportare la depressione del prezzo di vendita e, conseguentemente, l'abbassamento della percentuale di soddisfazione dei creditori. Nel caso, invece, di una riorganizzazione, niente di tutto ciò avviene: l'impresa è virtualmente "venduta" ai titolari di pretese nei confronti della stessa, che "scambiano" i loro crediti in titoli partecipativi nella società riorganizzata, con l'effetto di cancellare il debito dal passivo e di consentire alla società di riemergere dalla crisi (finanziaria)<sup>109</sup> con una struttura finanziaria adeguata. Il "valore" di tale società, e, dunque, il grado di soddisfazione dei creditori, non è definito dal prezzo ricavabile in una vendita a terzi (anche in blocco), ma è calcolato dall'organo giudiziario secondo modelli volti a identificarne il "valore di mercato". Tale valore può essere definito "valore di riorganizzazione" e si differenzia dal valore ricavabile dalla vendita in blocco dell'impresa in continuità ("valore di continuazione" o "*going concern value*") in quanto quest'ultimo sconta quella componente di "forzosità" di cui si è detto sopra, oltre a quella legata alla difficoltà o impossibilità di trasferire alcuni valori da un'entità ad un'altra. In via di principio, dunque, il valore di riorganizzazione – sussistendo i presupposti per la sua creazione, *i.e.* in presenza delle condizioni per procedere a una riorganizzazione societaria – potrebbe essere superiore rispetto a quello che si ricaverebbe in una vendita in blocco dell'impresa in continuità (*going-concern value*). Entrambi questi valori dovrebbero poi essere logicamente superiori al valore che si ricaverebbe in una vendita atomistica dei singoli beni dell'impresa.

L'altro caso in cui potrebbe essere utile procedere ad una riorganizzazione nel senso appena visto è quello in cui non è possibile o agevole vendere l'impresa (al valore di continuità) per via dell'assenza di un compratore nel mercato e, allo stesso tempo, l'impresa vale di più in una prospettiva di continuità piuttosto che se disgregata o

---

definition, forced in nature. This forced nature of the sale in itself puts downward pressure on price, however efficient and damage-free the legal implementation process may be".

<sup>107</sup> GALLETTI, *La ripartizione del rischio*, cit., p. 22.

<sup>108</sup> Il tema sarà oggetto di ulteriore analisi nel prosieguo.

<sup>109</sup> Cfr. il § 3.1 di questo capitolo.

comunque liquidata nelle forme tipiche del procedimento fallimentare<sup>110</sup>. In effetti, la pratica delle riorganizzazioni societarie è nata negli Stati Uniti proprio per far fronte a casi come questo. All'epoca della crisi delle grandi società ferroviarie tra la fine dell'ottocento e l'inizio del novecento emerse infatti chiaramente che, da un lato, il valore di tali società non risiedeva tanto "nell'acciaio dei binari" quanto nell'utile che poteva derivare dall'esercizio della rete ferroviaria stessa (il valore di continuità era dunque estremamente più alto rispetto al valore di liquidazione) e, dall'altro, che non era presente sul mercato alcun soggetto in grado di accumulare il capitale necessario a comprare l'impresa al valore di *going concern*<sup>111</sup>. Doveva dunque trovarsi un modo, pur in assenza di un compratore disposto o in grado di investire nella società, di consentire alla stessa di proseguire la sua attività libera dal debito eccessivo che la aveva condotta alla crisi. E fu così che nacque l'idea, prima attraverso il meccanismo denominato di *equity receivership*<sup>112</sup>, e poi attraverso la procedura di *reorganization* così come disciplinata nel *Chapter 11 del Bankruptcy Code* del 1978, di "liberare" le società (il cui valore di continuazione era maggiore del valore di liquidazione) dai propri debiti attraverso una riorganizzazione della loro struttura finanziaria tale per cui il debito nei confronti dei creditori veniva annullato a fronte dell'assegnazione in loro favore di strumenti partecipativi nelle società stesse.

Invero, questo stesso meccanismo sta alla base di un altro procedimento, questa volta a noi più familiare, di recente introduzione: il c.d. *bail in* bancario<sup>113</sup>

---

<sup>110</sup> E vi è chi ha osservato (GALLETTI, *La ripartizione del rischio*, cit., p. 33) che questa ipotesi sarebbe quella più prevedibile nel sistema italiano, caratterizzato dall'assenza di un mercato dei *distressed debts*: "in un sistema economico caratterizzato da elevatissima turbolenza aziendale, e da carenze endemiche di liquidità, la soluzione maggiormente prevedibile sembra allo stato quella del trasferimento degli *assets* direttamente agli stessi creditori".

<sup>111</sup> Sul tema si veda, fra i molti, BAIRD, RASMUSSEN, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, in *Virginia Law Review*, 87, 2001, pp. 921 ss.

<sup>112</sup> Per il quale si vedano BRATTON, SKEEL, *Foreword: Bankruptcy's New and Old Frontiers*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 166, 2018, pp. 1573 ss. e, ampiamente, SKEEL, *Debt's Dominion, A History of Bankruptcy Law in America*, Princeton University Press, 2001, pp. 48 ss.

<sup>113</sup> La disciplina del *bail-in* è stata introdotta a livello europeo dalla Direttiva 59/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi (BRRD, *Banking Recovery and Resolution Directive*), in attuazione del cosiddetto secondo pilastro dell'Unione bancaria europea, ossia quello del Meccanismo Unico di risoluzione delle crisi bancarie (SRM, *Single Resolution Mechanism*), istituito dal Regolamento 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio. La Direttiva 59/2014 è stata attuata in Italia dal d.lgs. 180/2015. Sul tema si vedano, fra i molti, PORTALE, *Dalla «Pietra del vituperio» al «bail-in»*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, pp. 21 ss.; INZITARI, *Brrd, Bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Giust. civ.*, 2017, pp. 197 ss.; LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *BBTC*, 2016, I, pp. 287 ss.; G. SANTONI, *La nuova disciplina della gestione delle crisi bancarie: da strumento di*

(specialmente nella sua versione c.d. forte<sup>114</sup>), che include sia misure di riduzione e azzeramento del valore nominale delle partecipazioni azionarie, degli altri strumenti di capitale e delle passività, sia misure di conversione dei crediti<sup>115</sup> in azioni della banca nell'ambito della procedura di risoluzione e delle altre procedure di gestione delle crisi bancarie di cui al Titolo IV del d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180<sup>116</sup>. A pensarci bene, il *bail in* non è altro che una riorganizzazione, forzata, di una società, quella bancaria, che presenta un valore di continuazione di gran lunga più alto rispetto a quello di liquidazione<sup>117</sup> ma rispetto alla quale, per motivi evidenti, non è possibile o agevole trovare un compratore sul mercato disposto a pagarne l'intero valore di *going concern*. Ed ecco allora che, di nuovo, viene fatto uso del meccanismo di “scambio” delle pretese creditorie con strumenti finanziari nella società bancaria stessa, a parziale o totale esaurimento del debito, al fine di assicurare la continuazione dell'attività ripartendo da una struttura finanziaria più adeguata.

---

*contrasto a generatore di sfiducia sistemica?*, in *BBTC*, 2016, I, pp. 619 ss.; ID., *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, in *AGE*, 2016, pp. 517 ss.; STANGHELLINI, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, in *AGE*, 2016, pp. 567 ss.; GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, pp. 1485 ss.

<sup>114</sup> La versione debole del *bail in* è rappresentata dal c.d. meccanismo di *write-down* (tecnicamente, riduzione e conversione) “ristorativo” di cui agli artt. 27 ss. d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180, ossia la cancellazione (fino a copertura delle eventuali perdite) e la successiva conversione in azioni dei soli strumenti di capitale (quindi quelli computabili nel Tier 1 o nel Tier 2, anche qualora non effettivamente computati), senza incidere sulle altre passività prive delle caratteristiche necessarie per poter essere computate nei “fondi propri” della banca (art. 20, comma 1, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180). Quando la banca si trova in una crisi che, sebbene di grave entità, può essere risolta semplicemente cancellando in tutto o in parte le azioni emesse dalla banca e convertendo le obbligazioni subordinate in azioni sino a quanto necessario per assicurare che il Tier 1 torni al livello richiesto per operare, l'autorità dovrebbe procedere attraverso un *write-down* senza sottoporre la banca a risoluzione. Il vero e proprio *bail in* ha uno spettro applicativo più ampio del *write-down* potendo incidere anche su quelle pretese che non sono computabili nei fondi propri. Esso può essere utilizzato solo nell'ambito di una procedura di risoluzione. L'omogeneità funzionale del *write-down* e del *bail in*, i quali si distinguono sostanzialmente solo per la natura delle pretese sulle quali producono il loro effetti, comporta che spesso si identifichino entrambi con il termine *bail in*.

<sup>115</sup> Salvo le esclusioni previste dall'art. 49 d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180.

<sup>116</sup> Sul punto si veda SPERANZIN, *Bail-in (e condivisione degli oneri)*, voce nel *Digesto delle discipline privatistiche, sez. commerciale*, Wolters Kluwer, 2017, pp. 28 ss.

<sup>117</sup> Il *bail in* è stato appunto definito (cfr. DONATI, *La ricapitalizzazione “interna” delle banche mediante bail-in*, in *AGE*, 2016, p. 616) una “procedura concorsuale “virtuale” ad esecuzione istantanea”. Esso consente, infatti, di distribuire le perdite tra i titolari di pretese verso la banca secondo criteri corrispondenti a quelli che verrebbero applicati in una liquidazione concorsuale utilizzando ai fini della quantificazione del valore del patrimonio della banca le stime astratte contenute nella valutazione predisposta da un esperto indipendente. Tale meccanismo di cancellazione e conversione dovrebbe permettere di ripristinare la solidità patrimoniale della banca con effetto immediato, senza mettere a rischio la stabilità del sistema finanziario e senza richiedere, almeno di regola, un contributo pubblico alla copertura delle perdite.

Alla luce di ciò, e data l'ampiezza di possibilità consentite dalla disciplina del concordato, sembra necessario classificare le tipologie di concordato in continuità secondo il seguente schema: (i) concordato in continuità diretta con attribuzione ai creditori di forme di soddisfazione diverse dal denaro e in particolare di titoli partecipativi nella stessa società riorganizzata; (ii) concordato in continuità diretta con soddisfazione dei creditori, in forma dilazionata e/o falcidiata, in denaro attraverso i c.d. flussi di cassa; (iii) concordato in continuità indiretta con attribuzione ai creditori di forme di soddisfazione diverse dal denaro e in particolare di titoli partecipativi in una diversa società; (iv) concordato in continuità indiretta con soddisfazione dei creditori, in forma dilazionata e/o falcidiata, in denaro. Gli ultimi due casi si caratterizzano per la presenza di una "vendita" a un terzo. La differenza consiste solo nel mezzo di soddisfazione dei creditori: il ricavato della vendita in denaro, nel caso *sub* (iv), o l'attribuzione ai creditori di strumenti finanziari nella società compratrice, nel caso *sub* (iii). Solo il primo caso è riconducibile alla procedura di riorganizzazione di derivazione statunitense (*Chapter* 11). Il secondo è invece una tipologia ibrida. Peraltro, potrebbero aversi casi in cui questi ultimi due schemi sono utilizzati simultaneamente: alcuni creditori vengono soddisfatti attraverso l'attribuzione di titoli partecipativi nella società riorganizzata, altri con la "promessa" di pagamento di una certa percentuale del loro credito.

Anche se il presente lavoro mira a fornire una risposta comprensiva e, per così dire, globale, al problema distributivo nei concordati in continuità, sarà con particolare riferimento a queste due ultime tipologie di concordato (e cioè, ai concordati con continuità diretta "riorganizzativi" e "con destinazione dei flussi di cassa ai creditori") che verrà svolto il discorso che segue.

Occorre peraltro precisare, a scanso di equivoci, come il concetto di concordato in continuità diretta rispetto a un debitore organizzato nella forma di società di capitali stia a significare che è la società stessa, quale ente giuridico autonomo dotato di personalità giuridica e distinto dai soci che la compongono, a proseguire l'attività d'impresa.

## **5. Il nuovo concordato preventivo alla luce del principio della massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio**

Fatte queste necessarie premesse, occorre ora guardare – in una prospettiva dinamica – all’evoluzione dell’istituto concordatario attraverso la lente del principio della massimizzazione del soddisfacimento dei creditori, così da comprendere quali aspetti dell’istituto sono oggi coerenti con il modello di diritto fallimentare e delle procedure concorsuali sopra descritto.

### **5.1. Il concordato preventivo non è (più) solo un accordo tra debitore e creditori: il superamento del monopolio del debitore nella formulazione della proposta e del piano. Effetto sulla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio**

A lungo il concordato preventivo, sia liquidatorio che in continuità, è stato definito come un accordo tra debitore e creditori volto a “prevenire” o “evitare” il fallimento e a risolvere la crisi dell’impresa<sup>118</sup>. E, certamente, con tale qualifica di accordo l’istituto concordatario ha fatto la sua prima comparizione nel nostro ordinamento giuridico. Come si è detto in precedenza, infatti, il concordato preventivo è nato con la funzione di evitare al fallito (o quasi fallito) “meritevole” le gravi conseguenze personali discendenti dallo *status* di fallito per mezzo, appunto, di un accordo con i suoi creditori che avesse certe precise caratteristiche. Con riferimento alle società di capitali, poi, l’accordo doveva inizialmente intercorrere tra i soci della società debitrice, cui, prima della modifica dell’art. 152 l. fall.<sup>119</sup>, era attribuito il potere di deliberare sulla proposta di concordato (*ex latere debitoris*), e i creditori i quali potevano solamente decidere, attraverso la votazione, se accogliere o rigettare tale proposta. La circostanza che con la modifica dell’art. 152 l. fall. il potere di deliberare sulla proposta di concordato e sull’avvio della procedura sia passato, salvo diversa disposizione dello statuto, ai suoi amministratori, non ha cambiato di molto la situazione: ai creditori è sempre spettato solo il diritto di voto con riguardo all’accettazione o al rigetto della proposta formulata dal debitore (dai soci, prima,

---

<sup>118</sup> NIGRO, VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, cit., pp. 336, 338.

<sup>119</sup> Avvenuta con il d.lgs. 9 gennaio 2006, n. 5. Si riporta il testo antecedente alla modifica: “la proposta e le condizioni del concordato nelle società in nome collettivo e in accomandita semplice devono essere approvate dai soci che rappresentano la maggioranza assoluta del capitale, e nelle società per azioni, in accomandita per azioni e a responsabilità limitata, nonché nelle società cooperative devono essere approvate dall’assemblea straordinaria, salvo che tali poteri siano stati delegati agli amministratori”.



dagli amministratori, poi, salva disposizione contraria dello statuto). In tale senso poteva ben dirsi che il concordato costituiva un accordo tra debitore (che deteneva il monopolio nella formulazione della proposta) e creditori (che decidevano se accettarla o meno). Ebbene, oggi tale concezione del concordato può dirsi in parte superata<sup>120</sup>. Ciò in ragione dell'introduzione, a partire dal 2015 relativamente al concordato preventivo<sup>121</sup>, di un istituto la cui portata innovativa nell'assetto della procedura concordataria di risoluzione della crisi d'impresa è stata tale da indurre alcuni a parlare di una "novità di grande impatto emotivo"<sup>122</sup>. Ci si riferisce, ovviamente, all'istituto delle proposte concorrenti, introdotte dal d.l. 27 giugno 2015, n. 83, convertito con modifiche nella l. 6 agosto 2015, n. 132 (entrata in vigore il 21 agosto 2015) attraverso l'aggiunta dei commi 4, 5, 6 e 7 all'art. 163 l. fall. ("Ammissione alla procedura e proposte concorrenti") e riprodotto, con qualche modificazione, anche all'art. 90 CCII.

L'istituto è espressione della volontà del legislatore, sulla scia delle altre legislazioni europee in materia, di aprire il concordato preventivo alla concorrenza tra le proposte di possibile risoluzione della crisi e, tramite esse, di massimizzare la soddisfazione dei creditori concordatari, anche attraverso l'apertura al mercato dei *distressed debts*. Con le proposte concorrenti si consente a quei creditori che possiedono determinati requisiti di porsi in competizione con il debitore concordatario presentando una proposta di concordato alternativa da sottoporre al voto dei creditori, i quali potranno quindi approvare, tra le più proposte presentate, quella che ritengono più conveniente. Tale possibilità era già stata prevista nel nostro ordinamento positivo in materia di concordato fallimentare<sup>123</sup>.

---

<sup>120</sup> E ciò è espressione della tendenza dell'ordinamento a tentare il superamento della crisi dell'impresa attraverso modalità volte a regolare direttamente il patrimonio e le sue funzioni, riducendo la rilevanza delle posizioni individuali.

<sup>121</sup> Tale istituto era stato precedentemente introdotto con riguardo al concordato fallimentare con il d.lgs. 169/2007. Si vedano anche gli artt. 78 d.lgs. 270/1999 e 4-bis l. 39/2004.

<sup>122</sup> AMATORE, *Offerte e proposte concorrenti nel concordato preventivo: le novità introdotte dalla "mini" riforma del diritto fallimentare*, 2015, consultabile al sito [www.giustiziacivile.com](http://www.giustiziacivile.com).

<sup>123</sup> Si veda l'art. 124 l. fall., per cui "la proposta può essere presentata da uno o più creditori o da un terzo", oltretutto dal fallito (o da società cui egli partecipi o da società sottoposte a comune controllo). Occorre sottolineare che, con la riforma del 2006 (d.lgs. 9 gennaio 2006, n. 5), il fallito non solo è stato messo in concorrenza con altri proponenti, ma è anche stato collocato in una posizione di sfavore, in quanto non può presentare la propria proposta se non dopo il decorso di un termine dilatorio di un anno dalla dichiarazione di fallimento, mentre tutti gli altri soggetti hanno la possibilità di presentare proposte immediatamente dopo la dichiarazione di fallimento. Lo scopo di questo termine è quello di incentivare il debitore ad utilizzare la procedura di concordato preventivo, esponendolo, in caso di inerzia e conseguente fallimento, al rischio che altri si impossessino del suo patrimonio (il fallito è poi sottoposto a un ulteriore termine finale di due anni dal decreto che rende esecutivo lo stato passivo) (art. 124, comma 1, l. fall.).

Per quanto riguarda gli aspetti di diritto sostanziale, ai fini della presentazione di proposte concorrenti, è anzitutto necessario che il debitore abbia proposto una domanda di concordato preventivo<sup>124</sup>. A questo proposito, è stato sottolineato il carattere meramente “derivato”<sup>125</sup> della legittimazione dei creditori a presentare le proposte alternative, legittimazione assoggettata alla scelta del debitore di intraprendere la soluzione concordataria<sup>126</sup>. La presentazione di proposte concorrenti è poi subordinata a un presupposto soggettivo e a un presupposto oggettivo. Il primo è espresso all’art. 163, comma 4, primo periodo, 1. fall., ai sensi del quale “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” (e si veda anche l’art. 90, comma 1, CCII). I creditori legittimati sono dunque coloro che, da soli o congiuntamente, rappresentano almeno il dieci per cento dei crediti complessivi

---

Occorre tuttavia sottolineare che i presupposti applicativi sono del tutto diversi, giacché nel concordato fallimentare si interviene con la proposta alternativa in un momento in cui il fallimento è già stato dichiarato, e dunque quando in linea di principio e salvo l’esercizio provvisorio dell’impresa, la liquidazione concorsuale del patrimonio del debitore è già iniziata, mentre nel concordato preventivo l’eventuale proposta concorrente è presentata prima del fallimento, quando cioè il debitore può anche essere soltanto in crisi e non ancora insolvente, potendosi semplicemente trovare in uno stato di crisi reversibile.

<sup>124</sup> Importante in questo senso è la distinzione tra i diversi concetti di “domanda”, “proposta” e “piano”. La prima fattispecie indica la richiesta dell’imprenditore di non applicare il regime del fallimento o dell’esecuzione forzata e di regolare la crisi con l’autonomia negoziale; la seconda indica l’oggetto dell’impegno che il proponente assume nei confronti dei creditori e il contenuto dell’obbligazione delle parti; infine, per “piano” si intende lo strumento operativo che concretizza la proposta. Cfr. FABIANI, *Per la chiarezza delle idee su proposta, piano e domanda di concordato preventivo e riflessi sulla fattibilità*, in *Fallimento*, 2011, pp. 172 ss.

Su questo punto, occorre sin da subito specificare che in ordinamenti diversi dal nostro, ed in particolare in quello statunitense, nonché in quello delineato dalla Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva, non si distingue fra “piano” e “proposta”, motivo per il quale, in questo lavoro, quando mi riferisco a questi ultimi ordinamenti, utilizzo unicamente la parola “piano”.

<sup>125</sup> D’ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Fallimento*, 2015, p. 1164.

<sup>126</sup> Si sostiene, inoltre, che la proposta concorrente sarebbe dipendente dalla perdurante ammissione del debitore alla procedura di concordato. In questa prospettiva, si argomenta che, siccome la domanda è nella esclusiva disponibilità del debitore, allora quest’ultimo può liberamente rinunciarevi almeno fino all’approvazione dei creditori, facendo venir meno sia la proposta principale che quella concorrente (così, ad es., FABIANI, *Riflessioni sistematiche sulle addizioni legislative in tema di crisi di impresa*, in *Nuove leggi civ.*, 2016, p. 30). In questo modo, il debitore potrebbe sempre evitare gli effetti di una proposta ostile rinunciando alla domanda. Sul punto, si ritiene che questa tesi non sia meritevole di accoglimento e che, invece, debba ritenersi che una volta che sia stata depositata una proposta concorrente, la rinuncia del debitore alla domanda è priva di effetto se non accettata almeno dal creditore proponente (così V. CONFORTINI, *Il concordato preventivo fra legge del concorso e legge del contratto. Concordati espropriativi e prospettive de lege ferenda*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, pp. 1563 s.); infatti, la norma che concede ai creditori la facoltà di avanzare proposte concorrenti sembra qualificare l’interesse del proponente a evitare la chiusura della procedura concordataria e a risolvere la crisi del debitore anche contro o senza la sua volontà.

(calcolati per controvalore), anche per effetto di acquisti successivi alla presentazione della domanda. Per poter accedere alla disciplina i creditori devono pertanto trovarsi in una posizione “qualificata”. La norma troverebbe la sua *ratio*, da un lato, nella volontà del legislatore di evitare che la proposta concorrente venga avanzata da soggetti “disturbatori”<sup>127</sup> o che comunque possiedono un interesse economico all’esito della proposta che sia inferiore ad una soglia minima di rilevanza e, dall’altro, attraverso l’estensione della legittimazione anche ai creditori “sopravvenuti”, quella di consentire l’intervento di operatori finanziari specializzati nel recupero delle imprese in crisi, contribuendo così all’apertura di “un effettivo mercato dei crediti deteriorati verso imprese in procedura concordataria”<sup>128</sup>. Il presupposto oggettivo è invece individuato all’art. 163, comma 5, primo periodo, l. fall., secondo cui “le proposte di concordato concorrenti non sono ammissibili se nella relazione di cui all’articolo 161, terzo comma, il professionista attesta che la proposta di concordato del debitore assicura il pagamento di almeno il quaranta per cento dell’ammontare dei crediti chirografari o, nel caso di concordato con continuità aziendale di cui all’articolo 186-bis, di almeno il trenta per cento dell’ammontare dei crediti chirografari”. Tale presupposto oggettivo è stato parzialmente modificato dal CCII. Ai sensi dell’art. 90, comma 5, CCII, le proposte di concordato concorrenti non sono infatti ammissibili “se nella relazione di cui all’articolo 87, comma 2, il professionista indipendente attesta che la proposta di concordato del debitore assicura il pagamento di almeno il trenta per cento dell’ammontare dei crediti chirografari. Tale percentuale è ridotta al venti per cento nel caso in cui il debitore abbia richiesto l’apertura del procedimento di allerta o utilmente avviato la composizione assistita della crisi ai sensi dell’articolo 24”. La *ratio* della norma è stata individuata nella “funzione di *moral suasion*”<sup>129</sup>, nell’intento, cioè, di scoraggiare la presentazione da parte del debitore di proposte eccessivamente punitive per i creditori. Tuttavia, potrebbe osservarsi come la percentuale del 40-30% per la soddisfazione dei creditori chirografari sia decisamente alta, tale da rendere sempre possibile, *de facto*, l’ingresso di proposte concorrenti, con la conseguenza che il debitore, nel timore di perdere la propria attività e di esserne estromesso, potrebbe risultare disincentivato ad attivare l’intera procedura di concordato rispetto ad altre soluzioni di composizione della crisi o al

---

<sup>127</sup> D’ATTORRE, *Le proposte*, cit., p. 1165.

<sup>128</sup> D’ATTORRE, *Le proposte*, cit., p. 1165.

<sup>129</sup> D’ATTORRE, *Le proposte*, cit., p. 1166.

fallimento. Come si avrà modo di argomentare altrove, la previsione di questi requisiti (e in particolar modo di quello oggettivo) contrastano con la finalità di massimizzazione del valore per i creditori e necessiterebbero di essere ripensati.

Al di là di ciò, da questa disciplina emerge che il concordato può difficilmente essere definito oggi (solo) un “accordo”. La soluzione della crisi che, a certe condizioni, può essere prospettata in una proposta concorrente può infatti essere integralmente (o quasi) “imposta” al debitore-società, che non potrà far altro che eseguire le disposizioni del piano approvato dai creditori e omologato dal giudice. Infatti, il legislatore del 2015 non si è limitato a disporre, all’art. 185, comma 3, l. fall., che “il debitore è tenuto a compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla proposta presentata da uno o più creditori” sempre che, ovviamente, essa “sia stata approvata e omologata”, ma ha inoltre previsto, ai commi 4 e 5, un meccanismo “sostitutivo” in base al quale, in caso di inerzia del debitore, un organo della procedura (il commissario giudiziale) può essere dotato dal tribunale dei “poteri necessari a provvedere in luogo del debitore al compimento degli atti a questo richiesti”. Questa integrazione dei poteri del commissario giudiziale è evidentemente diretta a soddisfare l’esigenza di evitare che l’inerzia del debitore pregiudichi l’esecuzione di una proposta presentata da altri e dimostra come, almeno sul piano sostanziale, di “accordo” concordatario tra debitore e creditori difficilmente si possa oggi parlare. Vero è che è pur sempre il debitore a dar avvio alla procedura concordataria e a presentare la domanda di concordato. Tuttavia, potrebbe accadere che, soddisfatti i requisiti oggettivi e soggettivi, i creditori presentino una loro proposta e che quest’ultima venga votata, omologata, e quindi imposta alla società debitrice attraverso il meccanismo sopra descritto. L’aver privato il debitore del monopolio circa la presentazione della proposta ha come effetto quello di consentire che la massimizzazione del soddisfacimento dei creditori sia un valore effettivamente e realmente conseguibile. È chiaro infatti che, finché della facoltà di presentare la proposta concordataria era titolare solo il debitore, le *chances* che egli formulasse una proposta e un piano che, in assoluto, consentissero la migliore soddisfazione dei creditori, soprattutto con riguardo al concordato nel quale era consentito alla “sua” impresa di sopravvivere e continuare l’attività, erano molto basse. In altre parole, finché il concordato è rientrato nella categoria dell’“accordo”, che per sua natura implica la necessità del consenso

dell'una e dell'altra parte, la massimizzazione del risultato a vantaggio di una sola parte (i creditori) era altamente improbabile.

Queste considerazioni discendono dall'applicazione (anche) al diritto concorsuale, sulla scia delle proposte più innovative formulate in ambito europeo<sup>130</sup>, della teoria della c.d. tragedia degli *anticommons*, alla quale è dedicato il paragrafo successivo.

### **5.1.1. (segue) La teoria della tragedia degli *anticommons* e la sua applicazione al diritto concorsuale**

La tragedia degli *anticommons*<sup>131</sup> si verifica quando più soggetti sono titolari del potere di utilizzare un bene comune il cui uso da parte di tutti massimizza il godimento complessivo del gruppo, e uno o più soggetti (anche tutti) hanno tuttavia il potere di bloccare l'uso della risorsa da parte degli altri (potere di veto o *holdout*<sup>132</sup> *power*)<sup>133</sup>. L'attribuzione di questo potere di veto comporta, secondo

---

<sup>130</sup> DE WEIJS, *Harmonisation of European Insolvency Law and the Need to Tackle Two Common Problems: Common Pool and Anticommons*, in *International Insolvency Review*, 21, 2012, pp. 67 ss.

<sup>131</sup> Il termine è stato coniato da Michelman in un articolo su etica, economia e diritto di proprietà (MICHELMAN, *Ethics, Economics and the Law of Property*, in *Nomos series*, 24, 1982, pp. 3 ss.). Michelman ha definito l'*anticommons* come "un tipo di proprietà in cui tutti i soggetti hanno un diritto di esclusiva sul bene, e nessuno, di conseguenza, ha il privilegio di utilizzare il bene se non autorizzato da altri". Heller nel 1998 ha ripreso il concetto di *anticommons* in un lavoro dedicato al passaggio alle istituzioni di mercato nella Russia contemporanea (HELLER, *The Tragedy of the Anticommons: Property in the Transition from Marx to Markets*, in *Harvard Law Review*, 111, 1998, pp. 621 ss.), in cui riflette sulla causa della prevalenza di negozi vuoti a Mosca in contrapposizione al successo dei chioschi sorti sulle strade. Secondo il pensiero di Heller, le vetrine dei negozi a Mosca sono soggette a sottoutilizzo, perché ci sarebbero troppi comproprietari (agenzie governative locali, regionali e federali, lavoratori, ecc.), ciascuno dei quali ha un diritto di veto sull'utilizzo del bene. Un esempio classico di *anticommons* è, poi, il tratto di una ferrovia da costruire: poiché diversi sono i proprietari dei vari terreni su cui i binari dovranno passare, il veto di ciascuno di essi impedisce la costruzione della ferrovia. Si è quindi di fronte a un caso in cui un soggetto può impedire l'uso di una risorsa che comporta un beneficio per tutti. Se il soggetto che intende costruire la ferrovia dovesse negoziare con tutti, ogni proprietario potrebbe tenere il comportamento definito di *holdout*, che consiste nel pretendere la quota massima di *surplus*. In una situazione simile la negoziazione sarebbe impossibile (e il motivo per cui gli ordinamenti statali si riservano il diritto di esproprio – art. 42, comma 3, Cost. – parrebbe da ricercarsi proprio nell'insorgenza di un problema di *anticommons*). Sul tema, si veda anche, ad es., il contributo di BUCHANAN, YOON, *Symmetric Tragedies: Commons and Anticommons*, in *Journal of Law and Economics*, 43, 2000, pp. 1 ss. Si vedano anche BAIRD, RASMUSSEN, *Antibankruptcy*, in *Yale Law Journal*, 119, 2010, pp. 648 ss.; FENNEL, *Commons, Anticommons, Semicommons*, in *Research Handbook on the Economics of Property Law*, diretto da Ayotte e H. E. Smith, Edward Elgar Publishing, 2011, pp. 35 ss.

<sup>132</sup> Di "atteggiamento" di *holdout* parla anche G. FERRI jr, *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, cit., p. 235, con riferimento ai soci di società di capitali sottoposte a ristrutturazione, definendolo anche "ostruzionismo" o "resistenza passiva". Sul tema si veda anche PULGAR EZQUERRA, "Holdout" degli azionisti, *ristrutturazione di impresa e dovere di fedeltà del socio*, in *Dir. fall.*, 2018, I, pp. 13 ss.

<sup>133</sup> Il problema degli *anticommons* è simmetrico al problema dei *commons*. Mentre nel primo caso ognuno ha il diritto di escludere gli altri, nel secondo nessuno è titolare di un tale diritto. Conseguentemente, mentre il primo problema è idoneo a determinare un sotto-utilizzo della risorsa, il secondo conduce a un ultra-utilizzo della stessa.

questa teoria, che il titolare di tale diritto sarà incentivato a minacciarne l'uso per estrarre un *surplus* aggiuntivo<sup>134</sup>. Gli effetti di tale comportamento (“comportamento opportunistico” oppure “*holdout behavior*”) possono essere vari. Da un lato, la stessa negoziazione (e quindi l'uso efficiente del bene) potrebbe venire impedita provocando un uso subottimale delle risorse. Questa situazione si verifica quando, ad es., è richiesto il consenso unanime per l'approvazione di un piano di ristrutturazione (come avviene negli accordi stipulati *a latere* dei piani attestati di risanamento) idoneo a generare un plusvalore e un membro del gruppo minaccia di esercitare o esercita il suo diritto di veto nel tentativo di estrarre un valore aggiuntivo per sé, compromettendo l'intera trattativa e l'approvazione stessa del piano (perché gli altri non “cedono” alla minaccia e si rifiutano di accettare le condizioni richieste dal soggetto che ha posto il veto). Come vedremo nel prosieguo di questo lavoro, la regola maggioritaria (tipica del concordato preventivo) può avere la funzione di ridurre gli effetti negativi di questo problema, in quanto l'uso ottimale della risorsa non è subordinato al consenso di *tutti* ma solo della *maggioranza*. Dall'altro lato, l'effetto del problema appena descritto può non arrivare ad essere l'insuccesso totale della negoziazione, la quale alla fine ha luogo (perché, evidentemente, gli “altri” hanno ceduto alla minaccia esercitata dal soggetto titolare del potere di veto e il piano viene approvato alle condizioni da questo dettate), ma, piuttosto, quello di un trasferimento di valore dai soggetti più deboli (gli “altri”, che hanno ceduto) al soggetto “più forte” (colui che ha esercitato in modo opportunistico il suo potere di veto)<sup>135</sup>. Anche questo “passaggio di valore”

---

<sup>134</sup> La teoria degli *anticommons* è utilizzata in vari settori del diritto. Ad esempio, è stata utilizzata per giustificare il principio della tipicità dei diritti reali. In particolare, Heller (HELLER, *The Boundaries of Private Property*, in *Yale Law Journal*, 108, 1999, pp. 1163 ss.) e Parisi (PARISI, *Entropy in Property*, in *American Journal of Comparative Law*, 50, 2002, pp. 595 ss.) ritengono che la tipicità dei diritti reali serva ad evitare una inefficiente ed eccessiva creazione di *anticommons*, in quanto tali diritti, incentivando i comportamenti di *holdout*, comporterebbero costi di riunificazione molto elevati. Sul tema si veda anche BAFFI, *Gli «anticommons» e il problema della tipicità dei diritti reali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2005, pp. 455 ss. Un altro ambito in cui questa teoria ha trovato terreno fertile è quello della proprietà intellettuale, per es. nel settore farmaceutico (si veda, ad es., EPSTEIN, KUHLIK, *Navigating the Anticommons for Pharmaceutical Patents: Steady the Course on Hatch-Waxman*, 2004, disponibile al sito <https://ssrn.com/abstract=536322>).

<sup>135</sup> Taluni indicano questa seconda situazione utilizzando l'espressione “*holdup problem*”, leggermente differente da quella di “*holdout problem*” (anche se spesso le due espressioni sono usate come sinonimi nella letteratura fallimentare). Come chiarito in precedenza, quando si parla di *holdout* ci si riferisce ad una situazione in cui esiste un bene o una risorsa comune che massimizza il godimento del gruppo e il comportamento opportunistico (il potere di blocco) di una parte rischia di mettere a repentaglio il risultato finale (migliore) per tutti, creando un sotto-utilizzo delle risorse; quando si parla di *holdup*, invece, l'enfasi è posta sul comportamento di una parte che approfitta della situazione imprevista (non negoziabile *ex ante*) per estrarre valore all'altra parte (normalmente, quella che ha fatto investimenti specifici per quella determinata transazione). La letteratura spiega che entrambe le situazioni sono manifestazioni dello stesso problema economico ed entrambe sono

è idoneo, secondo la letteratura, a creare inefficienze, per via dell'incertezza che genera nei rapporti giuridici, dovuta anche all'imprevedibilità del comportamento che di volta in volta verrà assunto dai vari operatori economici.

Secondo un'opinione sempre più diffusa in materia, il diritto fallimentare e delle procedure concorsuali avrebbe come scopo principale non solo quello di risolvere il tradizionale problema di *common pool*, così come descritto in precedenza, ma anche quello di considerare e proporre una soluzione ai problemi originati dalla tragedia degli *anticommons*. L'elaborazione di un diritto concorsuale efficiente, coerente e "giusto" dipenderebbe quindi dalla sua capacità di misurarsi con entrambe queste esigenze, senza trascurare l'una o l'altra<sup>136</sup>.

Attraverso la lettura suggerita da questa teoria si può ora comprendere perché il monopolio del debitore nella formulazione della proposta e del piano – in assenza, almeno apparentemente, di norme cogenti volte ad imporre al debitore di formulare la soluzione migliore possibile in assoluto per i creditori – fosse inidoneo a consentire sempre ed in ogni caso la massimizzazione del risultato per i creditori: il debitore, infatti, era di fatto titolare di un potere di veto (sulla formulazione della proposta e del piano) che gli consentiva, almeno in via astratta, di "estrarre valore" ai creditori.

## **5.2. Sul superamento del potere di veto dei soci in relazione a proposte concordatarie di riorganizzazione**

Il contenuto delle proposte concorrenti, così come quello delle proposte avanzate dal debitore, può essere liberamente determinato, entro i limiti legali, dal creditore proponente. Il principio di autonomia e flessibilità nella definizione dei contenuti delle proposte concordatarie, così come codificato all'art. 160 l. fall. (si veda, nello

---

suscettibili di creare inefficienze. Un classico caso di *holdup* è ad esempio quello nel quale una società di pesca assume – concordando un certo salario – un equipaggio di marinai per intraprendere una spedizione di pesca e l'equipaggio, una volta salpata la nave, si rifiuta di lavorare a meno che il capitano della nave non aumenti il salario. Poiché quest'ultimo non è nella posizione di assumere un equipaggio sostitutivo, è "costretto" a cedere alla richiesta dell'equipaggio, il quale, dunque, consegue un beneficio aggiuntivo rispetto a quello che gli sarebbe spettato secondo gli accordi presi prima di salpare. Sul tema si vedano, ad esempio, HART, *Incomplete Contracts and Control*, in *American Economic Review*, 107, 2017, pp. 1731 ss.; MICELI, SEGERSON, *Opportunism in Sequential Investment Settings: On Holdups and Holdouts*, 2014, consultabile al sito <https://media.economics.uconn.edu/working/2014-08.pdf>; ID., *Holdups and Holdouts: What Do They Have in Common?*, in *Economic Letters*, 117, 2012, pp. 330 ss.; ID., *Land Assembly and the Holdout Problem Under Sequential Bargaining*, in *American Law and Economics Review*, 14, 2012, pp. 372 ss.

<sup>136</sup> DE WEIJS, *Harmonisation of European Insolvency Law and the Need to Tackle Two Common Problems*, cit., pp. 67 ss.

stesso senso, l'art. 85, comma 3, CCII), vale infatti tanto per il debitore quanto per i creditori, i quali potranno quindi proporre “la ristrutturazione dei debiti” e “la soddisfazione dei crediti” “attraverso qualsiasi forma”. Inoltre, al proponente è data la possibilità di presentare una proposta alternativa anche non “omogenea” rispetto a quella del debitore, avendo egli la facoltà di formulare una proposta, ad es., di concordato liquidatorio qualora il debitore abbia optato per il concordato con continuità aziendale.

Di particolare importanza sistematica sul fronte del contenuto della proposta è l'art. 163, comma 5, secondo periodo, l. fall., con il quale si è previsto che, nel caso in cui il debitore sia una società di capitali, la proposta “può prevedere un aumento di capitale della società con esclusione o limitazione del diritto di opzione” (e si veda anche l'art. 90, comma 6, CCII). Circa le modalità di attuazione dell'aumento di capitale, l'art. 185, comma 6, l. fall., prevede poi che, in caso di ritardi o omissioni da parte del debitore nel compimento degli atti necessari a dare esecuzione alla proposta concorrente, il tribunale, trattandosi di società, “può nominare un amministratore giudiziario stabilendo la durata del suo incarico e attribuendogli il potere di compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla suddetta proposta, ivi inclusi, qualora tale proposta preveda un aumento del capitale sociale del debitore, la convocazione dell'assemblea straordinaria dei soci avente ad oggetto la delibera di tale aumento di capitale e l'esercizio del voto nella stessa”.

Questa disciplina è stata in parte modificata dall'art. 118, commi 5 e 6, CCII, che ha apportato almeno due significative novità: da un lato, l'ambito oggettivo di operatività del potere sostitutivo di voto riconosciuto all'amministratore giudiziario, originariamente circoscritto alle sole deliberazioni di aumento di capitale, viene coerentemente esteso a tutte le “deliberazioni di competenza dell'assemblea dei soci”, secondo un'interpretazione che, per vero, era già ricavabile in relazione alla legge fallimentare<sup>137</sup>; dall'altro, “il potere di compiere

---

<sup>137</sup> Si veda, ad es., ABRIANI, *Proposte e domande concorrenti nel diritto societario della crisi*, in *Riv. dir. impr.*, 2017, pp. 269 ss., spec. 302 ss.; GUERRERA, *Il rapporto tra gli organi sociali e gli organi della procedura concorsuale nelle ristrutturazioni di società in crisi*, in *Dir. fall.*, 2018, I, p. 1092; *Contra*, PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. soc.*, 2017, p. 127, nt. 57, il quale distingue tra proposta concorrente, per la quale l'estensione del meccanismo coercitivo sotteso all'art. 185, comma 6, l. fall. a tutte le operazioni societarie eventualmente previste dal piano sarebbe di dubbio fondamento, dato lo scopo (consentire al terzo proponente di acquisire il controllo della società) e la lettera della norma, e proposta proveniente dalla società debitrice, per la quale invece la limitazione all'aumento del capitale sociale sarebbe destinata a cadere, in quanto si tratterebbe di un limite collegato a un'esigenza – quella di consentire al terzo di acquisire il controllo della società – che non rappresenta più il solo fine della proposta concordataria.



gli atti necessari a dare esecuzione alla proposta omologata, ivi inclusi, se la proposta prevede un aumento del capitale sociale della società debitrice o altre deliberazioni di competenza dell'assemblea dei soci, la convocazione dell'assemblea avente ad oggetto tali deliberazioni e l'esercizio del diritto di voto nelle stesse" viene limitato alle sole "azioni o quote facenti capo al socio o ai soci di maggioranza"<sup>138</sup>.

A proposito di questa disciplina vale la pena in primo luogo osservare come, per effetto della stessa, sia stato scalfito – secondo il suggerimento già da tempo espresso da una parte della dottrina minoritaria<sup>139</sup> – il c.d. principio di neutralità organizzativa<sup>140</sup> delle procedure concorsuali rispetto alla disciplina del diritto societario, ai sensi del quale la proposta e il piano di concordato non potevano intervenire direttamente – ovvero in assenza delle relative deliberazioni degli organi sociali all'uopo previste – sul capitale sociale e sulle partecipazioni sociali e, conseguentemente, qualsiasi operazione riorganizzativa del capitale proprio doveva realizzarsi nel rispetto delle regole del diritto societario in materia, che richiedono quale presupposto una deliberazione dell'assemblea dei soci, se non addirittura il loro consenso individuale<sup>141</sup>. Tale principio trovava la sua origine nel "tradizionale insegnamento che vuole limitato l'oggetto delle procedure concorsuali al solo patrimonio della società-debitrice"<sup>142</sup>, con la conseguenza che, in caso di apertura di una procedura concorsuale nei confronti di una società di capitali, oggetto dello spossessamento (pieno o attenuato a seconda del tipo di procedura) è solo il

---

<sup>138</sup> Questa novità, per vero, solleva più di una perplessità, sia dal punto di vista della difficoltà di individuare, in concreto, il socio o i soci di maggioranza sia dal punto di vista della ragionevolezza e della utilità concreta di una tale discriminazione fra maggioranza e minoranza. Sul punto, si veda, G. FERRI jr, *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, cit., p. 243.

<sup>139</sup> G. FERRI jr, *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, Giuffrè, 2014, pp. 25 ss., secondo il quale le partecipazioni dei soci – intese come strumenti rappresentativi del valore dell'impresa – rilevarebbero, quanto alle operazioni di riorganizzazione societaria, quali mezzi di soddisfazione dei creditori e di ristrutturazione del debito, sottratte all'esclusivo potere di disposizione dei soci. *Contra*, secondo l'orientamento maggioritario, *ex multis*, GUERRERA, *Le competenze*, cit., p. 1116; P. FERRARO, *Gli interessi dei soci nel fallimento delle società*, in *Dir. fall.*, 2015, I, pp. 133 s.; PALMIERI, *Operazioni straordinarie «corporative» e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*, in *Fallimento*, 2009, p. 1096.

<sup>140</sup> Sul quale si veda, ad es., VATTERMOLI, *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 858 ss.; PINTO, *Concordato preventivo*, cit., p. 100. Per una critica del principio di neutralità organizzativa nel diritto tedesco, si veda K. SCHMIDT, *Das Insolvenzrecht mischt sich ein*, in *ZHR*, 174, 2010, pp. 243 ss.

<sup>141</sup> GUERRERA, *Le competenze*, cit., pp. 1118, 1128 ss.; Sul punto si veda anche R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 312, il quale definisce la tesi di G. Ferri jr "interessante e originale", mettendo però in evidenza i problemi che a suo avviso lascia irrisolti.

<sup>142</sup> D'ATTORRE, *Le proposte*, cit., p. 1164.

patrimonio della società, non le partecipazioni dei soci, i quali rimangono gli unici titolari delle stesse e del potere di disporre<sup>143</sup>. Questo assunto si fondava sulla considerazione per la quale il debitore nella procedura concordataria è la società e non i soci, le cui partecipazioni rientrano fra i valori attivi compresi nel loro patrimonio personale, di cui essi soltanto sono legittimati a disporre. Per effetto dell'introduzione dell'istituto delle proposte concorrenti e del meccanismo sostitutivo sopra descritto, invece, l'eventuale modificazione del capitale proprio previsto nella proposta concorrente, liberato anche mediante compensazione dei crediti nei confronti della società debitrice, può avere l'effetto di una “modifica «forzosa» nella compagine sociale, con l'allontanamento dei precedenti soci e l'ingresso dei creditori (o, meglio, di parte di essi)”<sup>144</sup> senza il consenso (almeno dal punto di vista sostanziale) dei primi.

In secondo luogo, il fatto che il nostro legislatore abbia optato per mantenere, almeno come regola di *default*, superabile – tramite il meccanismo della “sostituzione” dell'amministratore giudiziario – nel caso in cui il voto espresso in assemblea non sia conforme alla proposta, la competenza, allora da intendersi in senso solo “formale”, dell'assemblea in relazione a quelle decisioni idonee ad incidere sui diritti dei singoli soci dimostra la preferenza per un modello c.d. esclusivo per la modificazione dei diritti dei soci nell'ambito delle ristrutturazioni societarie. Tale modello si contrappone a quello c.d. inclusivo (come quello tedesco<sup>145</sup> o americano), ove i diritti dei soci sono suscettibili di essere legittimamente modificati dalla proposta in quanto i soci stessi sono direttamente inclusi tra i soggetti cui è consentito esprimere il proprio voto sulla proposta di ristrutturazione<sup>146</sup>. In questo senso, il nostro legislatore effettua una scelta nella

---

<sup>143</sup> *Contra*, G. FERRI jr, *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, pp. 762 ss.

<sup>144</sup> D'ATTORRE, *Le proposte*, cit., p. 1169.

<sup>145</sup> Si veda la disciplina prevista nella *Insolvenzordnung (InsO)*, artt. 217-269, così come modificata dal *Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG)* del 7 dicembre 2011 (in vigore dal 1 marzo 2012), dichiaratamente ispirata al modello del *Chapter 11*. Nel sistema delineato dall'*ESUG*, i soci formano una apposita classe (art. 222 *InsO*), che prende parte sia all'approvazione dell'*Insolvenzplan*, sia alla formazione delle maggioranze prescritte (artt. 243 e 244 *InsO*); inoltre, essi possono usufruire del meccanismo della tutela delle minoranze (art. 251 *InsO*) e sono anche essi sottoposti alla disciplina dell'*Obstruktionsverbot* (art. 245 *InsO*), che si avrà modo di descrivere più approfonditamente nel prosieguo.

<sup>146</sup> Per la descrizione di questo modello si veda, ad es., PINTO, *Concordato preventivo*, cit., pp. 112 ss.; in generale, sulla distinzione fra i due modelli, V. CONFORTINI, *Between Strategic Use and Abuse of Insolvency Law: Shareholders' Rights and Corporate Reorganisations under German Insolvenzordnung and Italian Insolvency Law*, in *Jus Civile*, 2015, pp. 346 ss. Sul tema delle tecniche per superare l'ostruzionismo dei soci nelle riorganizzazioni societarie si vedano, inoltre, G. FERRI jr, *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, cit., pp. 236 ss.; BENEDETTI, *La*

direzione di non ritenere la posizione dei soci, quali titolari di una pretesa finanziaria residuale nei confronti del patrimonio della società debitrice, equiparabile a quella dei creditori, respingendo dunque quella tendenza che ha portato alcuni a definirli “Quasi-Gläubiger”<sup>147</sup>.

In terzo luogo, il fatto che l'amministratore possa sostituirsi ai soci nell'esercizio del diritto di voto, qualora questi si rifiutino di adottare le deliberazioni necessarie a dare puntuale e completa attuazione alle disposizioni del piano, potrebbe interpretarsi nel senso che l'omologazione delle proposte concorrenti determini l'insorgere di un obbligo di *facere* in capo ai soci della società debitrice, i quali avranno l'obbligo giuridico di approvare la deliberazione. Altrimenti, si realizza la fattispecie del “mancato compimento degli atti necessari a dare esecuzione alla proposta” alla quale segue la nomina dell'amministratore giudiziario, che godrà del potere di convocare l'assemblea straordinaria e del diritto di voto nella stessa, realizzando in questo modo una sorta di esecuzione in forma specifica di quanto previsto dal piano<sup>148</sup>. Qualora si accolga questa interpretazione, tuttavia, bisognerebbe spingersi sino a postulare un sistema di sanzioni per i soci<sup>149</sup> che non garantiscano un puntuale adempimento degli obblighi contemplati nella proposta concordataria in punto di operazioni che richiedono una loro deliberazione<sup>150</sup>.

---

*posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi (o di sopportare) (Aufopferungs- o Duldungspflicht)?*, in *RDS*, 2017, pp. 725 ss.; DI MARTINO, *Fusione e soluzioni concordate delle crisi*, Giappichelli, 2017, pp. 118 ss., 194 s.; PACILEO, *Cram down e salvaguardie dei soci*, cit., pp. 82 ss.; A. SANTONI, *Gli azionisti e i detentori di strumenti di capitale nella proposta di direttiva in materia di crisi d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, pp. 344 ss.

<sup>147</sup> THOLE, *Treuepflicht-Torpedo? Die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht im Insolvenzverfahren*, in *ZIP*, 2013, p. 1943.

<sup>148</sup> ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, in *Giust. civ.*, 2016, pp. 376 ss.; PINTO, *Concordato preventivo*, cit., pp. 117 s., che parla di “riduzione a zero della discrezionalità sia degli organi sociali coinvolti nel processo decisionale, sia dei singoli soci nell'esercizio del voto” (enfasi dell'Autore) e di comportamento di “stretta necessità”.

<sup>149</sup> Si veda, però, PINTO, *Concordato preventivo*, cit., p. 118, nt. 43, il quale ritiene che “più che di obbligo dovrebbe parlarsi di *dovere* dei soci (con contenuto organizzativo [...]), suscettibile di essere sanzionato non con gli ordinari strumenti civilistici della responsabilità [...], ma soltanto con la specifica misura organizzativa della surrogazione dell'amministratore giudiziario nel voto (salvo che, naturalmente, ricorrano specifici comportamenti abusivi del socio, diversi e ulteriori rispetto alla mera non approvazione della decisione, sanzionabili alla stregua dell'obbligo di correttezza e buona fede)” (enfasi dell'Autore).

<sup>150</sup> In questo senso, ABRIANI, *Proposte concorrenti*, cit., pp. 386 s., per il quale la mancata adozione degli atti necessari a dare esecuzione alla proposta sarebbe fonte di responsabilità in primo luogo per gli amministratori, che hanno il dovere di convocare l'assemblea straordinaria e compiere ogni atto necessario all'esecuzione della proposta (i cui eventuali inadempimenti potrebbero configurare, nei casi più gravi, quelle gravi irregolarità denunciabili ai sensi dell'art. 2409 c.c.), per i sindaci *ex art. 2406 c.c.* (in materia di denuncia e sostituzione dell'organo amministrativo inadempiente) e per i soci che adottino condotte variamente ostruzionistiche o comunque strumentali a ritardare o impedire la corretta esecuzione delle disposizioni del piano.

Alternativamente, la disciplina potrebbe essere interpretata nel senso che, in presenza di condotte dei soci volte ad impedire la corretta esecuzione del piano, come la mancata partecipazione all'assemblea straordinaria avente ad oggetto la delibera di aumento di capitale nonché l'astensione o il voto contrario nella stessa, tale operazione si affranca dai vincoli di fonte legale o statutaria posti dal diritto societario generale e può trovare esecuzione attraverso il meccanismo sostitutivo di cui all'art. 185, comma 6, 1. fall. (art. 118, comma 6, CCII). In quest'ottica, i soci (di maggioranza) non avrebbero un obbligo giuridico di votare secondo le disposizioni del piano, potendo anche astenersi o esprimere voto contrario, fermo restando che la proposta, comunque obbligatoria per la società debitrice, troverà puntuale esecuzione attraverso l'amministratore giudiziario nominato dal tribunale<sup>151</sup>. In ogni modo, qualsiasi interpretazione della disciplina si voglia adottare, quel che è certo è che un consenso "sostanziale" dei soci, paragonabile a quello che essi esprimerebbero in relazione alle decisioni di una società *in bonis*, non è più richiesto, sia che si ritenga che i soci (di maggioranza, con il CCII) siano giuridicamente obbligati a esprimere il loro voto favorevole alla deliberazione di ristrutturazione necessaria a dare attuazione alla proposta, sia che si ritenga che l'operazione prescindere dal puntuale rispetto delle regole di diritto societario.

Occorre a questo punto evidenziare che il meccanismo sostitutivo contemplato dall'art. 185, comma 6, 1. fall. e 118, comma 6, CCII è previsto solo in relazione alla presentazione, approvazione e omologazione di proposte concorrenti e non di proposte provenienti dalla società debitrice (e cioè, dai suoi amministratori, giusto l'art. 152 1. fall. e l'art. 265, comma 2, lett. b), CCII, richiamato in materia di concordato preventivo dall'art. 44, comma 5, CCII). Che l'art. 118, commi 5 e 6, CCII intenda riferirsi unicamente a proposte presentate da uno o più creditori è dimostrato dal fatto che "il soggetto che ha presentato la proposta di concordato approvata e omologata dai creditori" deve denunciare al tribunale i ritardi e le

---

<sup>151</sup> Il che ha indotto una parte della dottrina (G. FERRI jr, *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, cit., p. 244) a interrogarsi sull'opportunità di ribadire "la necessità dell'adozione di quella che, in vero, solo da un punto di vista formale si presta ad essere considerata in termini di deliberazione dell'assemblea dei soci, ma che, sostanzialmente, rappresenta un atto privo non soltanto di una autentica portata assembleare, ma, prima ancora, di un valore effettivamente deliberativo, dal momento che, da un lato, i voti espressi dai soci risultano, e per definizione, irrilevanti ai fini della sua adozione, e comunque insufficienti ad impedirla, e, dall'altro, il voto dell'amministratore giudiziario, lungi dal rappresentare l'espressione di una qualche discrezionalità, si configura come comportamento integralmente vincolato, essendo costui (non soltanto legittimato, ma) obbligato a votare, ed anzi a farlo in senso in ogni caso favorevole all'adozione della deliberazione".

omissioni *del debitore* attraverso un ricorso notificato, tra l'altro, *al debitore* stesso, sulla premessa, allora, che il secondo sia un soggetto diverso da colui che presenta il ricorso. Sembrerebbe, dunque, che anche con il CCII la questione dell'ostruzionismo dei soci in relazione all'esecuzione delle proposte presentate dalla stessa società debitrice sia lasciata aperta dal legislatore, così da richiedere l'intervento dell'interprete. Sul punto, si osserva che l'esigenza di superare l'ostruzionismo dei soci si pone esattamente negli stessi termini sia che la proposta provenga dal debitore-società (cioè, salva diversa disposizione statutaria, dai suoi amministratori), sia che la proposta provenga da uno o più creditori, per cui sarebbe del tutto *insufficiente* ritenere che il legislatore abbia voluto predisporre una soluzione (solo) in un caso e non nell'altro. In particolare, non è chiaro perché l'ostruzionismo dei soci dovrebbe essere valutato negativamente solo se diretto contro una proposta di concordato presentata da un terzo e non anche se diretto contro la proposta della società stessa per il tramite, presumibilmente, dei suoi amministratori. E, allora, le strade percorribili parrebbero essere due. Da un lato, potrebbe sostenersi che il fatto che il legislatore abbia predisposto una soluzione in tema di proposte concorrenti sia argomento sufficiente per ritenere che tale soluzione si applichi, a maggior ragione, anche alla proposta proveniente dalla società<sup>152</sup>; in questa prospettiva, dunque, la deliberazione dell'assemblea dei soci sarebbe comunque necessaria per eseguire una proposta presentata dalla società che preveda una riorganizzazione del capitale proprio, ma, in caso di inerzia e ostruzionismo da parte dei soci, l'amministratore giudiziario potrebbe intervenire in via sostitutiva. Dall'altro lato, potrebbe sostenersi che competente a dare esecuzione ad una proposta presentata dalla società sia in ogni caso lo stesso organo che ha deliberato su quella proposta, e cioè l'organo amministrativo (salva diversa disposizione statutaria), il quale potrebbe compiere tutti gli atti a tal fine necessari,

---

<sup>152</sup> In questo senso si veda, con riguardo all'art. 185 l. fall., la Massima n. 58/2015 ("Aumento di capitale nel concordato preventivo a seguito del d.l. n. 83/2015"), in Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Orientamenti dell'Osservatorio sul diritto societario*, p. 382 (in particolare il punto 3); RANIELI, *Prove di contendibilità nel concordato preventivo e fallimentare*, Wolters Kluwer, 2017, pp. 188 ss., spec. pp. 193 s.; VITALI, *Profili di diritto societario delle «proposte concorrenti» nella "nuova" disciplina del concordato preventivo*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 904. Contro tale argomento potrebbe però sostenersi che il potere di sostituirsi ai soci, in quanto eccezionale, non si presta ad essere esteso al di là dell'unica ipotesi in cui esso è previsto (e cioè in riferimento alle proposte concorrenti). Parla di "prerogativa *extra ordinem*" GUERRERA, *La ricapitalizzazione "forzosa" delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, in *Dir. fall.*, 2016, I, p. 429.

anche quelli che secondo il diritto commerciale comune sarebbero di competenza di altri organi<sup>153</sup>.

Indipendentemente dalla soluzione alla quale si voglia aderire, quel che qui preme sottolineare è che, se prima poteva parlarsi, secondo l'orientamento maggioritario<sup>154</sup>, di un potere di veto dei soci sulle operazioni di intervento sul capitale proprio tramite la procedura concordataria<sup>155</sup>, per effetto dell'introduzione delle proposte concorrenti e del meccanismo sostitutivo sopra indicato tale potere di blocco (*holdout*) può dirsi superato<sup>156</sup>.

**5.2.1. Solo a seguito dell'introduzione delle proposte concorrenti (e del connesso meccanismo sostitutivo del consenso dei soci) nella disciplina del concordato preventivo si può effettivamente conseguire nel nostro ordinamento un risultato simile a quello realizzabile attraverso una riorganizzazione societaria (*corporate reorganization*) di matrice statunitense. Effetto sulla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio.**

Nei precedenti paragrafi si è visto che, attraverso l'istituto delle proposte concorrenti, il creditore, con il supporto delle maggioranze richieste dalla legge (e verificate certe condizioni), può imporre la propria soluzione della crisi al debitore (*i.e.*, alla società debitrice e ai suoi organi), soluzione che può avere l'effetto, tra l'altro, di diluizione della partecipazione dei soci originari della società sottoposta alla procedura di concordato preventivo senza il loro consenso, o addirittura di

---

<sup>153</sup> In questo senso, G. FERRI jr, *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, cit., pp. 247 ss.; PINTO, *Concordato preventivo*, cit., pp. 124 ss.

<sup>154</sup> Cfr., *ex multis*, GUERRERA, *Le competenze*, cit., p. 1128, secondo il quale, quando la proposta concordataria preveda una qualsiasi operazione di riorganizzazione della società in crisi "la disciplina societaria non potrebbe non trovare ovviamente, a prescindere dalla peculiarità del contesto, completa e puntuale applicazione".

<sup>155</sup> Si veda, sul punto, PINTO, *Concordato preventivo*, cit., p. 107, che allude al "cortocircuito" fra scopi della riorganizzazione concordataria e disciplina societaria dovuto proprio al "potere di blocco" dei soci. *Contra*, ad es., G. FERRI jr, *La struttura finanziaria*, cit., pp. 32 ss.

<sup>156</sup> Il quale difficilmente poteva essere superato – e compatibilmente con l'esigenza di risolvere la crisi nel più breve tempo possibile – utilizzando gli strumenti comuni di diritto societario, come ad esempio il divieto di abuso del diritto oppure la recente tendenza che ammette l'impugnazione della delibera negativa con accertamento dell'esito positivo del procedimento (si veda, ed es., in giurisprudenza, Trib. Milano, 28 novembre 2014, in *Società*, 2015, pp. 689 ss., con note di DI BITONTO, *Abuso del diritto di voto a carattere ostruzionistico (c.d. "delibere negative")*: *profili sostanziali*, e GABOARDI, *Delibera assembleare negativa e tutela cautelare d'urgenza (profili processuali)*; in dottrina, cfr. R. SACCHI, *Gli effetti della sentenza che accoglie l'impugnazione di delibere assembleari di s.p.a.*, in *BBTC*, 2012, I, pp. 141 ss.; PINTO, *Il problema dell'impugnazione della delibera negativa nella giurisprudenza delle imprese*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, pp. 901 ss.; CIAN, *La deliberazione negativa dell'assemblea nella società per azioni*, Giappichelli, 2003).

esclusione della loro partecipazione nella società<sup>157</sup>. Questa novità ha consentito alla nostra procedura di concordato preventivo di compiere un ulteriore passo verso il modello al quale, a detta di molti, la filosofia del legislatore delle riforme degli ultimi anni si sarebbe ispirata, e cioè il modello delle riorganizzazioni societarie di matrice statunitense. Fino a quando il debitore (in caso di società di capitali, i soci, prima della modifica dell'art. 152 l. fall. e, poi, dopo la modifica di tale articolo, gli amministratori, salvo diversa previsione statutaria) ha avuto il monopolio circa la presentazione e la formulazione della proposta e del piano, l'accostamento con il modello americano risultava invero piuttosto "stridente". In quell'ordinamento, infatti, sebbene il debitore disponga di un periodo di 120 giorni, eventualmente prorogabile sotto il controllo della corte, in cui formulare il piano in via esclusiva (c.d. *exclusivity period*<sup>158</sup>), trascorso questo periodo di tempo, i creditori possono

---

<sup>157</sup> Con riguardo alle proposte concorrenti, si è sottolineato il pericolo che vengano pregiudicate illegittimamente le posizioni giuridiche dei soci, tanto che qualcuno ha sollevato dubbi di legittimità costituzionale, sia per ciò che riguarda la lesione del diritto di proprietà, che per quanto riguarda la lesione del diritto all'iniziativa economica dei soci (sul punto si veda, ad es., PACILEO, *Cram down e salvaguardie dei soci*, cit., pp. 69 ss.). In favore della legittimità costituzionale delle proposte concorrenti si afferma, invece, che il fatto che esse siano ammissibili solo se la proposta del debitore non garantisce una certa misura di soddisfazione dei creditori chirografari dimostrerebbe che non potrebbe sussistere alcun valore inespresso a favore dei soci (sul punto si veda, ad es., ABRIANI, *Proposte concorrenti*, cit., pp. 381 s.). Questa soluzione si conferma ulteriormente se si condivide l'idea espressa da VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale, absolute priority rule e new value exception*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, p. 356, per cui l'eventuale valore inespresso delle partecipazioni sociali sarebbe generato proprio dalla falcidia concordataria e quindi per ciò solo da destinarsi ai creditori. Da queste tesi deriva che l'"effetto espropriativo" sarebbe del tutto legittimo perché ad essere sottratto è un bene con valore pari a zero (se non addirittura negativo). Peraltro, si è proposto *de iure condendo* che i soci potrebbero opporsi alla omologazione con l'onere di provare l'esistenza di un perdurante valore positivo al netto dei debiti (R. SACCHI, *Le operazioni straordinarie*, cit., pp. 782 s.). Sul punto, vale la pena menzionare anche quella dottrina (V. CONFORTINI, *Il concordato preventivo fra legge del concorso e legge del contratto. Concordati espropriativi e prospettive de lege ferenda*, cit., pp. 1562 ss., spec. pp. 1587 ss.) che ritiene che le azioni o quote sociali vadano concepite – anche nell'ambito della crisi dell'impresa – non solo in una dimensione patrimoniale ed economica, ma anche in una dimensione partecipativa in relazione allo *status socii*, dimensione che – coerentemente con i nostri principi costituzionali – dovrebbe essere valorizzata nelle ristrutturazioni societarie, consentendo ai soci – almeno quelli che non si qualificano come meri investitori – da un lato, di partecipare al (plus)valore generato dalla riorganizzazione, dall'altro di non essere "espropriati" delle proprie partecipazioni, anche nell'ipotesi in cui le stesse siano, in una prospettiva meramente economica, prive di valore. Sul punto, nella dottrina europea si veda anche MADAUS, *Reconsidering the Shareholder's Role in Corporate Reorganisations under Insolvency Law*, in *International Insolvency Review*, 22, 2013, pp. 106 ss.; ID., *Keine Reorganisation ohne die Gesellschafter*, in *ZGR*, 2011, pp. 749 ss.

<sup>158</sup> § 1121 *Chapter* 11.

Vi è poi chi (PANZANI, *Introduzione*, in AMBROSINI, *Il nuovo diritto della crisi d'impresa: l. 132/15 e prossima riforma organica. Disciplina, problemi, materiali*, Zanichelli, 2016, p. 25) ritiene che "la previsione della contendibilità nel caso in cui il debitore concordatario si trovi in stato di crisi [...] può portare ad una questione di legittimità costituzionale per contrasto con il disposto dell'art. 41 Cost" (libertà di iniziativa economica del debitore e quindi di gestire la crisi secondo le sue scelte). Questo perché, in caso di crisi, "[v]i è certamente una situazione di difficoltà, ma non può ancora affermarsi che l'impresa prosegua soltanto grazie al capitale di credito ed al consenso dei creditori". Ritengo che questo argomento sia superabile. Infatti, a me pare che il punto non sia tanto se il debitore sia "in crisi" o "insolvente", ma cosa propone ai creditori. Se il debitore (come è

sempre formulare e presentare la loro proposta di piano, da sottoporre al voto delle classi (tra le quali sono incluse anche le classi dei soci) e al controllo della corte. Questo incentiva il debitore a proporre ai suoi creditori un piano che egli assume che gli stessi accetteranno, e cioè un piano che agli occhi dei creditori possa apparire ragionevole e condivisibile (o, forse, dovrebbe usarsi l'espressione "tollerabile"). Da ciò deriva che, in quell'ordinamento, il (plus)valore creato attraverso il piano è sempre stato, almeno idealmente<sup>159</sup>, contendibile. Da tale contendibilità discende quale effetto diretto che la pretesa dei creditori alla migliore soddisfazione è in quell'ordinamento, almeno sul piano dell'assetto normativo, suscettibile di trovare reale e piena applicazione. Nel nostro ordinamento, invece, la circostanza che solo il debitore fosse legittimato a formulare la proposta e il piano (unitamente all'incertezza, almeno a partire dalla riforma del 2005, circa l'ampiezza e i presupposti dell'intervento giudiziario, soprattutto con riguardo al problema distributivo) ha inevitabilmente comportato che la massimizzazione del soddisfacimento dei creditori venisse compromessa e bilanciata con le "esigenze" del debitore stesso (soprattutto in relazione al concordato in continuità), unico legittimato alla formulazione della proposta e del piano. Tra queste esigenze, quando si prende in considerazione il debitore società di capitali, vi è naturalmente sempre stata (e vi è tuttora) quella di conservare il controllo della società soggetta alla procedura concordataria (o parte dei suoi beni) e di mantenere la titolarità delle partecipazioni sociali in capo ai soci originari<sup>160</sup>. Al di là della legittimità di quest'ultima operazione, che sarà oggetto di trattazione nei prossimi capitoli, quel che preme qui sottolineare è che, in un tale assetto normativo, le condizioni per una

---

fisiologico) propone una falciatura forzosa dei diritti dei creditori, non vedo perché questi ultimi non dovrebbero essere legittimati a reagire alla proposta del debitore attraverso la formulazione di una proposta concorrente.

<sup>159</sup> Per vero, potrebbe osservarsi che un periodo di esclusiva particolarmente lungo come quello previsto nel *Chapter 11* rischia di rivelarsi dannoso in punto di massimizzazione della soddisfazione dei creditori, consentendo agli azionisti di controllo di rimandare l'inevitabile e conferendo loro un potenziale mezzo per estrarre valore ai creditori. Infatti, attendere 120 giorni per poter presentare un piano concorrente può spesso rivelarsi letale in punto di perdita di valore di un'impresa già in crisi; spesso, dunque, i creditori preferiscono accettare il piano non ottimale presentato in pochi giorni dal debitore piuttosto che attendere che si esaurisca il periodo di esclusiva per poter presentare un loro piano. Di conseguenza, i vantaggi di un meccanismo di un piano competitivo non sono pienamente realizzati. In questo senso si veda TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings*, cit., pp. 151 s.; BEBCHUK, CHANG, *Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization*, in *Journal of Law, Economics, & Organization*, 8, 1992, pp. 253 ss.

<sup>160</sup> E, d'altra parte, vi è chi ha identificato "lo scopo immediato della proposta concorrente" proprio nell'acquisizione, da parte del proponente o del terzo indicato nella proposta, di una partecipazione "idonea a conseguire il controllo della società in concordato (se non una partecipazione di tipo totalitario)" (enfasi dell'Autore) (PINTO, *Concordato preventivo*, cit., p. 120).



reale massimizzazione del soddisfacimento dei creditori e per lo sfruttamento di tutte le potenzialità di una procedura di riorganizzazione vera e propria non erano ancora mature. Come si è detto, la procedura di riorganizzazione di matrice statunitense, nella sua struttura fisiologica, implica che ai creditori vengano assegnate, “in soddisfazione” dei loro crediti e secondo un ordine ben preciso, le “nuove” azioni della società riorganizzata, sul presupposto che tale meccanismo consenta la massimizzazione del (plus)valore dell’impresa e la (conseguente) massimizzazione del soddisfacimento del ceto creditorio. In tale contesto, salvo intervenga un diverso accordo tra le classi, i creditori sono legittimati a pretendere che *tutte* le azioni della società riorganizzata siano loro assegnate (fino all’esaurimento dei loro crediti), con l’effetto di escludere i soci originari dall’impresa risanata. Ora, è evidente che, in termini assoluti e con riferimento al ceto creditorio e non ai singoli componenti dello stesso, quante più azioni della società riorganizzata sono assegnate ai creditori, “migliore” sarà il loro soddisfacimento. Ebbene, in un ordinamento nel quale (i soci e poi) gli amministratori della società riorganizzata hanno il monopolio circa la formulazione della proposta e del piano, la proposta difficilmente avrà le caratteristiche sopra descritte (assegnazione di tutte le partecipazioni della società riorganizzata ai creditori e conseguente esclusione dei soci), a meno di non ritenere che i principi e le regole (imperative) del nostro sistema giuridico consentano di ritenere ammissibile e legittima soltanto una proposta dotata di tali caratteristiche<sup>161</sup> oppure che incomba sugli amministratori il dovere di formulare una proposta e un piano che costituiscano la migliore soluzione possibile per il (solo) ceto creditorio<sup>162</sup>, indagine, questa, che non può essere svolta nella presente sede.

---

<sup>161</sup> Come vedremo nel prosieguo, questa è la tesi affermata da VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale*, cit., pp. 331 ss. Per una diversa ricostruzione, si veda, invece, D’ATTORRE, *Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, pp. 359 ss.

<sup>162</sup> Il che rappresenta qualcosa di più dell’argomentare che gli amministratori di società di capitali in crisi sarebbero responsabili se non formulano una proposta che, nel caso di specie, rifletta la scelta migliore dal punto di vista della ottimizzazione del risultato conseguibile in concreto, senza arrivare a dire che tale scelta dovrebbe essere predisposta avendo come unico termine di riferimento la migliore soddisfazione possibile dei soli creditori. La differenza fra le due tesi argomentative è che, nel primo caso, ci si limita a dire che compito degli amministratori è effettuare la scelta che meglio valorizzi il patrimonio del debitore (e saranno poi le regole relative alla distribuzione di quel patrimonio a determinare chi potrà beneficiare di tale valorizzazione); nel secondo, invece, si giunge a ritenere che gli amministratori dovrebbero scegliere la soluzione che già *ex ante* e in assoluto consenta la distribuzione a (tutti) i creditori del più alto valore possibile.

Dall'altro lato, si è osservato come la possibilità di superare il potere di veto dei soci<sup>163</sup> con riguardo all'approvazione di deliberazioni (incidenti sul capitale proprio e quindi) di competenza assembleare tramite il meccanismo sostitutivo sopra descritto consente di risolvere il problema dell'ostruzionismo (*holdout*) dei soci, che non potranno più "scambiare" il loro consenso all'operazione di ristrutturazione con la distribuzione a loro vantaggio di parte del valore dell'impresa riorganizzata (sottoforma di mantenimento o assegnazione di parte se non tutte le partecipazioni nella società riorganizzata).

### **5.3. La nuova possibilità di incidere anche sui diritti dei creditori privilegiati. Effetto sulla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio**

In origine, "condizione" di ammissibilità del concordato era il pagamento integrale dei creditori privilegiati. Ciò significava che tutti i creditori assistiti da cause legittime di prelazione dovevano essere pagati per l'intero ammontare del loro credito, a prescindere dalla capienza della garanzia. Al di là del possibile profilo di iniquità rispetto alla posizione dei creditori chirografari (o subordinati), unici soggetti allora sottoponibili *ex lege* alla falcidia<sup>164</sup>, da tale normativa derivava che, anche qualora il concordato consentisse la creazione di un maggior valore per i creditori, esso era suscettibile di essere "stroncato" per la mera circostanza che non era in grado di assicurare una piena soddisfazione dei creditori privilegiati<sup>165</sup>. È evidente come questo assetto normativo fosse inidoneo a consentire la massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio<sup>166</sup>. A fronte di ciò, con la riforma del 2005-2007, è stata introdotta, anche per quanto riguarda il concordato preventivo, la possibilità di una soddisfazione non integrale dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca (art. 160, comma 2, l. fall.). Ciò significa che

---

<sup>163</sup> Il quale, peraltro, difficilmente si giustificava alla luce della constatazione, ormai comunemente accettata, che l'insorgere della crisi e l'apertura di una procedura concorsuale segnano il passaggio della proprietà dell'impresa (almeno sul piano economico) dai soci ai creditori. Sul tema si veda, tra i molti, STANGHELLINI, *Le crisi di impresa*, cit., pp. 50 s. e 210.

<sup>164</sup> Sul punto, si veda DI MARZIO, *Il diritto negoziale*, cit., p. 209, nt. 98 e pp. 210 ss.

<sup>165</sup> Invero, anche prima della riforma, una parte minoritaria della dottrina argomentava nel senso della possibilità di non pagare integralmente i creditori con prelazione in caso di incapienza del bene. Si veda, ad es., INZITARI, *Il soddisfacimento dei creditori forniti di prelazione e risoluzione del concordato preventivo con cessione dei beni*, in *Giur. comm.*, 1990, I, pp. 383 ss.

<sup>166</sup> D'altra parte, tale assetto normativo giustificava l'assenza del diritto di voto sulla proposta concordataria in capo ai creditori privilegiati, a meno che gli stessi non rinunciassero alla causa di prelazione. In particolare, secondo la prospettazione maggioritaria, era la mancanza di interesse nei confronti della procedura che giustificava l'assenza del diritto di voto sulla proposta concordataria stessa (sul punto si veda più diffusamente la nota 403).

è possibile soddisfare i creditori privilegiati nei limiti della capienza della loro garanzia<sup>167</sup>, il che equivale a dire che è possibile prevedere una falcidia anche nei loro confronti<sup>168</sup>. Inoltre, come si avrà modo di dimostrare nel prosieguo, sia una interpretazione letterale del testo normativo, sia una interpretazione logico-sistemica, consentono di concludere che sia oggi possibile, a certe condizioni<sup>169</sup>, soddisfare i creditori privilegiati anche con forme diverse dal pagamento in denaro<sup>170</sup>. Tutto ciò permette di avvicinare ulteriormente il nostro sistema a quello delle riorganizzazioni societarie di matrice statunitense, ove è pacificamente riconosciuta la possibilità di scalfire (anche) i diritti dei creditori assistiti da cause di prelazione (*secured creditors*)<sup>171</sup>. Anzi, questa facoltà è ritenuta essenziale in una procedura di riorganizzazione e ristrutturazione del debito, in quanto ne aumenta l'efficacia e le prospettive di successo.

## **6. Sintesi delle considerazioni svolte finora e introduzione al problema distributivo**

Nei paragrafi precedenti si è detto che: (i) il concordato preventivo è un mezzo di attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore che, verificate certe condizioni, ha lo scopo di consentire la massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio rispetto all'alternativa rappresentata dal fallimento/liquidazione giudiziale; (ii) il concordato preventivo in continuità è un tipo di concordato che,

---

<sup>167</sup> La questione controversa, che si avrà modo di affrontare nel prosieguo, attiene poi al valore di riferimento (valore di riorganizzazione o valore di liquidazione) che si riterrà opportuno e legittimo adottare ai fini del calcolo del valore della garanzia.

<sup>168</sup> E la quota residua del credito sarà trattata come credito chirografario, come chiarisce il CCII all'art. 85, comma 7, ult. frase, ponendo fine a un acceso dibattito sul punto.

<sup>169</sup> Come si vedrà in seguito, oltre all'ovvio presupposto dell'attribuzione del diritto di voto al creditore garantito al quale sia proposta una forma di soddisfacimento diversa dal denaro (nei limiti della capienza della garanzia, da calcolarsi al valore di continuità del bene, se quest'ultimo non è immediatamente liquidato in quanto funzionale alla prosecuzione dell'attività di impresa), occorrerebbe assicurare allo stesso la possibilità di "uscire" dalla procedura (*exit*) con il valore (questa volta) di liquidazione "pagato" in denaro. In altri termini, nel prosieguo di questo lavoro si tenterà di argomentare che i principi e le regole del nostro sistema del diritto della crisi delle imprese consentono di affermare che il creditore garantito (e non solo) debba poter scegliere – nel caso in cui il bene che funge da garanzia venga continuativamente impiegato nell'impresa riorganizzata – tra la soddisfazione al valore di continuità (o al valore d'uso del bene nell'impresa riorganizzata), ma "in qualsiasi forma" e il pagamento in denaro, ma al valore di liquidazione del bene stesso (che sarà presumibilmente inferiore al valore di continuità del bene nell'impresa riorganizzata).

<sup>170</sup> *Contra*, DI MARZIO, *Il diritto negoziale*, cit., pp. 202 ss., per il quale dal principio di cui all'art. 2741 c.c. discenderebbe che il credito del creditore garantito non può essere "conformato" nella proposta di concordato, in quanto il creditore garantito non partecipa al concorso. In senso differente, si vedano, ad es., STANGHELLINI, *Proposta di concordato*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, diretto da Jorio, II, Zanichelli, 2007, sub art. 124, pp. 1968 ss.; CENSONI, *I diritti di prelazione nel concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2009, I, pp. 20 ss.

<sup>171</sup> Si veda il § 1129(b)(2)(A) *Chapter 11*.

sussistendone i presupposti, può consentire la creazione di un (ancor) maggior valore da mettere a disposizione dei creditori rispetto all'altra forma di concordato, ovvero il concordato liquidatorio; (iii.A) all'interno del *genus* concordato preventivo in continuità si può distinguere la *species* concordato riorganizzativo (riorganizzazione societaria di matrice statunitense), che rappresenta una tecnica attraverso la quale vengono attribuiti ai creditori strumenti finanziari (azioni, quote) nella società riorganizzata come forma di soddisfazione del loro credito; (iii.B) la ragione d'essere di tale *species* è (e non può non essere) la creazione di un (ancor) maggior valore per il ceto creditorio rispetto alle alternative rappresentate da qualsiasi altra forma di concordato preventivo (anche in continuità, ma con attribuzione ai creditori del valore che risulterà dai flussi di cassa prodotti attraverso la continuità) oppure in conseguenza della impraticabilità in concreto di altre forme di concordato; (iv) la possibilità di conseguire una effettiva massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio può essere oggi praticabile grazie a una serie di riforme e di "mutamenti di prospettiva" che hanno caratterizzato la materia del diritto della crisi delle imprese a partire dagli anni duemila e, in particolare: a) il superamento, attraverso l'introduzione dell'istituto delle proposte concorrenti, della percezione del concordato preventivo quale "accordo" tra debitore (*rectius*, soci del debitore-società di capitali, prima, e suoi amministratori, poi) e creditori, percezione che, come si è visto, consentiva al proponente di sfruttare la posizione di vantaggio connessa al monopolio nella formulazione della proposta e del piano per (quantomeno) non offrire sempre e comunque ai creditori la soluzione che, in termini assoluti, era funzionale alla massimizzazione del valore a loro vantaggio; b) il superamento del principio di neutralità organizzativa delle procedure concorsuali rispetto alla disciplina dettata dal diritto societario, che consente oggi di "intaccare" la posizione dei soci, diluendoli o estromettendoli dalla società soggetta a procedura concorsuale, senza la necessità del loro consenso (necessità che, fino a prima della riforma, e seguendo la posizione maggioritaria in dottrina, li poneva in una posizione di vantaggio, tanto che si parlava di un loro "potere di veto" sul contenuto della proposta ablativa dei loro diritti); c) la possibilità di "intaccare" anche la posizione dei creditori privilegiati, che (quantomeno) non devono più essere necessariamente soddisfatti integralmente come condizione di ammissibilità della proposta concordataria.

Prima di passare a introdurre il problema centrale che questo studio si propone di affrontare, e al fine di offrire una visione più chiara di quello che si è tentato di dimostrare nei paragrafi precedenti e che si è sintetizzato poco sopra in questo paragrafo, sembra opportuno ricorrere ad una metafora, tratta, non a caso, proprio dalla tradizione giuridica del diritto fallimentare americano. Secondo questa prospettiva, come si è visto sopra, scopo del diritto fallimentare in generale è quello di risolvere i problemi di coordinamento tra più titolari di pretese verso un medesimo patrimonio e di consentire, così, la massimizzazione del valore dello stesso, concetto che viene espresso attraverso la figura della “torta” fallimentare (*bankruptcy pie*)<sup>172</sup>: scopo del (processo di) fallimento sarebbe quindi quello di creare una torta più grande per i creditori rispetto al valore complessivo virtualmente a disposizione degli stessi (intesi come gruppo) in assenza di una procedura collettiva. Sulla linea di questa metafora, può dirsi che la funzione del concordato preventivo – una volta superata la sua concezione di “beneficio” per il debitore – sia la creazione, sussistendone i presupposti, di una torta ancora più grande rispetto a quella ricavabile in sede fallimentare e, così, che ragion d’essere del concordato preventivo in continuità sia la creazione di una torta ancora più grande, fino ad arrivare alle riorganizzazioni societarie, che, sussistendone i presupposti, consentono la creazione della torta più grande di tutte. A questo punto, dovrebbe capirsi qual è la finalità dell’uso di questa banale metafora. Se scopo di tutti questi strumenti e procedure è quello di creare un valore sempre più grande a vantaggio del ceto creditorio, il passo successivo e conseguente è evidentemente quello di capire in che modo tale valore andrà distribuito fra i diversi componenti dello stesso, ovvero, secondo quali principi e regole tale torta andrà tagliata e distribuita tra i vari “commensali”. Questo è il problema distributivo che ci si accinge ad affrontare nelle pagine che seguono.

## **7. Il problema distributivo nel concordato preventivo nella dottrina e nella giurisprudenza**

Per poter offrire una compiuta analisi del problema distributivo, sembra in primo luogo opportuno esaminare lo stato del dibattito dottrinale e giurisprudenziale sul tema. Già da una prima analisi, emerge con chiarezza come esso si caratterizzi per alcune peculiarità, che giova sin da subito anticipare. In particolare, può rilevarsi

---

<sup>172</sup> Si veda, ad es., JACKSON, *The Logic and Limits*, cit., pp. 14 ss.

che: (i) la giurisprudenza, tranne qualche eccezione, sembra concentrarsi esclusivamente sui rapporti verticali fra alcuni soltanto dei possibili titolari di pretese nei confronti del debitore, ovvero i creditori privilegiati (specialmente, tributari e previdenziali) e i creditori chirografari; più nello specifico, il tema che sembra preoccupare maggiormente la nostra giurisprudenza è quello della legittimità della distribuzione del maggior valore creato attraverso lo strumento concordatario (“*surplus* concordatario”<sup>173</sup>) ai creditori chirografari nonostante una parziale soddisfazione dei creditori assistiti da privilegio generale sull’intero patrimonio mobiliare (e, in certi casi, immobiliare) del debitore (ii) inoltre, essa non sembra porsi il problema del potenziale conflitto fra la permanenza dei soci originari nella società riorganizzata grazie a un concordato non pienamente soddisfacente delle pretese creditorie e il principio societario secondo il quale il sacrificio delle ragioni dei creditori postula l’azzeramento di quelle dei soci; (iii) quanto alla dottrina, essa sembra prendere in maggiore considerazione i rapporti fra tutti i potenziali titolari di pretese nei confronti del patrimonio del debitore (creditori privilegiati – distinguendo in particolare fra quelli assistiti da pegno, ipoteca e privilegio speciale e quelli assistiti da privilegio generale – creditori chirografari, creditori subordinati e fornitori di capitale di rischio); (iv) in particolare, essa analizza anche il problema della posizione dei soci di società di capitali in concordato, con posizioni peraltro assai divergenti; (v) manca, tuttavia, una analisi sistematica e globale del problema distributivo nel concordato preventivo alla luce del diritto fallimentare riformato (e di quello societario), che sia in grado di sviscerare, uno ad uno, tutti i risvolti problematici ad esso connessi e di affrontarli anche con riguardo al potenziale sviluppo dell’istituto nei prossimi anni, giusta, tra l’altro, la necessità di implementare la recente Direttiva europea sui quadri di ristrutturazione preventiva<sup>174</sup>. Infine, occorre sottolineare già in questa sede come, quanto alle tipologie di concordato con continuità aziendale, assolutamente prevalente sembra essere, sia nei casi oggetto delle decisioni

---

<sup>173</sup> Come già anticipato, il valore suscettibile di essere creato attraverso il concordato preventivo viene nominato in questo lavoro (plus)valore concordatario oppure valore di riorganizzazione. Quest’ultimo si distingue dal c.d. *surplus* o *quid pluris* concordatario, il quale rappresenta quella porzione in più di valore che il concordato permette di generare rispetto alla liquidazione fallimentare (o alle alternative concretamente praticabili). In altre parole, il (plus)valore concordatario o valore di riorganizzazione è la somma del valore ricavabile dalla liquidazione fallimentare (oppure, a seconda dei casi, dalle alternative concretamente praticabili) e il *surplus* o *quid pluris* concordatario.

<sup>174</sup> Tale Direttiva andrà recepita, tranne qualche eccezione, e salvo possibilità di proroga in caso di “particolari difficoltà” nella sua attuazione, entro il 17 luglio 2021 (art. 34).

giurisprudenziali in materia, sia nella analisi della dottrina, quello in forma diretta o indiretta “con destinazione dei flussi di cassa ai creditori” e non quello riorganizzativo sul modello delle riorganizzazioni societarie riconducibili al *Chapter 11* statunitense.

Nel prosieguo si esamineranno le principali ricostruzioni elaborate dalla dottrina e dalla giurisprudenza in merito al problema distributivo, che si è cercato di ricondurre a tre principali percorsi, dal meno flessibile al più permissivo. Si anticipa sin da ora che, per le ragioni che verranno indicate di seguito, si ritiene che nessuna delle interpretazioni finora proposte sia sufficiente a fornire una soluzione completa al problema distributivo, la quale andrà ricercata e ricostruita alla luce del sistema del diritto fallimentare e del diritto dell’impresa (in crisi) organizzata in forma societaria.

### **7.1. La tesi della necessaria soddisfazione integrale dei titolari di pretese di rango *potiore* prima che i titolari di pretese di rango inferiore possano ricevere un qualche valore come limite di ammissibilità della proposta concordataria**

Secondo una prima ricostruzione, i principi imperativi in materia di responsabilità patrimoniale del debitore (artt. 2740 e 2741 c.c.) e le regole ricavabili dal diritto societario in tema di rapporti fra soci, titolari di una pretesa residuale sul patrimonio della società debitrice (*residual claimants*) e creditori, titolari invece di una pretesa “fissa” sul patrimonio della stessa (*fixed claimants*)<sup>175</sup>, individuerebbero un preciso

---

<sup>175</sup> Tali regole individuano il principio per il quale, in caso di insolvenza, nulla può essere riconosciuto ai soci a fronte dell’investimento in capitale di rischio sino a quando i creditori sociali non sono stati soddisfatti integralmente. Il principio è ricavabile, per le società di capitali, ad esempio dagli artt. 2433, 2445, 2626, 2633, 2495, comma 3, 2491 c.c. A questa disciplina corrisponde il rilievo della dottrina per il quale la società insolvente è ormai, dal punto di vista economico, nella disponibilità dei creditori perché all’insolvenza corrisponde l’esaurimento del capitale di rischio. Da questo punto di vista, si è osservato che le procedure concorsuali hanno l’effetto di produrre il trasferimento coattivo del controllo dell’impresa dai vecchi soci ai soggetti che, loro malgrado, possono essere riguardati come i nuovi fornitori di capitale di rischio, creando in tal modo una organizzazione attraverso la quale i creditori possono esercitare i poteri che spetterebbero ai soci. Sul tema si veda STANGHELLINI, *Le crisi di impresa*, cit., pp. 50 ss. Più precisamente, questo Autore (si veda anche ID., *Proprietà e controllo dell’impresa in crisi*, cit., pp. 1055 ss.) ritiene che il trasferimento, grazie al sistema delle procedure concorsuali, del controllo dai soci ai creditori sia funzionale alla “massimizzazione” del valore a vantaggio di questi ultimi. L’Autore rileva, però, come il successo di questa operazione “incontra una serie di gravi ostacoli” dovuti principalmente alla necessità di far emergere la crisi il prima possibile e alle asimmetrie informative fra soci e creditori. Tutto ciò porta l’Autore a ritenere che in alcuni casi sia efficiente assegnare un qualche ruolo al debitore o ai soci della società debitrice (in termini di mantenimento di una parte del valore dell’impresa riorganizzata) se ciò è funzionale alla massimizzazione del valore a vantaggio dei creditori. In questo senso, viene individuata una tensione tra il principio di universalità della responsabilità patrimoniale e la massimizzazione dell’oggetto su cui essa insiste: “paradossalmente, un’attuazione rigorosa degli artt. 2740 e 2741 c.c. rischia di distruggere quello che si vorrebbe

“ordine verticale di distribuzione del patrimonio del debitore”, il quale opererebbe come limite posto dall’ordinamento al contenuto della proposta concordataria<sup>176</sup>. In questa prospettiva, quando il debitore è una società di capitali, i) i creditori chirografari non potrebbero ricevere alcun valore dal concordato prima che i creditori privilegiati (capienti) siano stati soddisfatti integralmente, inclusi i creditori assistiti da privilegio generale sull’intero patrimonio mobiliare e/o immobiliare del debitore ii) in mancanza di una soddisfazione integrale dei creditori chirografari, i creditori subordinati non avrebbero diritto ad alcun valore economico; iii) se i creditori devono soddisfarsi secondo un rigido ordine gerarchico tale per cui quelli di grado successivo non possono ricevere alcuna utilità economica fino a quando quelli di grado *potiore* non abbiano trovato integrale soddisfazione, a maggior ragione, i soci, quali titolari di una pretesa residuale, non potrebbero ricevere alcun valore fino a quando tutti i creditori non siano stati soddisfatti integralmente<sup>177</sup>. Secondo questa linea, dunque, il giudice dovrebbe dichiarare inammissibile *ex art. 162 l. fall. (art. 47 CCII)* qualsiasi proposta concordataria formulata in violazione di detto ordine, perché priva del requisito della fattibilità giuridica<sup>178</sup>, in quanto contraria a norme imperative.

A conferma di questa tesi si richiama la previsione di cui all’art. 160, comma 2, ult. periodo, l. fall. (art. 85, comma 6, CCII), secondo cui “il trattamento stabilito per

---

distribuire fra i creditori”. Si impone, quindi, una soluzione di compromesso: consentire al debitore (o ai suoi soci), se coopera, di conservare qualcosa anche qualora i creditori non siano stati integralmente soddisfatti, al fine di fare in modo che la quota da loro ricevuta sia la massima possibile. Si conclude pertanto riconoscendo che “anche se in teoria dovrebbe essere assicurato il rispetto degli artt. 2740 e 2741 c.c., appare inevitabile dotare la procedura concorsuale dell’efficacissimo “lubrificante” costituito dalla prospettiva per il debitore di salvare qualcosa dalla procedura, e ciò nell’interesse degli stessi creditori”. In questo senso i soci – almeno quelli che godono di un intenso potere di controllo – potrebbero ricevere un’utilità economica dalla riorganizzazione dell’impresa, benché i creditori non siano stati integralmente soddisfatti.

<sup>176</sup> VATTERMOLI, *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni*, cit., p. 864; ID., *Concordato con continuità aziendale*, cit., p. 341.

<sup>177</sup> Secondo la posizione di VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale*, cit., p. 341, il rispetto dell’ordine verticale di distribuzione del patrimonio del debitore tra tutti coloro che vantano pretese partecipative o creditorie rappresenta “uno dei limiti impliciti posti dall’ordinamento al contenuto della proposta concordataria”, derogabile solo in presenza di una norma esplicita. Tale norma nel nostro ordinamento non esisterebbe rispetto all’ordine verticale di distribuzione del patrimonio, a differenza di quanto si possa dire – sempre secondo la posizione dell’Autore – con riguardo all’ordine orizzontale, cioè alla regola della proporzionalità, che sarebbe derogabile per mezzo dell’istituto delle classi di cui all’art. 160, comma 1, lett. c) e d), l. fall. (art. 85, comma 3, lett. c) e d), CCII). *Contra*, da ultimo, G. FERRI jr, *Autonomia delle masse*, cit., p. 294.

<sup>178</sup> È stata la stessa Cass., S.U., 23 gennaio 2013, n. 1521 a imporre che il controllo del tribunale sulla rispondenza della proposta alle norme del nostro ordinamento giuridico (almeno quelle di carattere imperativo; così: VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale*, cit., p. 340) sia svolto a monte del giudizio di omologazione, e cioè nella fase di ammissione alla procedura. Si veda ora l’art. 47, comma 1, CCII, che impone al tribunale di verificare, oltre alla fattibilità economica del piano, la “ammissibilità giuridica della proposta”.



ciascuna classe non può avere l'effetto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione". In particolare, secondo questa ricostruzione, l'art. 160, comma 2, ult. periodo, l. fall. (art. 85, comma 6, CCII) fornirebbe una indicazione di sistema a conferma della doverosa applicazione nel concordato preventivo dei principi e delle regole in materia di responsabilità patrimoniale del debitore (artt. 2740 e 2741 c.c.), di cui tale norma sarebbe, anzi, la proiezione in ambito concordatario, così come l'art. 111 l. fall. è la proiezione del sistema di responsabilità patrimoniale del debitore in materia di fallimento<sup>179</sup>. E, così, estendendo il divieto contenuto nell'art. 160, comma 2, ult. periodo, l. fall. (art. 85, comma 6, CCII) ai rapporti tra creditori e soci (in un quadro in cui questi ultimi sono visti come portatori di una pretesa finanziaria alla partecipazione ai risultati dell'impresa), risulterebbe inammissibile, perché in "insanabile contrasto"<sup>180</sup> con le regole e i principi – imperativi – che governano la responsabilità patrimoniale del debitore, oltretutto con il principio societario secondo cui il sacrificio delle ragioni creditorie postula l'azzeramento delle ragioni dei soci, una proposta concordataria che, a fronte di un

---

<sup>179</sup> L'art. 111 l. fall. indica l'ordine nel quale "le somme ricavate dalla liquidazione dell'attivo" sono erogate ai vari titolari di pretese nei confronti del patrimonio del debitore responsabile, e cioè: (i) i creditori prededucibili; (ii) i creditori privilegiati, e cioè i titolari di "crediti ammessi con prelazione sulle cose vendute secondo l'ordine assegnato dalla legge"; (iii) i creditori chirografari, "in proporzione dell'ammontare del credito per cui ciascuno di essi fu ammesso", compresi i creditori con diritto di prelazione "qualora non sia stata ancora realizzata la garanzia, ovvero per la parte per cui rimasero non soddisfatti da questa". Già con riferimento a questa norma, parte della dottrina aveva concluso come una lettura coerente con il fenomeno postergativo portava ad enucleare "una quarta categoria di aventi diritto sul patrimonio del debitore comune, successiva ai prededucibili, ai privilegiati ed ai chirografari" (così: VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Giuffrè, 2012, p. 398) e cioè la categoria dei creditori subordinati o postergati, da intendersi qui come creditori assolutamente subordinati e non relativamente subordinati (secondo la distinzione effettuata da VATTERMOLI, *Crediti subordinati*, cit., pp. 10 ss.). La subordinazione assoluta si presenta quando un credito è subordinato rispetto a tutti gli altri crediti (non egualmente subordinati), anche futuri, vantati nei confronti del debitore comune. Si ha, invece, subordinazione relativa quando un credito è subordinato rispetto a uno o a determinati altri crediti (subordinazione relativa oggettiva) oppure rispetto a tutti i crediti vantati da un determinato soggetto (subordinazione relativa soggettiva). Nell'ambito del concorso, la subordinazione assoluta si traduce in un arretramento del rango del credito (postergazione in senso stretto), la quale viene descritta in questi termini dal citato Autore, a p. 13: "prima dell'apertura del concorso, il titolare del credito postergato può esercitare tutti i diritti connessi allo *status* di creditore (ossia, il diritto di percepire il pagamento degli interessi maturati, secondo quanto previsto dalle clausole contrattuali; il diritto, alla scadenza, di ottenere la restituzione della somma dovuta; il diritto di esercitare le azioni a tutela del proprio credito, ecc.); aperto il concorso, il soddisfacimento del credito *junior* – che è, e rimane, credito concorsuale – è subordinato all'integrale pagamento dei crediti chirografari (e prima, ovviamente, dei privilegiati e dei prededucibili)". Il CCII ha riconosciuto l'esigenza sopra detta e ha introdotto, all'art. 221 (che per il resto riproduce il primo comma dell'art. 111 l. fall.), una quarta categoria nella graduatoria, quella, appunto, dei creditori postergati. Queste norme definiscono il sistema di graduazione dei crediti e sono la traduzione, nell'ambito concorsuale, del principio della *par condicio creditorum*, "salve le cause legittime di prelazione" e, si può ora aggiungere, il fenomeno postergativo (in senso stretto).

<sup>180</sup> VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale*, cit., p. 345.

soddisfacimento non integrale dei creditori, preveda che i soci mantengano parte delle proprie partecipazioni nell'impresa. Infatti, secondo questa tesi, “in presenza di una proposta concordataria che preveda un soddisfacimento parziale dei creditori, sembra corretto ritenere che, almeno avuto riguardo alle aspettative economiche dei soci, il capitale proprio della società debitrice si sia ridotto a zero, dovendo le perdite [...] essere imputate, dapprima, al capitale di rischio e, soltanto successivamente, una volta esauritosi quest'ultimo, al capitale di credito”<sup>181</sup>. In questo caso, può dirsi che il valore delle vecchie partecipazioni si sia ridotto a zero e che nessuna partecipazione nell'impresa riorganizzata potrà essere assegnata ai soci originari in presenza di una proposta parzialmente soddisfattiva delle ragioni creditorie, proprio perché la società è stata riportata in equilibrio, e ha riacquisito valore, grazie (anche) alle rinunce dei creditori (*i.e.*, la falciatura concordataria).

Secondo questa linea, dunque, tutto il valore ricavabile dal concordato (“(plus)valore concordatario” oppure, in caso di concordato riorganizzativo, “valore di riorganizzazione”), sia quello derivante dalla continuità aziendale, sia, e *a fortiori*, quello derivante da una liquidazione dei beni in sede concordataria migliore rispetto a quella ricavabile in sede fallimentare, andrebbe sempre distribuito seguendo l'ordine verticale di distribuzione del patrimonio del debitore<sup>182</sup>, pena l'inammissibilità della proposta, salvo il caso della c.d. finanza

---

<sup>181</sup> VATTERMOLI, *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni*, cit., p. 866.

<sup>182</sup> In questo senso, in giurisprudenza, si veda Cass., 8 giugno 2020, n. 10884, in *Fallimento*, 2020, pp. 1071 ss. (con riferimento ai rapporti fra creditori privilegiati e creditori chirografari), secondo la quale “in tema di concordato preventivo, a norma dell'art. 160, comma 2, l. fall., il soddisfacimento parziale dei creditori muniti di privilegio generale p[uò] trovare un fondamento giustificativo solo nell'incapienza del patrimonio mobiliare del debitore, sicché il soddisfacimento dei creditori chirografari non può che dipendere, in tal caso, dalla presenza di beni immobili (ovviamente per la parte che non è deputata a garantire i creditori che vantino un titolo di prelazione su di essi) o da liquidità estranee al patrimonio del debitore stesso”; Cass., 27 dicembre 2019, n. 34539, in *Fallimento*, 2020, p. 1425 (con riferimento ai rapporti fra creditori chirografari e creditori subordinati); Cass., 21 giugno 2018, n. 16348, in *Fallimento*, 2019, pp. 45 ss., spec. p. 46 (con riferimento a un concordato liquidatorio e ai rapporti fra creditori chirografari e postergati *ex art.* 2467, comma 2, c.c.), secondo la quale il trattamento previsto per i creditori postergati non deve essere tale da derogare alla regola “del loro soddisfacimento sempre posposto a quello integrale degli altri creditori chirografari”; Cass., 18 giugno 2018, n. 16066 (con riferimento ai rapporti fra creditori privilegiati e chirografari), per cui i crediti di natura privilegiata (nella specie, previdenziali) possono essere falciati “con possibilità di soddisfare i creditori di grado inferiore soltanto con l'intervento di finanza cd. esterna”; Cass., 8 giugno 2012, n. 9373 (con riferimento ai rapporti fra privilegiati e chirografari), che ha ritenuto che qualsiasi flusso finanziario che in qualche modo transiti nel patrimonio del debitore debba essere distribuito secondo l'ordine di graduazione dei crediti; Trib. Padova, 24 gennaio 2019, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato in continuità aziendale diretta con pagamento dei creditori esclusivamente sulla base dei flussi di cassa netti percepiti e con riferimento ai rapporti fra creditori assistiti da privilegio generale e chirografari), il quale osserva che gli artt. 2740 e 2741 c.c. “impongono la messa a disposizione dei creditori di tutto il patrimonio del debitore e la loro soddisfazione nel rispetto dell'ordine dei privilegi; qualora detto patrimonio (presente e futuro) non sia sufficiente alla soddisfazione integrale

esterna, costituita da quegli apporti estranei *ab origine* al patrimonio del debitore e per ciò liberamente allocabile fra i vari titolari di pretese nei suoi confronti<sup>183</sup> e

---

del credito privilegiato (e solo al verificarsi di questo presupposto di fatto), l'art. 160 l.f. apre una via di salvezza all'imprenditore che intenda accedere alla soluzione concordataria della crisi d'impresa, consentendo al debitore la falcidia del credito privilegiato e stabilendo la relativa soglia di degradabilità"; Trib. Milano, 5 dicembre 2018, in *Fallimento*, 2019, pp. 1087 ss., spec. pp. 1090 s. (con riferimento a un concordato con continuità indiretta e ai rapporti fra privilegiati e chirografari), ove, però, viene effettuata una distinzione sulla base del "principio per cui i flussi della continuità, allorquando siano generati da una prosecuzione aziendale resa possibile unicamente per effetto dell'apporto di un soggetto terzo, non possono ritenersi assoggettati al rispetto dell'ordine delle cause di prelazione, per la semplice ragione che detti flussi, nella prospettiva fallimentare, semplicemente non esisterebbero. Un conto è che i flussi della continuità siano comunque generati dalla *residua capacità patrimoniale del debitore, giacché in tal caso appare assai complesso condurre i suddetti flussi al di fuori della regola dell'art. 2741 c.c.* Un altro - ben diverso - conto è che tali flussi siano resi possibili da una prosecuzione aziendale resa a propria volta possibile unicamente dall'apporto di risorse esterne da parte di un terzo. In tal caso, invero, ben può affermarsi che tali flussi, in quanto generati da una finanza esterna, *ne ereditino i caratteri*, e risultino, quindi, liberamente distribuibili, sol che si consideri che, in assenza dell'apporto del terzo, detti flussi non esisterebbero, e conseguentemente le cause di prelazione - in primis il privilegio generale mobiliare - non avrebbero oggetto alcuno su cui esercitarsi" (enfasi aggiunta); App. Torino, 31 agosto 2018, in *Fallimento*, 2019, pp. 377 ss. (con riferimento a un concordato con continuità diretta e ai rapporti fra privilegiati e chirografari), la quale argomenta in questi termini: "il creditore transita con la propria posizione di portatore di interesse in sede concordataria negli stessi termini in cui la posizione creditoria sussisteva quando l'impresa era in bonis. Né potrebbe farsi carico al singolo creditore (o a una classe di creditori, vieppiù privilegiati o ipotecari), in quanto titolare del diritto di voto nel concordato o, comunque, creditore anteriore assoggettato alla proposta concordataria, il solo rischio della procedura di continuità (il costo dell'alternativa fallimentare, con conseguente "taglio" delle sue prospettive di soddisfacimento in tale misura) senza attribuzione anche a costui anche delle potenzialità derivanti dalla prosecuzione (il surplus concordatario), perché ciò comporterebbe l'imposizione a questo particolare e privilegiato creditore di *un patto leonino a suo discapito*" (enfasi aggiunta); Trib. Rimini, 10 maggio 2018, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Milano, 15 dicembre 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (in relazione a un concordato liquidatorio e ai rapporti fra creditori privilegiati e chirografari), il quale, con argomentazioni relative sia al concordato liquidatorio che a quello con continuità, ritiene che non devolvere tutto il *surplus* della continuità ai creditori secondo l'ordine dei privilegi sarebbe come imporre ai creditori privilegiati (non integralmente soddisfatti) un "patto leonino" a loro discapito (pp. 5 s. della sentenza citata); Trib. Belluno, 17 febbraio 2017, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato con continuità aziendale diretta ma ai fini della successiva liquidazione dell'azienda e ai rapporti fra privilegiati e chirografari); App. Venezia, 12 maggio, 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato preventivo con continuità indiretta e ai rapporti fra privilegiati e chirografari), la quale rileva che una proposta che non destini tutto il (plus)valore concordatario secondo l'ordine di graduazione dei crediti non è giuridicamente fattibile (e dunque inammissibile); Trib. Bergamo, 26 settembre 2013, consultabile nella banca dati *Il Fallimentarista* (con riferimento a un concordato con continuità e ai rapporti fra privilegiati e chirografari); Trib. Milano, 4 ottobre 2012, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato liquidatorio e al rapporto fra creditori privilegiati e chirografari), la quale rileva l'inammissibilità della proposta perché "in violazione della regola di priorità nella soddisfazione delle prelazioni secondo graduazione (*absolute priority rule*)" (p. 6 della sentenza); Trib. Roma, 1 febbraio 2012, consultabile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato liquidatorio e ai rapporti fra privilegiati e chirografari); Trib. Milano, 20 luglio 2011, consultabile al sito [www.unijuris.it](http://www.unijuris.it) (con riferimento a un concordato liquidatorio e ai rapporti fra privilegiati e chirografari); Trib. Salerno, 9 novembre 2010, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (in relazione a un concordato con continuità aziendale soggettiva e ai rapporti fra creditori privilegiati e creditori chirografari); Trib. Messina, 18 febbraio 2009, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato fallimentare e ai rapporti fra creditori privilegiati e chirografari), il quale ritiene che il principio del divieto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione si pone "come un limite d'ordine pubblico a garanzia delle regole del mercato, dei soggetti individuati dalla legge come meritevoli di speciale tutela e dell'efficacia delle garanzie reali" (p. 4 della sentenza).

<sup>183</sup> Secondo i parametri indicati dalla già citata Cass., 8 giugno 2012, n. 9373.

salvo che ciascun creditore, individualmente e preventivamente (*i.e.*, prima della presentazione della proposta) acconsenta a una distribuzione in deroga (in senso peggiorativo) a tale ordine<sup>184</sup>. In particolare, nel caso di concordato con continuità (diretta o indiretta, con destinazione dei flussi di cassa ai creditori o riorganizzativo), il quale si propone di valorizzare, in una prospettiva dinamica, il patrimonio del debitore responsabile grazie alla continuità aziendale, tutto il (plus)valore ricavabile grazie alla continuità, e, quindi, tutto il valore corrispondente al patrimonio responsabile calcolato al valore di continuità o di riorganizzazione<sup>185</sup>, dovrà distribuirsi ai vari titolari di pretese secondo l'ordine verticale di distribuzione del patrimonio. E così, tralasciando la questione dei crediti prededucibili, tutto il valore ricavabile attraverso il piano andrà distribuito innanzitutto ai creditori privilegiati assistiti da pegno, ipoteca e privilegio speciale (nei limiti della capienza della garanzia<sup>186</sup>) e ai creditori assistiti da privilegio generale; solo qualora questi siano stati soddisfatti integralmente, tale valore potrà poi essere distribuito ai creditori chirografari e, su questa linea, ai creditori subordinati e ai soci, i quali, giusta la regola societaria di postergazione delle loro ragioni a quelle dei creditori, si collocano all'ultimo gradino della scala distributiva. In particolare, qualora sia proposto un concordato riorganizzativo di una società di capitali, tutte le partecipazioni nella società riorganizzata andranno distribuite ai creditori fino ad esaurimento delle loro ragioni e, solo quando i creditori saranno soddisfatti integralmente, potranno essere distribuite ai soci.

In questo senso, si parla di versione “forte” del principio del divieto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione<sup>187</sup> (in contrapposizione alla versione

---

<sup>184</sup> Peraltro, si noti che l'accettazione individuale e preventiva di ogni creditore presupporrebbe che venissero individuati esattamente tutti i creditori del debitore. Ciò, tuttavia, potrebbe risultare complicato nell'ambito del concordato preventivo, in quanto manca un vero e proprio accertamento del passivo (artt. 92 ss. l. fall.; artt. 200 ss. CCII). È solamente previsto, infatti, che il debitore presenti con il ricorso l'elenco nominativo dei creditori con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione (art. 161, comma 2, lett. b), l. fall.; art. 39, comma 1, CCII) e che il commissario giudiziale proceda alla verifica dello stesso (art. 171 l. fall.; art. 104 CCII).

<sup>185</sup> Sul punto, si veda quanto argomentato nel § 4 di questo capitolo.

<sup>186</sup> L'Autore a cui si deve l'elaborazione di questa tesi non precisa, con riferimento a questa tipologia di creditori, se la garanzia vada calcolata al valore di liquidazione o al valore di continuità/riorganizzazione (qualora il bene o l'insieme dei beni oggetto della garanzia vengano conservati dal debitore in quanto funzionali alla continuità aziendale). In ogni modo, questo tema verrà analizzato nel prosieguo.

<sup>187</sup> Aderiscono ad una interpretazione forte della regola, oltre all'Autore citato alla nota 176, ad esempio, TRENTINI, *Il controllo del tribunale sulla fattibilità economica del concordato: un "ritorno" legittimo?*, in *Fallimento*, 2017, pp. 1120 s. (con riferimento ai rapporti fra creditori); BOZZA, *Formazione delle classi e alterabilità delle graduazioni legislative*, in *Fallimento*, Allegato al fasc. 1/2009, pp. 8 ss. (con riferimento ai rapporti fra creditori); NIGRO, VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, cit., p. 341.

“debole”)<sup>188</sup> e si ritiene che esso riproduca nel nostro ordinamento la *absolute priority rule* statunitense<sup>189</sup>.

Peraltro, si osserva come una possibile eccezione al principio sopra menzionato sarebbe rappresentata dalla regola della c.d. *new value exception*, che ha avuto origine nello scenario delle riorganizzazioni societarie disciplinate dal *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* statunitense<sup>190</sup>. In questa prospettiva, l'unico caso in cui i soci potrebbero mantenere legittimamente le proprie partecipazioni nella società riorganizzata attraverso un concordato non pienamente soddisfattivo delle ragioni creditorie sarebbe quello in cui essi effettuino nuovi conferimenti in favore della società, e cioè corrispondano una somma a titolo di prezzo per il mantenimento o

---

<sup>188</sup> Per questa terminologia, si veda A. ROSSI, *Le proposte “indecenti” nel concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 333.

<sup>189</sup> Sembrano orientati verso questa interpretazione, oltre al già citato Vattermoli: PINTO, *Concordato preventivo*, cit., p. 131 s. e nt. 69, per il quale “l'esigenza di impedire che il programma concordatario sovverta l'ordine delle priorità e le gerarchie fra i diversi gruppi di titolari di interessi non può valere solo nei rapporti interni alla categoria dei creditori (art. 160, comma 2, l. fall.), ma deve permeare di sé anche i rapporti fra questi ultimi e i soci” (p. 131); anche questo Autore, dunque, collega il dovere di rispettare l'ordine delle cause legittime di prelazione alla esigenza di rispettare la *absolute priority rule* nel concordato preventivo; sembrerebbe orientato verso questa direzione, almeno in alcuni punti del suo lavoro (si vedano le citazioni a p. 114, nt. 92, in rapporto a quanto affermato alla fine di p. 115, inizio di p. 116, e a p. 120), PACILEO, *Cram down e salvaguardie per i soci*, cit., p. 120; A. ROSSI, *Le proposte “indecenti”*, cit., pp. 333 s. e 336 s., il quale ammette che “per riconoscere qualche soddisfazione ai ranghi inferiori, pur in presenza di una solo *parziale* soddisfazione anche dei ranghi superiori, si dovrà, a tutto concedere, fare ricorso ad un *surplus* concordatario di norma (e specialmente in un piano liquidatorio) *apportato dall'intervento di economie terze*” (ultimo corsivo aggiunto); tuttavia, occorre sottolineare come poco dopo l'Autore ritenga (pp. 341 s.) che l'art. 182-*sexies* l. fall. consentirebbe “ai soci di mantenere integra la loro partecipazione al capitale sociale, nonostante il sacrificio dei creditori”, salvo poi affermare, a p. 346, che “risulterebbe in contrasto con l'art. 160, comma 2 l. fall. quella proposta di concordato che contemplasse l'attribuzione di risorse ai soci prima che tutti i creditori, privilegiati, chirografari e postergati, fossero *integralmente* soddisfatti”; SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica)*, in *Giur. comm.*, 2007, I, pp. 583, 585 s., 588 (con riferimento all'art. 124, comma 3, l. fall., in tema di concordato fallimentare, il quale corrisponde all'art. 160, comma 2, ult. periodo, l. fall.); questo Autore riconduce espressamente all'art. 124, comma 3, l. fall. la *absolute priority rule* e sottolinea la difficoltà, giusto questo impianto normativo, “di riservare un ruolo ai soci della società debitrice” (p. 595); merita di essere qui citata la posizione di GALLETTI, *La formazione di classi nel concordato preventivo: ipotesi applicative*, 2007, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), pp. 6 s., secondo il quale: (i) il principio della APR sarebbe implicitamente accolto nel nostro ordinamento giusti gli artt. 2740 e 2741 c.c.; tuttavia, (ii) “nel concordato preventivo la deroga all'APR può trovare giustificazione proprio nell'esigenza di favorire la ricerca di una soluzione alternativa alla liquidazione concorsuale, e di incentivare taluni soggetti, il cui interesse alla riuscita dell'operazione sarebbe altrimenti quasi nullo, ad impegnarsi per la sua riuscita”; così, (iii) “[n]on sembra da escludere nemmeno che [...] sia sempre possibile nel concordato preventivo attribuire anche di meno ad una classe rispetto ad altre, benché a questa postergate, se ciò trova una giustificazione nei fini della legge, ossia nel particolare disincentivo del creditore ad approvare il concordato a danno di altre categorie”; però, (iv) “tendenzialmente da escludere sembra invece la possibilità [...] di conservare persino una parte del capitale di rischio della società ristrutturata ai suoi soci originari”.

<sup>190</sup> La *new value doctrine* (o *new value corollary* o *new value exception*) viene generalmente fatta risalire alla decisione della Suprema Corte americana *Case v. Los Angeles Lumber Products Co.*, 308 U.S. 106, 60 S.Ct. 1, 84 L.Ed. 110 (1939).

per l'assegnazione di quote di partecipazione nella società risanata, indicandone il valore nella stessa proposta concordataria<sup>191</sup>. Tale valore, inoltre, dovrebbe essere sottoposto alla verifica da parte dell'attestatore della sua rispondenza al valore di mercato dei titoli della società (in sostituzione del *market test* richiesto ai sensi della decisione della Corte Suprema americana nel caso *LaSalle*<sup>192</sup>)<sup>193</sup>. In questa prospettiva, i nuovi apporti dei soci sarebbero assimilabili alla c.d. finanza esterna, la quale, come si è già detto, è generalmente ritenuta liberamente distribuibile e dunque sottratta alle regole di distribuzione del patrimonio<sup>194</sup>.

## **7.2. La tesi della non necessaria soddisfazione integrale dei titolari di pretese di rango *potiore*, i quali devono essere soddisfatti “meglio” dei titolari di pretese di rango inferiore o, quantomeno, “non peggio”**

La tesi esposta nel paragrafo precedente viene generalmente criticata per essere troppo rigida e per portare alla paralisi di ogni tentativo di risoluzione della crisi o insolvenza attraverso l'istituto concordatario<sup>195</sup>.

Altra parte della dottrina e della giurisprudenza ritiene preferibile, quindi, aderire alla tesi per la quale il valore creato attraverso lo strumento concordatario dovrebbe essere distribuito secondo un ordine verticale meno rigoroso, per il quale i titolari di pretese di grado *potiore* non devono (necessariamente) essere soddisfatti integralmente prima di passare al grado successivo ma devono (solamente) ricevere un trattamento *migliore* (o, quantomeno, non peggiore) rispetto ai titolari di pretese

---

<sup>191</sup> VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale*, cit., p. 356.

<sup>192</sup> *Bank of America National Trust and Savings Assoc. v. 203 North LaSalle Street Partnership*, 526 U.S. 434, 119 S.Ct. 1411 (1999). Questa decisione ha previsto che, nel caso in cui un piano di riorganizzazione preveda il mantenimento di quote di capitale in capo ai soci originari in virtù dei nuovi versamenti effettuati (*new value exception*), il piano può essere confermato dalla corte nonostante il dissenso di una o più classi (*non-consensual plan*) solo qualora venga aperta un'asta competitiva per la fissazione del prezzo delle azioni della società risanata. Questo perchè “[a] *debtor's prebankruptcy equity holders may not, over the objection of a senior class of impaired creditors, contribute new capital and receive ownership interests in the reorganized entity, when that opportunity is given exclusively to the old equity holders under a plan adopted without consideration of alternatives*” (p. 435). Sul tema, si veda, per tutti, HOANG, *The New Value Exception to the Absolute Priority Rule after In Re 203 N. LaSalle Street Partnership: What Should Bankruptcy Courts Do, and How Can Congress Help?*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 149, 2000, pp. 581 ss.

<sup>193</sup> VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale*, cit., p. 356.

<sup>194</sup> Sul punto si veda ancora Cass., 8 giugno 2012, n. 9373.

<sup>195</sup> Sul punto, si veda, ad es., D. BIANCHI, *La Cassazione, la nuova finanza e l'alterazione dell'ordine dei privilegi*, in *Fallimento*, 2012, p. 1415 (il quale prende in considerazione il rapporto fra creditori privilegiati e creditori chirografari); GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi dei creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società*, in *Dir. fall.*, 2010, I, pp. 720 ss. (il quale prende in considerazione i rapporti fra creditori privilegiati, chirografari e postergati).

di grado inferiore<sup>196</sup>. In particolare, secondo questa linea, la previsione di cui all'art. 160, comma 2, ult. periodo, l. fall. (art. 85, comma 6, CCII) andrebbe intesa nel senso che la non alterazione dell'ordine delle cause legittime di prelazione comporta semplicemente che i titolari di pretese di rango superiore debbano essere trattati *meglio* rispetto ai titolari di pretese che si collocano in una posizione successiva nella scala distributiva<sup>197</sup> o, secondo una diversa sfumatura, che i primi non possano essere trattati in maniera deteriore rispetto ai secondi<sup>198</sup> (e, quindi, che

---

<sup>196</sup> In giurisprudenza, aderiscono a questa tesi, Trib. Torre Annunziata, 29 luglio 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato con continuità tramite *newco* misto e ai rapporti fra creditori privilegiati e chirografari), p. 20 della sentenza, argomentando dal mancato richiamo nella disciplina del concordato preventivo dell'art. 111 l. fall. (questa sentenza fa espressamente riferimento alla *absolute priority rule* statunitense, ritenendola non applicabile nel nostro ordinamento); Trib. Arezzo, 17 settembre 2009, consultabile nella banca dati *DeJure* (con riferimento a un concordato liquidatorio e ai rapporti fra creditori privilegiati e chirografari), il quale rivela che tale lettura più estensiva “consente di evitare conseguenze ingiuste ed incentivare il ricorso alla procedura concordataria obiettivo del legislatore della riforma del diritto fallimentare”; Trib. Firenze, 14 giugno 2008, in *Foro pad.*, 2008, I, pp. 393 ss. (con riferimento a un concordato fallimentare e ai rapporti fra privilegiati e chirografari).

<sup>197</sup> In questo senso, D'ATTORRE, *Concordato con continuità ed ordine delle cause di prelazione*, in *Giur. comm.*, 2016, I, p. 43, il quale si concentra sul tema dei rapporti fra creditori privilegiati generali e creditori chirografari, in particolare effettuando una distinzione fra il rapporto che lega il titolare di diritto di pegno o ipoteca con il bene oggetto della garanzia e il diverso rapporto che intercorre fra il privilegiato generale e l'oggetto della sua garanzia; occorre tuttavia sottolineare che l'Autore, sebbene dichiara che questa tesi si lasci preferire, giunge a sostenere una soluzione ancora più radicale (per la quale si veda il § 7.3 di questo capitolo); STANGHELLINI, *Proposta di concordato*, cit., p. 1975 (con riferimento all'interpretazione dell'art. 124, comma 3, l. fall. e ai rapporti fra creditori privilegiati, chirografari e postergati), il quale argomenta che una tale interpretazione sarebbe “più rispettosa della *par condicio* in senso sostanziale”, più conforme al “panorama comparatistico”, e in linea con la previsione in materia di transazione fiscale; occorre qui sottolineare come lo stesso Autore (*Il concordato con continuità aziendale*, in *Fallimento*, 2013, p. 1240), con riferimento al concordato preventivo con continuità, abbia riconosciuto che “la tesi più rigorosa è quella che, allo stato, deve considerarsi valida”, a seguito della pronuncia della Suprema Corte, 8 giugno 2012, n. 9373, la quale è intervenuta anche sul problema dell'ordine delle cause legittime di prelazione, sostenendo che tale principio deve essere rispettato tutte le volte in cui le risorse provengano dal patrimonio del debitore anche sottoforma di apporto del terzo; D'AIELLO, *Ancora sui finanziamenti dei soci: tra interpretazione estensiva e trattamenti riduttivi*, in *Fallimento*, 2019, pp. 53 ss.; BOTTAL, *Trattamento dei crediti privilegiati, nuova finanza e rapporto fra classi e privilegi*, in *Fallimento*, 2010, pp. 87 s.

<sup>198</sup> In questo senso, sembrerebbe TERRANOVA, *Diritti soggettivi senza sovranità (a proposito di bail-in, cram-down e altro)*, in *Dir. fall.*, 2018, I, pp. 519 ss., il quale prende in considerazione anche la posizione dei soci e argomenta in questi termini: “[i]l concordato ha una funzione liberatoria: i creditori alleggeriscono il fardello del debitore in cambio della sua collaborazione per uscire da uno stallo finanziario, che blocca l'attività dell'impresa e riduce a lumicino ogni aspettativa di soddisfo. L'esdebitazione fa da contrappeso a una maggiore valorizzazione dell'attivo, ottenuta attraverso l'intervento del soggetto che detiene (o almeno così si ritiene) le maggiori informazioni per liquidare con profitto il patrimonio, o per superare la crisi dell'azienda. Se non vi fosse questa fiducia, non si dovrebbe fare ricorso al concordato, ma ad altri strumenti di risanamento o liquidazione (analoghi all'amministrazione straordinaria) [...]. Solo in caso d'intervento coattivo dovrebbe valere il principio in base al quale il debitore e i soci possono ricevere qualcosa solo a patto che *tutti* i creditori, compresi i postergati, vengano *integralmente* soddisfatti. In caso contrario, la “legge del contratto”, in qualunque modo determinata, può far salva la permanenza in vita di una delle parti” (pp. 521 s.). Si veda anche ID., *Problemi di diritto concorsuale*, Piccin, 2011, pp. 127 ss.; MAUGERI, *Sul regime concorsuale dei finanziamenti soci*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 828 (con riferimento ai rapporti fra creditori e soci finanziatori postergati ai sensi dell'art. 2467 c.c.); PERACIN, *Concordato preventivo e cessio bonorum con classi: trattamento dei creditori privilegiati generali e*

possano essere trattati anche ugualmente). Chi estende l'ambito applicativo di questa norma anche ai rapporti fra creditori e soci arriva così ad affermare che la proposta concordataria (non pienamente soddisfattiva delle ragioni creditorie) potrebbe riservare un qualche valore ai soci, i quali sarebbero legittimati a conservare parte delle proprie partecipazioni della società in concordato, purché i creditori siano soddisfatti “meglio” (o “non peggio”). In questo senso, tale norma sarebbe espressione di una regola di priorità relativa<sup>199</sup> (*relative priority rule*). Occorre anticipare sin da ora che la regola della priorità relativa italiana si distingue dalla *relative priority rule* europea (EU RPR) sotto diversi profili: (i) a differenza della versione domestica della regola di priorità relativa, la EU RPR è applicabile solo rispetto a una classe dissenziente e non rispetto al singolo creditore; rappresenta, dunque, una forma di tutela di classe e non individuale (ii) la EU RPR si compone, invero, di due regole distinte, ovvero la *relative priority rule in senso stretto* (il piano di ristrutturazione può essere omologato nonostante il dissenso di una o più classi alla condizione che “le classi di voto dissenzienti di creditori interessati ricevano un trattamento più favorevole di quello delle classi inferiori”), che, salvo quanto osservato *sub* (i), corrisponde alla regola della priorità relativa italiana, e la regola di non discriminazione (il piano di ristrutturazione può essere omologato nonostante il dissenso di una o più classi alla condizione che “le classi di voto dissenzienti di creditori interessati ricevano un trattamento almeno tanto favorevole quanto quello delle altre classi dello stesso rango”), la quale non sembra

---

*inquadramento giuridico del «vantaggio differenziale»*, in *Dir. fall.*, 2011, I, pp. 51, 54, nt. 41, il quale analizza il concordato con cessione dei beni e si concentra sui rapporti fra creditori (e non fra creditori e soci).

<sup>199</sup> Si veda GUERRERA, in GUERRERA, MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «riorganizzazione»*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 56 s., nt. 94, il quale invoca espressamente uno “spazio operativo” per l'applicazione della *relative priority rule*, “dalla cui duttilità dipende la riuscita concreta dell'operazione”, e definita come quella regola “che ammette, in qualche misura, anche in caso di insufficienza dell'attivo, la partecipazione dei creditori non garantiti, dei creditori subordinati, e persino degli investitori, ai benefici della soluzione riorganizzativa”. Parla di *relative priority rule* anche MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi*, a cura di Balzarini, Carcano, Vantoruzzo, Giuffrè, 2007, pp. 546 s., da un lato riportando che tale regola sarebbe quella oggi adottata nel *Chapter 11* statunitense (l'Autore sembra considerare equivalenti la APR anteriore al codice del 1978 e l'odierna APR, il che non appare condivisibile in quanto la APR anteriore al codice del 1978 si applicava ad ogni piano di riorganizzazione quale condizione di ammissibilità dello stesso e non era superabile nemmeno con il consenso della classe, mentre l'odierna APR è superabile con l'assenso della classe destinataria di un valore inferiore a quello che le spetterebbe secondo le regole di priorità) e, dall'altro, riconoscendo che tale regola più “permissiva”, la quale “non esclude *a priori* la partecipazione degli azionisti”, costituirebbe, “tutto sommato”, l'orientamento prevalente anche nel nostro paese; e questo perché “si deve realisticamente riconoscere che nella sostanza sono tollerate con sempre maggiore indulgenza numerose forme indirette di riassunzione di partecipazioni da parte dei vecchi azionisti o del vecchio gruppo di comando”.



ricompresa nella regola di priorità relativa italiana (ma, sul punto, si vedano i §§ 3.2 del secondo capitolo e 3.1 del terzo capitolo di questo lavoro); (iii) nel caso della EU RPR, non basta che la classe *senior* sia soddisfatta “non peggio” rispetto alla classe *junior*, come secondo una possibile versione della regola della priorità relativa italiana, ma occorre sempre che la classe *senior* sia soddisfatta *meglio* della classe *junior* (occorre, per vero, che la prima sia trattata *più favorevolmente* della seconda)<sup>200</sup>.

In ogni modo, a sostegno della regola di priorità relativa italiana si adducono argomenti di carattere sia letterale<sup>201</sup>, sia teleologico, anche in considerazione della valorizzazione del profilo di flessibilità e duttilità dello strumento concordatario. A proposito, si è detto che il principio del divieto di alterare l’ordine di graduazione dei crediti in tanto potrebbe essere compatibile con il *favor* dimostrato dal legislatore per le soluzioni concordatarie in quanto si accedesse ad una interpretazione debole del contenuto precettivo della graduazione legale. Altrimenti, la soluzione concordataria si irrigidirebbe a tal punto che il debitore sarebbe costretto a lasciare privi di qualsiasi soddisfazione i creditori con privilegio generale di rango più basso, i chirografari e i subordinati<sup>202</sup>. Una soluzione del genere, si argomenta, potrebbe aver senso solo per i concordati puramente liquidativi, “ma non per i concordati (anche fallimentari) remissori, dilatori o riorganizzativi, con cui il proponente si prefigge [...] di incidere mediante un vero e proprio *piano di regolazione* della crisi o dell’insolvenza sulla posizione dei creditori”<sup>203</sup>. Si enfatizza, così, il carattere distintivo del concordato preventivo, il quale rappresenta una “soluzione negoziale” di stampo privatistico alla crisi e all’insolvenza<sup>204</sup> radicalmente alternativa rispetto alla liquidazione fallimentare. Proprio per questo motivo, l’art. 160, comma 2, ult. periodo, l. fall. non potrebbe interpretarsi “con la «lente» dell’art. 111”<sup>205</sup> l. fall. (si vedano, per quanto riguarda il CCII, gli artt. 85, comma 6 e 221). In questa prospettiva, aderire alla

---

<sup>200</sup> Quanto, invece, ai profili di distinzione di queste regole rispetto alla *relative priority rule* statunitense (US RPR), si vedano i §§ 4.3, nota 634, e 5 del terzo capitolo di questo lavoro.

<sup>201</sup> L’argomento letterale si fonda sull’interpretazione del verbo “alterare” contenuto nell’art. 160, comma 2, ult. periodo, l. fall. (art. 85, comma 6, l. fall.), il quale, secondo questa ricostruzione, non starebbe a indicare il divieto assoluto di pagare il creditore *junior* se il creditore *senior* non è stato soddisfatto integralmente ma solamente la necessità di non “invertire” l’ordine di graduazione dei crediti. Sul punto si veda PERACIN, *Concordato preventivo e cessio bonorum*, cit., p. 49.

<sup>202</sup> GUERRERA, *Struttura finanziaria*, cit., p. 720.

<sup>203</sup> GUERRERA, *Struttura finanziaria*, cit., p. 720.

<sup>204</sup> GUERRERA, *Struttura finanziaria*, cit., p. 720.

<sup>205</sup> GUERRERA, *Struttura finanziaria*, cit., p. 720.

interpretazione forte dell'ordine verticale di distribuzione del patrimonio del debitore contraddirebbe la funzione stessa del concordato, e cioè “quella di «valorizzare» l'attivo stimato”<sup>206</sup> e di “soddisfare al contempo i creditori in qualsiasi forma”<sup>207</sup> senza avviare la procedura fallimentare. Infine, dalla normativa sulla transazione fiscale di cui all'art. 182-ter l. fall. (si veda anche l'art. 88 CCII, rubricato “Trattamento dei crediti tributari e contributivi”) si fa discendere l'ammissibilità nel nostro ordinamento di una interpretazione debole del principio in esame<sup>208</sup> (per vero, l'argomento fondato sulla disciplina della transazione fiscale è utilizzato da altri Autori a sostegno della tesi opposta a quella qui esaminata<sup>209</sup>). È proprio da questa disposizione, che, generalizzando, si deduce che nel nostro sistema non sia vietato in assoluto pagare i titolari di pretese di grado inferiore anche in assenza di un soddisfacimento integrale di quelli di grado *potiore*, ma soltanto di assicurare ai primi un trattamento migliore rispetto a quello riservato ai secondi<sup>210</sup>.

### **7.3. La tesi che limita l'applicabilità dell'ordine verticale di distribuzione del patrimonio del debitore al solo patrimonio esistente al momento della domanda di concordato e non al *surplus* concordatario (salvo il rispetto del criterio del miglior soddisfacimento dei creditori)**

Infine, un terzo orientamento giunge alla conclusione per cui il *surplus* concordatario sarebbe liberamente distribuibile secondo le pattuizioni raggiunte in sede di discussione e votazione della proposta, salvo il rispetto del criterio del miglior soddisfacimento dei creditori che, per quanto riguarda il concordato con continuità, è previsto, con una clausola generale, dall'art. 186-bis, comma 2, lett. b), l. fall. (art. 87, comma 1, lett. f), CCII) mentre, per quanto riguarda il concordato liquidatorio, si ricava oggi (quantomeno) dalla previsione di cui all'art. 84, comma 4, CCII. In altre parole, secondo questa tesi, le parti potrebbero liberamente decidere come allocare quel *quid pluris* ricavabile grazie alla soluzione

---

<sup>206</sup> GUERRERA, *Struttura finanziaria*, cit., p. 720.

<sup>207</sup> GUERRERA, *Struttura finanziaria*, cit., p. 721.

<sup>208</sup> Sul punto, si veda STANGHELLINI, *Proposta di concordato*, cit., p. 1975 (con riferimento all'interpretazione dell'art. 124, comma 3, l. fall.); D'AIELLO, *Ancora sui finanziamenti dei soci*, cit., p. 54.

<sup>209</sup> Si veda, ad es., BOZZA, *Formazione delle classi*, cit., pp. 10 ss. che argomenta sulla base della specialità della norma.

<sup>210</sup> In particolare, si afferma (GUERRERA, *Struttura finanziaria*, cit., p. 722), con riferimento ai rapporti fra creditori privilegiati e chirografari, che “tale norma legittima appieno la previsione di un trattamento differenziato «decescente» dei creditori privilegiati, modulato in maniera elastica, e non già volto a riprodurre rigidamente la distribuzione dell'attivo liquidato secondo l'ordine dei privilegi”.

concordataria, senza essere vincolate da alcuna regola distributiva, sempre che il concordato consenta il rispetto del criterio (di ammissibilità) della migliore soddisfazione dei creditori.

Questa conclusione viene argomentata seguendo tre principali percorsi, i quali, se da un lato presentano sufficienti profili di autonomia, dall'altro vengono spesso intrecciati e "combinati" tra di loro nell'ambito delle argomentazioni avanzate in letteratura.

Il primo percorso è quello che equipara, quanto alla disciplina, il *surplus* concordatario, e cioè il maggior valore che l'attuazione del piano concordatario apporta rispetto alla liquidazione fallimentare, alla c.d. finanza esterna. Quest'ultima, definita come l'insieme delle risorse finanziarie provenienti da soggetti terzi ed estranee *ab origine* al patrimonio dell'imprenditore in concordato<sup>211</sup>, non sarebbe assoggettata alle regole che disciplinano la responsabilità patrimoniale del debitore (e, dunque, gli artt. 2740 e 2741 c.c. e l'art. 160, comma 2, ult. periodo, l. fall. – art. 85, comma 6, CCII) in quanto per definizione estranea al patrimonio del debitore al quale (solo) è limitata la garanzia generica prevista dall'art. 2740 c.c. Secondo questa tesi, il *surplus* concordatario sarebbe assimilabile, sul piano della disciplina, alla finanza esterna (e, per ciò solo, liberamente distribuibile, così come liberamente distribuibile è la finanza esterna)<sup>212</sup> sulla base della considerazione per la quale il *surplus* concordatario costituisce un insieme di valori di cui i creditori non potrebbero beneficiare se non grazie alla soluzione concordataria<sup>213</sup>. Per ciò solo, esso si sottrarrebbe alla

---

<sup>211</sup> Occorre qui sottolineare che i concetti di "nuova finanza" e "finanza esterna" sono spesso utilizzati intercambiabilmente e confusi fra loro. In verità, per "nuova finanza" dovrebbe intendersi qualsiasi tipo di finanziamento con obbligo di restituzione nei confronti del soggetto mutuante ove sia la somma erogata sia il debito da rimborso entrano a far parte del patrimonio del debitore traducendosi in poste attive e passive; al contrario, la "finanza esterna" configura un apporto che rimane esterno al patrimonio del debitore. Tale distinzione si fonda sul criterio di "neutralità" introdotto dalla Corte di Cassazione con la sentenza 8 giugno 2012, n. 9373, la quale ha precisato che le regole in materia di concorso trovano un limite nel patrimonio del debitore, nel quale deve includersi anche la "nuova finanza" che "transiti" nello stesso. La oscurità delle definizioni utilizzate dalla Corte nella sopracitata sentenza ha indotto la dottrina a precisare ulteriormente il significato di finanza esterna, così intendendo quelle risorse finanziarie che: (i) provengono da un soggetto terzo; (ii) sono destinate direttamente ai creditori, senza transitare nel patrimonio del debitore; (iii) non possono generare un credito restitutorio verso l'imprenditore in concordato. Sul punto si veda TERENCE, "Finanza esterna", *ordine delle cause di prelazione e flussi di cassa nel concordato con continuità*, in *Fallimento*, 2019, pp. 382 e 384.

<sup>212</sup> TERENCE, "Finanza esterna", cit., p. 387.

<sup>213</sup> In questo senso, in dottrina, sembrerebbe orientato BENEDETTI, *I finanziamenti dei soci e infragruppo alla società in crisi*, Giuffrè, 2017, p. 264, per il quale "se il patrimonio del debitore è insufficiente al soddisfacimento dei chirografari, ai creditori subordinati potrebbe essere accordato un pagamento solo qualora sussista un *surplus* concordatario o «nuova finanza»"; AMBROSINI, *Il concordato preventivo*, in *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*, diretto

disciplina sulla responsabilità patrimoniale del debitore e diverrebbe “il premio del sistema liberamente disponibile”<sup>214</sup>.

Parte della giurisprudenza di merito, poi (e con questo si viene al secondo percorso), giunge alla medesima conclusione di cui sopra – con riguardo, però, ai soli rapporti fra creditori privilegiati e creditori chirografari, ma con considerazioni che si prestano ad essere estese anche ad altre categorie di titolari di pretese nei confronti del debitore<sup>215</sup> – attraverso la valorizzazione del dato letterale di cui all’art. 160, comma 2, prima parte, l. fall., per cui “la proposta può prevedere che i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, non vengano soddisfatti integralmente, purché il piano ne preveda la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione indicato nella relazione giurata di un professionista in possesso dei

---

da Vassalli, Luiso e Gabrielli, IV, Giappichelli, 2014, p. 178 (relativamente ai rapporti fra creditori privilegiati e chirografari: “[l]addove, invece, il piano di concordato si traduca in una migliore valorizzazione delle risorse dell’imprenditore, il *quid pluris* si rivela, per così dire, endogeno”). In giurisprudenza, si vedano App. Venezia, 19 luglio 2019, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (che disattende le conclusioni cui è giunto sul punto Trib. Padova, 24 gennaio 2019, cit.), per la quale il *surplus* concordatario “può essere liberamente distribuibile dal debitore alla stregua di quella che viene comunemente definita quale finanza esterna”. Trib. Massa, 27 novembre 2018, consultabile nella banca dati *DeJure*, che parla di “sostanziale equiparazione normativa tra le risorse esterne e quelle prodotte dalla continuità” (p. 8 del testo presente nella banca dati citata); sembrerebbe di questo avviso anche Trib. Monza, 22 dicembre 2011, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato preventivo liquidatorio) che ha ritenuto ammissibile una proposta concordataria con destinazione di “parte del ricavato della liquidazione dinamica” del patrimonio del debitore ai creditori chirografari pur in assenza di una soddisfazione integrale dei privilegiati, sul presupposto che “macchinari in precedenza inesistenti e frutto di un’attività lavorativa ulteriore, di progettazione nuova, di attività d’impresa inesistente in precedenza, di nuovi clienti ecc. acquisiti attraverso l’attività lavorativa dei quattro signori [...] gratuita ma monetizzabile” costituiscano “finanza nuova” “sicuramente inesistente ove non fosse stata scelta la forma concordataria”. *Contra*, App. Torino, 31 agosto 2018, cit. (con riferimento a un concordato con continuità diretta e ai rapporti fra privilegiati e chirografari); Trib. Belluno, 17 febbraio 2017, cit.; Trib. Milano, 15 dicembre 2016, cit. (con argomentazione riferita sia al concordato liquidatorio che a quello con continuità, con riferimento ai rapporti fra creditori chirografari e creditori privilegiati), il quale nega che il *surplus* concordatario possa equipararsi – quanto al suo trattamento – alla finanza esterna, ritenendo, quanto al concordato con continuità, che altrimenti sarebbe come imporre a carico del privilegiato “un patto leonino a suo discapito” (p. 5 della sentenza); Trib. Pisa, 26 febbraio 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato con continuità aziendale indiretta e ai rapporti fra creditori privilegiati e chirografari); App. Venezia, 12 maggio, 2016, cit. (con riferimento a un concordato preventivo con continuità indiretta e ai rapporti fra privilegiati e chirografari); Trib. Bergamo, 26 settembre 2013, cit.; Trib. Milano, 20 luglio 2011, cit. (con riferimento a un concordato liquidatorio e ai rapporti fra privilegiati e chirografari).

<sup>214</sup> PERACIN, *Concordato preventivo e cessione bonorum*, cit., p. 54.

La tesi della equiparazione del *surplus* concordatario alla finanza esterna si presta, come si vedrà nel prosieguo, ad alcune critiche. In particolare, il principio di “neutralità” espresso dalla Suprema Corte con la pronuncia n. 9373 del 2012 sembra rappresentare un ostacolo pressoché insormontabile, dal momento che il (plus)valore si genera “all’interno” e “a partire” dallo stesso patrimonio che funge da garanzia generica dei creditori e, per ciò solo, non può ritenersi “neutrale”.

<sup>215</sup> E, infatti, si veda FABIANI, *Appunti sulla responsabilità patrimoniale «dinamica»*, cit., p. 51.

requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lettera d)" (previsione che sembrerebbe ripresa anche dall'art. 85, comma 7, CCII). In particolare, secondo questo orientamento, la norma di cui all'art. 160, comma 2, prima parte, 1. fall. andrebbe interpretata nel senso di prevedere la *facoltà* per il debitore di falcidiare i creditori privilegiati (anche assistiti da privilegio generale) fino al limite massimo rappresentato dal *valore di liquidazione* del bene sul quale sussiste la causa di prelazione (così come quantificato nella relazione giurata del professionista)<sup>216</sup>. Da ciò si ricava che tutto ciò che eccede il valore di liquidazione dei beni oggetto della

---

<sup>216</sup> Si vedano, Trib. Torino, 25 gennaio 2017, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato con continuità aziendale diretta e ai rapporti fra privilegiati e chirografari); Trib. Milano, 8 novembre 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato con continuità aziendale diretta e ai rapporti fra creditori privilegiati e chirografari); Trib. Massa, 4 febbraio 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato con continuità diretta e ai rapporti fra privilegiati e chirografari), secondo cui "le risorse liberate per mezzo dei ricavi generati dalla continuità aziendale non configurano attivo patrimoniale vincolato alla distribuzione secondo i principi di cui agli artt. 2740, 2741 c.c., dal momento che la irreversibile degradazione a rango chirografario della quota dei crediti privilegiati priva di capienza sui beni in relazione ai quali la prelazione insiste non appare suscettibile di reversione una volta che il debitore si sia avvalso della facoltà di soddisfare non integralmente i creditori prelatizi osservando i limiti apprestati dall'art. 160, comma 2°, 1. fall." (p. 6 della sentenza); Trib. Treviso, 13 novembre 2015, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato con continuità aziendale indiretta e ai rapporti fra privilegiati e chirografari), per cui "tale maggiore valorizzazione del patrimonio immobiliare di [...] porterà a un attivo concordatario superiore a quello fallimentare e tale differenza, che costituisce il prodotto del piano, potrà essere utilizzata per soddisfare i creditori chirografari. Non viene in tal modo alterato l'ordine delle legittime cause di prelazione in quanto, *in base alla previsione di cui all'art. 160, II comma, 1. fall.*, il privilegio viene circoscritto all'ammontare che il creditore otterrebbe dal fallimento mentre l'importo residuo scade a chirografo" (enfasi aggiunta); Trib. Prato, 8 ottobre 2015, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato con continuità aziendale diretta e ai rapporti fra privilegiati e chirografari), per il quale "l'utile generato dalla prosecuzione dell'attività di impresa costituisce un beneficio aggiuntivo che può essere liberamente distribuito ai creditori" e ciò in virtù di un non meglio specificato "principio del miglior soddisfacimento dei creditori" (quali?), "che deve considerarsi il criterio interpretativo generale della nuova disciplina sul concordato in continuità", conclusione che, in questa prospettiva, sarebbe rafforzata proprio dalla previsione di cui all'art. 160, comma 2, 1. fall. "che ancora la misura dello stralcio e il divieto di alterazione dell'ordine delle prelazioni alla sola ipotesi della liquidazione" (pp. 7 s. della sentenza); Trib. Treviso, 25 marzo 2015, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato liquidatorio e ai rapporti fra privilegiati e chirografari); Trib. Rovereto, 13 ottobre 2014, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (in relazione a un concordato con continuità aziendale e ai rapporti fra creditori privilegiati e chirografari), il quale specifica "*alla luce di questa norma* [l'art. 160, comma 2, 1. fall.] va considerata "nuova finanza" tutto l'apporto finanziario che deriva dal concordato, quale che ne sia la fonte, diverso da quello ricavabile dalla liquidazione del patrimonio a valore di mercato [...]. In tale ottica, va considerata nuova finanza anche l'utile che derivi dalla continuità aziendale" (enfasi aggiunta); richiama la norma di cui all'art. 160, comma 2, 1. fall. per argomentare nel senso della libera distribuibilità del "maggior valore derivante dall'attuazione del piano concordatario, rispetto a quella dell'attivo esistente al momento della domanda di concordato" App. Venezia, 19 luglio 2019, cit., p. 11. *Contra*, Trib. Milano, 5 dicembre 2018, cit., p. 1091, secondo cui l'art. 160, comma 2, 1. fall. andrebbe letto nel senso che la verifica del rispetto delle cause legittime di prelazione dovrebbe operarsi con riferimento al momento della apertura della procedura "nel senso che debba contemplare il patrimonio esistente [in quel momento], *integrato dai flussi attivi che esso sia in grado di generare*, restando invece esclusi i flussi che a tale patrimonio non sono riconducibili, derivando invece da risorse esterne" (enfasi aggiunta). In dottrina si veda, *ex multis*, AMBROSINI, *Il concordato preventivo*, cit., pp. 178 ss.

prelazione (con riferimento ai creditori privilegiati generali tale valore consisterebbe nel valore di liquidazione del patrimonio – mobiliare e/o immobiliare – del debitore) sarebbe *surplus* liberamente distribuibile anche ai creditori chirografari. Questo spunto giurisprudenziale viene poi ulteriormente sviluppato da una parte della dottrina, la quale, estendendo il principio di cui sopra anche ai rapporti verticali fra le altre categorie di titolari di pretese nei confronti del patrimonio del debitore, ritiene che l'art. 160, comma 2, 1. fall. fornirebbe una indicazione di sistema nel senso di ritenere *sufficiente* che nel concordato sia assicurato ai creditori il *valore di liquidazione* della propria pretesa, mentre tutto il *surplus* potrebbe liberamente distribuirsi, anche ai soci (salvo in ogni caso il rispetto del principio del migliore soddisfacimento dei creditori)<sup>217</sup>. Con riguardo a questa tesi, si anticipa sin da ora che, al di là della non divisibilità dell'interpretazione estensiva di una norma che è pensata per disciplinare i (soli) rapporti tra alcune tipologie di creditori ben individuate, essa non merita accoglimento in quanto si ritiene, per le ragioni che verranno esposte nel prosieguo<sup>218</sup>, che nell'ambito di un concordato con continuità il parametro di riferimento per la falcidia dei creditori privilegiati non sia il valore di liquidazione (del bene o del patrimonio del debitore, a seconda della tipologia di causa di prelazione), ma quello di continuità o di riorganizzazione (nel caso in cui il "bene" non venga liquidato immediatamente ma venga ritenuto dal debitore in quanto funzionale alla continuità aziendale<sup>219</sup>).

Il terzo percorso giunge alla medesima conclusione (il *surplus* creato attraverso lo strumento concordatario è liberamente distribuibile) sulla base dell'argomento per il quale le regole in materia di responsabilità patrimoniale del debitore assumerebbero nel concordato preventivo "un significato peculiare ed autonomo rispetto alla disciplina di diritto comune"<sup>220</sup> e ciò in virtù di due caratteri peculiari del concordato preventivo, e cioè l'effetto esdebitatorio che consegue

---

<sup>217</sup> E si veda FABIANI, *Appunti sulla responsabilità patrimoniale «dinamica»*, cit., p. 51: "Lì [nell'art. 160, comma 2, prima parte, 1. fall.] la legge vuole che sia l'esito della liquidazione a stabilire il limite minimo di soddisfacimento. Non si vede, allora, perché analogo criterio non debba valere nei rapporti fra creditori chirografari e creditori postergati e fra creditori postergati e soci".

<sup>218</sup> Si vedano i §§ 5.2 ss. del secondo capitolo di questo lavoro.

<sup>219</sup> Il che significa che, per quanto riguarda i creditori privilegiati generali, il parametro per la falcidia non è il valore di liquidazione del patrimonio (mobiliare e/o immobiliare) del debitore al momento della presentazione della domanda di concordato, ma il valore di continuità/riorganizzazione di quel patrimonio secondo le disposizioni del piano.

<sup>220</sup> D'ATTORRE, *Concordato con continuità*, cit., p. 49.

all'omologazione e il principio di separazione patrimoniale che caratterizzerebbe ogni procedura concordataria<sup>221</sup>.

Quanto al primo elemento, si osserva che, per effetto del concordato, “la pretesa creditoria viene conformato secondo i termini e le condizioni previsti nella proposta, venendo estinta (o, secondo altra prospettiva, divenendo inesigibile) nei confronti del debitore (art. 184 l. fall.), con conseguente liberazione del debitore stesso; estinzione o inesigibilità che sono conseguenza della sostituzione dell'obbligazione originaria con l'obbligazione concordataria”<sup>222</sup>. In questa prospettiva, “poiché il debito originario del debitore viene meno per effetto del concordato, in quanto sostituito dall'obbligazione concordataria, ne risulta conseguentemente limitata la pretesa dei creditori anteriori, che viene conformato e limitata in ragione di quanto previsto nella proposta”<sup>223</sup>. Inoltre, per effetto dell'omologazione e dell'esdebitazione si verificherebbe un effetto novativo sulle obbligazioni originarie, il quale comporterebbe l'applicazione della regola di cui all'art. 1232 c.c.<sup>224</sup>, in virtù della quale “il privilegio, il pegno e le ipoteche del credito originario si estinguono, se le parti non convengano espressamente di mantenerli per il nuovo credito”. Ciò avrebbe come conseguenza che, a partire dall'omologazione, i creditori anteriori alla presentazione della domanda i quali, secondo le disposizioni del piano, debbano essere soddisfatti anche attraverso la provvista concordataria generata dalla continuità d'impresa (*i.e.*, i c.d. flussi di cassa) diventano, rispetto a quella provvista, se non dispongono altrimenti, tutti creditori dello stesso rango, non potendosi più distinguere tra privilegiati e chirografari.

In secondo luogo, si ritiene che effetto necessario di qualunque concordato preventivo sia la formazione di due patrimoni separati: uno vincolato al soddisfacimento dei crediti anteriori alla pubblicazione nel registro delle imprese del ricorso, nonché di quelli sorti legalmente durante la procedura; un altro destinato ai creditori successivi e aventi pretese non opponibili al concordato. Nei concordati con continuità, ove, a differenza che nei concordati liquidatori, è necessario che

---

<sup>221</sup> La tesi è ribadita anche in D'ATTORRE, *La distribuzione del patrimonio del debitore tra absolute priority rule e relative priority rule*, in *Fallimento*, 2020, p. 1079, il quale sottolinea che “il c.d. “plusvalore” da concordato deve considerarsi sottratto all'osservanza dell'ordine delle cause di prelazione, potendo essere ripartito liberamente tra i creditori (ed anche in favore del debitore)”.

<sup>222</sup> D'ATTORRE, *Concordato con continuità*, cit., p. 49.

<sup>223</sup> D'ATTORRE, *Concordato con continuità*, cit., p. 50.

<sup>224</sup> D'ATTORRE, *Concordato con continuità*, cit., pp. 50 s.

almeno *una parte del patrimonio posteriore* sia destinato ai creditori anteriori – dovendo la continuità aziendale andare anche a vantaggio di questi ultimi secondo il requisito del miglior soddisfacimento dei creditori – tale parte di patrimonio posteriore sarebbe sottratta alle regole imperative di distribuzione del patrimonio anteriore sancite dall’art. 2741 c.c. “in quanto entrata nel patrimonio del debitore dopo la novazione dei crediti anteriori”. Da ciò viene tratta la conclusione per la quale, “[i] beni sopravvenuti per effetto della prosecuzione dell’attività d’impresa possono, pertanto, essere liberamente distribuiti tra i creditori anteriori senza il rispetto dell’ordine delle cause legittime di prelazione e senza il vincolo delle regole di distribuzione del patrimonio responsabile”<sup>225</sup>, essendo sottratti, sia alla regola di cui all’art. 2740 c.c., sia a quella del 2741 c.c.<sup>226</sup>.

Alla luce delle argomentazioni sopra esposte si conclude che la proposta concordataria possa legittimamente prevedere che parte del (plus)valore dell’impresa riorganizzata attraverso un concordato preventivo con continuità aziendale non pienamente soddisfattivo delle ragioni dei creditori sia destinato ai soci, anche sottoforma di emissione e assegnazione in loro favore di partecipazioni nella società riorganizzata, fermo restando che una parte dei flussi di cassa generati dalla continuità d’impresa dovranno andare a beneficio dei creditori, al fine di garantire loro una migliore soddisfazione rispetto allo scenario liquidatorio<sup>227</sup>.

---

<sup>225</sup> D’ATTORRE, *Concordato con continuità*, cit., p. 53.

<sup>226</sup> In questo senso anche GUIOTTO, *Destinazione dei flussi di cassa e gestione dei conflitti d’interessi nel concordato preventivo con continuità aziendale*, in *Fallimento*, 2019, pp. 1101 s. Giunge alla analoga conclusione per cui l’ordine verticale di distribuzione del patrimonio dovrebbe applicarsi solo entro il limite del patrimonio liquidabile nel fallimento (non al *surplus* concordatario) FABIANI, *Appunti sulla responsabilità patrimoniale «dinamica»*, cit., pp. 51 s., sulla base di un presunto scardinamento del dogma della responsabilità patrimoniale del debitore (“[a]l fondo è come se si dicesse che se tutti stanno meglio rispetto ad un confronto con la dissoluzione dell’impresa, non importa che alcuni stiano meglio di altri”); in questo senso anche AIELLO, *La competitività nel concordato preventivo. Le proposte e le offerte concorrenti*, Giappichelli, 2019, pp. 39 s.; in giurisprudenza, Trib. Milano, 8 novembre 2016, cit. (con riferimento a un concordato con continuità aziendale diretta e ai rapporti fra creditori privilegiati e chirografari), il quale argomenta in questi termini: “il parametro che costituisce il limite di riferibilità per appurare se vi sia violazione o meno dell’ordine della prelazione o se la stessa sia degradata e, quindi, venuta meno e incorporata nei chirografi, è il momento della presentazione della domanda perché ciò che è valutabile ai fini della capienza in sede di redazione del piano è solo il patrimonio attuale della società e solo esso sarebbe passibile di azioni esecutive o di collocazione sul mercato al cui risultato si dovrebbe comparare l’offerta formulata dalla società per appurare se essa lede il privilegio o meno” (pp. 7 s. della sentenza).

<sup>227</sup> D’ATTORRE, *Concordato preventivo*, cit., p. 381.



#### **7.4. I concordati parziali e la ritenuta ammissibilità della partecipazione dei soci al (plus)valore dell'impresa riorganizzata**

Infine, occorre citare quell'orientamento che, concentrandosi sui rapporti fra debitore-soci della società debitrice e creditori, fa discendere la ammissibilità per i soci di mantenere parte delle partecipazioni nell'impresa riorganizzata da quanto previsto dall'art. 186-*bis*, comma 1, l. fall. e, in particolare, dalla previsione per la quale “il piano può prevedere anche la liquidazione di beni non funzionali all'esercizio dell'impresa” (riferimento letterale per vero scomparso nel CCII, ma comunque desumibile dalla disciplina del concordato con continuità, nonché dall'art. 86 CCII sulla moratoria nel concordato con continuità). Da questa disposizione si ricava il principio per il quale, nell'ambito del concordato in continuità, è consentito al debitore mantenere parte dei beni dell'impresa (quelli, appunto, funzionali alla continuità aziendale) anche in assenza di una soddisfazione integrale dei creditori. Tale principio (il debitore può mantenere la titolarità di parte dei suoi beni pur in assenza di una soddisfazione integrale dei creditori) viene poi esteso, più o meno automaticamente, dal debitore (società di capitali) ai soci, di modo che esso si “trasforma” nell'assunto per il quale «i soci possono mantenere la titolarità di parte delle proprie partecipazioni nella società in concordato pur in assenza di una soddisfazione integrale dei creditori, giusto il disposto di cui all'art. 186-*bis*, comma 1, l. fall.»<sup>228</sup>. Il tema si intreccia con quello dell'ammissibilità nel nostro ordinamento, giusto il principio di universalità della responsabilità patrimoniale del debitore ricavabile dall'art. 2740, comma 1, c.c., dei c.d.

---

<sup>228</sup> Di questo avviso sembra FABIANI, *Appunti sulla responsabilità patrimoniale «dinamica»*, cit., p. 49, il quale riconosce che “una conclusione di tale tenore può risultare in un certo qual senso ostica o finanche odiosa” e ritiene che il sistema delle proposte concorrenti sia un “antidoto” per “ritrovare un equilibrio” al sistema.

concordati (liquidatori<sup>229</sup> o in continuità<sup>230</sup>) parziali, ossia di quei concordati che non destinano ai creditori tutti i beni del debitore, ma solo una parte di essi. Le opinioni sono le più varie, con aspri contrasti fra dottrina e giurisprudenza. Qui è sufficiente riportare quell'orientamento per il quale l'art. 186-*bis*, comma 1, l. fall. costituirebbe uno dei casi di limitazione di responsabilità espressamente previsti dalla legge ai sensi dell'art. 2740, comma 2, c.c. Su questa linea, il passaggio argomentativo dal “debitore” (società di capitali) ai soci è il seguente: siccome il concordato preventivo in continuità integra uno dei casi di limitazione della

---

<sup>229</sup> Il dubbio circa l'ammissibilità dei concordati liquidatori parziali si è posto dopo la riforma del 2005, che ha modificato l'art. 160 l. fall. espungendo il riferimento alla “cessione di tutti i beni” esistenti nel patrimonio del debitore (art. 160, comma 2, n. 2), l. fall. prev.). Escludono la liceità del concordato liquidatorio parziale, in dottrina, *ex multis*, E. BARCELLONA, *L'esercizio dell'azione sociale di responsabilità nel concordato preventivo con cessione dei beni: legittimazione del liquidatore giudiziale o necessità di previa deliberazione assembleare?*, in *Giur. comm.*, 2018, II, p. 167; FILIPPI, *Sull'iniziativa del P.M. se la proposta di concordato diventa notizia decoctionis qualificata e sui vantaggi compensativi del concordato di gruppo*, in *Giur. mer.*, 2013, pp. 1834 ss.; F. PASQUARIELLO, *Il concordato preventivo con continuità*, in *Nuove leggi civ.*, 2013, p. 1138, nt. 27; ritengono invece ammissibile il concordato liquidatorio parziale BENEDETTI, *Il concordato con cessione parziale dei beni nell'ambito del gruppo in crisi fra passato e futuro*, in *Fallimento*, 2019, pp. 491 ss.; D'ATTORRE, *Le utilità conseguite con l'esecuzione del concordato in continuità spettano solo ai creditori o anche al debitore?*, in *Fallimento*, 2017, pp. 325 ss.; ID., *Concordato preventivo*, cit., pp. 359 ss.; PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, in *Società*, 2014, p. 92; ZANARDO, *Il concordato con cessione (parziale) dei beni: ammissibilità e disciplina*, in *Dir. fall.*, 2017, I, pp. 1357 ss., ove ulteriori riferimenti; quanto alla giurisprudenza, escludono l'ammissibilità di un concordato preventivo liquidatorio parziale, Cass., 17 ottobre 2018, n. 26005, in *Giur. comm.*, 2019, II, pp. 1025 ss., con note di BASSI, *Concordato liquidatorio con offerta solo parziale dei beni del debitore* e SABBIONI, *Il concordato di gruppo tra prassi e Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*; Trib. Padova, 24 gennaio 2019, cit.; Trib. Torino, 5 giugno 2014, consultabile nella banca dati *Il Fallimentarista*, ove si confutano i principali argomenti a favore della ammissibilità dei concordati liquidatori parziali; App. Roma, 5 marzo 2013, consultabile nella banca dati *DeJure* (con riferimento a un concordato di gruppo con cessione parziale dei beni); Trib. Roma, 25 luglio 2012, consultabile nella banca dati *DeJure* (con riferimento a un concordato di gruppo con cessione parziale dei beni); Trib. Arezzo, 8 novembre 2011, consultabile nella banca dati *DeJure*; Trib. Torino, 23 dicembre 2010, consultabile nella banca dati *DeJure* (con riferimento a un concordato con cessione parziale dei beni); Trib. Roma, 29 luglio 2010, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (con riferimento a un concordato con cessione parziale dei beni), il quale chiarisce che “una cessione parziale dei beni ai creditori (rimanendo la parte esclusa nella disponibilità del debitore) non è ammissibile, perché il concordato non si fa per consentire al debitore di sottrarre parte dei suoi beni all'esecuzione concorsuale: ciò importerebbe violazione degli artt. 2740 e 2910 c.c.”.

<sup>230</sup> Come già anticipato, con riguardo ai concordati con continuità il quesito che si pone è il seguente: posto che la legge consente espressamente al debitore di conservare i beni funzionali all'esercizio dell'impresa in continuità (art. 186-*bis* l. fall.), devono essere destinati ai creditori tutti i flussi di cassa prospettati con il piano o possono essere destinati solo parte di essi? Questa è la questione affrontata, tra l'altro, da Trib. Firenze, 2 novembre 2016, in *Fallimento*, 2017, pp. 313 ss., che risponde nel senso della non necessarietà della destinazione di *tutti i flussi di cassa* ai creditori, sulla base degli argomenti per cui (i) il concordato con continuità aziendale rappresenterebbe una “deroga tout court al principio della responsabilità patrimoniale *ex art. 2740 c.c.*”, (ii) occorre perseguire la finalità favorita dal legislatore di risanamento e conservazione dell'impresa, (iii) il debitore ha un libero ed autonomo potere di modulazione della proposta; e tuttavia riconoscendo che “si tratta di una scelta per lo più dettata dalla necessità dell'imprenditore in concordato con risanamento di dotarsi di mezzi e di risorse che lo mettono in grado di fronteggiare in via preventiva situazioni che possano compromettere una equilibrata e corretta continuazione aziendale” (p. 314).

responsabilità patrimoniale espressamente previsti dalla legge, che consente al debitore (società di capitali) di conservare la titolarità di quei beni funzionali alla continuità aziendale, allora, per ciò solo, è legittimo ritenere che, nell'ambito di quel concordato, i soci possano mantenere parte (o tutte) le partecipazioni nell'impresa in concordato<sup>231</sup>.

## **8. Critica delle tesi che non applicano l'ordine verticale di distribuzione del patrimonio al (plus)valore generato grazie allo strumento concordatario**

Come si è già accennato, si ritiene che nessuna delle ricostruzioni proposte finora meriti integrale accoglimento.

Quanto alle tesi che, seguendo vari percorsi argomentativi, non applicano, o non applicano rigorosamente (regola di priorità relativa), l'ordine verticale di distribuzione del patrimonio del debitore al (maggior) valore creato attraverso lo strumento concordatario (tesi *sub* §§ 7.2, 7.3, 7.4), si ritiene qui sufficiente richiamare l'attenzione su un principale aspetto problematico<sup>232</sup>, riservandosi di svolgere una più approfondita critica nel prosieguo del lavoro.

A ben vedere, tutte queste ricostruzioni sembrano porsi in contrasto con quello che, per le ragioni già esposte, si è definito il principio cardine del (diritto fallimentare e del) concordato preventivo, ovvero il principio di “massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio”. È evidente, infatti, che ritenere che il maggior valore creato attraverso lo strumento concordatario non spetti sempre e comunque (almeno in via di principio) ai creditori secondo l'ordine verticale di graduazione dei crediti, ma sia liberamente disponibile (e quindi suscettibile di essere trattenuto dal debitore e, in caso di società, dai soci) disconosce in principio quella che abbiamo individuato essere la *ragion d'essere* del concordato, ovvero la creazione, sussistendo certe condizioni (*i.e.*, la crisi finanziaria dell'impresa), di un maggior valore *per i creditori* rispetto a quello che essi potrebbero ottenere in una liquidazione fallimentare. Giova ribadire che il concordato preventivo è una procedura concorsuale alternativa al fallimento e alla esecuzione individuale,

---

<sup>231</sup> Sembrerebbe orientato in questa direzione BARCELLONA, *L'esercizio dell'azione*, cit., pp. 163 ss., il quale parla di “deroga” eccezionale alla “regola-chiave” del diritto societario per cui “l'*equity* è postergata al *debt*”; si veda in particolare quanto sostenuto a p. 165, ove si riporta che “è vero che la *maggioranza* dei creditori può (senza dubbio) legittimamente approvare un «concordato con continuità aziendale» che comporti un sacrificio *non-totale* del debitore in crisi (*equity-holders*) (o, se si vuole, una parziale deroga al principio di postergazione dell'*equity*)”.

<sup>232</sup> Il quale, per vero, è, a parere di chi scrive, già di per sé sufficiente per ritenere queste ricostruzioni non condivisibili.

attuativa della garanzia patrimoniale del debitore, e giustificabile solo in quanto consente di massimizzare il valore a disposizione dei creditori (“la creazione di una torta più grande”) in una situazione di insufficienza di risorse: ritenere che il maggior valore creato proprio grazie al concordato non “spetti” di diritto ai creditori (secondo l’ordine di graduazione dei crediti), ma sia un valore liberamente disponibile (o quasi, secondo la tesi della priorità relativa), sembra rinnegare questa funzione, per così dire, “essenziale” dell’istituto in esame. In particolare, non sembra legittimo ricavare il principio della libera disponibilità del *surplus* concordatario dalla mera circostanza che, grazie al concordato, possa ottenersi “qualcosa di più” rispetto alla liquidazione fallimentare. Al contrario, dalla corretta qualificazione del concordato preventivo quale strumento di massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio in una situazione di insufficienza del patrimonio responsabile a soddisfare tutte le pretese che insistono sullo stesso discende che, almeno di regola<sup>233</sup>, ai creditori debba essere assegnato tutto il valore realizzabile attraverso di esso (nel limite delle loro pretese), e secondo l’ordine delle priorità contrattate *ex ante*.

Con riguardo a quest’ultimo aspetto, può sin da ora affermarsi<sup>234</sup> che, rispetto ad un istituto che si pone l’obiettivo di procurare una migliore soddisfazione a coloro che hanno fornito capitale al debitore secondo determinate logiche di mercato che tengono conto anche della possibilità che il debitore non restituisca quanto ricevuto (attraverso la determinazione di un tasso di interesse maggiore o minore a seconda del livello di rischio che il debitore non adempia correttamente alla propria obbligazione restitutoria), appare illogico sovvertire le priorità ivi contrattate proprio perché il debitore si trova nella condizione di non poter far fronte a tutte le sue obbligazioni. Infatti, prima che il debitore si trovasse in tale condizione, i vari soggetti giuridici hanno negoziato i loro diritti. I creditori subordinati hanno accettato (in senso lato, in caso di subordinazione per legge) di essere soddisfatti solo dopo l’integrale pagamento dei creditori chirografari. Gli azionisti hanno accettato una posizione residuale in cambio di eventuali maggiori utili (se la società prospera, l’utile totale meno i debiti con gli interessi andranno a loro favore) e della loro responsabilità limitata. I creditori privilegiati assistiti da una garanzia reale hanno accettato un minore tasso di interesse in cambio della “protezione” offerta

---

<sup>233</sup> Si veda quanto argomentato ai §§ 2 ss. del secondo capitolo e 4 del terzo capitolo di questo lavoro.

<sup>234</sup> Il tema sarà oggetto di ulteriore analisi nel prosieguo.

loro dalla garanzia<sup>235</sup>. Non parrebbe sensato invertire questo sistema sol perché (e proprio perché) il debitore si trova nella condizione di non poter far fronte a tutte le obbligazioni contratte<sup>236</sup>. Anzi, nell'ambito di un istituto diretto a conseguire una migliore realizzazione delle (scarse) risorse a disposizione dei creditori, ciò parrebbe illogico, perché quell'istituto (così come il diritto fallimentare in generale) non esiste per far conseguire ad alcune categorie di titolari di pretese nei confronti del debitore dei benefici privati che non potrebbero ottenere al di fuori di esso, ma per offrire un rimedio il più efficiente possibile a una situazione di scarsità di risorse. Non sembrano, dunque, esserci ragioni per non ritenere operabile rispetto al maggior valore ricavabile grazie alla procedura concordataria il sistema di priorità contrattato *ex ante* dai vari soggetti giuridici; riprendendo una metafora già utilizzata in precedenza, rispetto a un sistema nel quale i criteri per la suddivisione delle fette della torta fra i vari commensali vengono negoziati *ex ante* (anche) nell'ottica di definire chi, e secondo quale ordine, parteciperà al banchetto nel caso in cui la torta diventerà insufficiente a soddisfare tutti, non può ragionevolmente affermarsi che, proprio al verificarsi di tale evenienza, quegli stessi criteri non debbano applicarsi anche con riguardo alla porzione aggiuntiva – ma pur sempre insufficiente – di torta alla cui creazione quello stesso sistema è diretto. E ciò, per la semplice ragione che quella torta è, e rimane, pur sempre insufficiente a soddisfare tutti (se fosse sufficiente, infatti, non si porrebbe nemmeno il problema), di modo che i criteri stabiliti *ex ante* per disciplinare i rapporti fra le parti in una situazione, appunto, di insufficienza di risorse continuano a trovare, almeno in via di principio, piena applicazione.

Giova a questo punto sottolineare come la circostanza che l'art. 186-*bis* l. fall. (come abbiamo già visto, il riferimento testuale è scomparso nel CCII, anche se può implicitamente assumersi) consenta espressamente al *debitore* di conservare i beni funzionali alla continuità dell'impresa non debba trarre in inganno, in quanto quei beni rimangono nella titolarità del debitore perché senza di essi il (plus)valore concordatario non potrebbe essere creato. Da ciò non può desumersi il principio per

---

<sup>235</sup> Quanto ai creditori assistiti da privilegio, essi sono tali perché il legislatore ha voluto accordare loro una speciale protezione e non parrebbe sensato, anche rispetto ad essi, sovvertire l'ordine delle priorità stabilito a loro favore proprio dal legislatore stesso.

<sup>236</sup> A meno che, come si tenterà di dimostrare nel prosieguo, il gruppo di soggetti con interessi omogenei che riceve meno di quanto spetterebbe secondo l'ordine verticale di distribuzione del patrimonio (la classe *senior*) acconsenta, a maggioranza, a ricevere un minor valore, secondo il paradigma della autonomia privata applicabile al concordato preventivo in quanto strumento caratterizzato (anche) da una componente negoziale.

il quale è sempre e comunque legittimo che il debitore conservi parte dei suoi beni anche in assenza di una soddisfazione integrale dei creditori, ma, piuttosto, quello per cui, se alcuni “valori” sono necessari per la continuazione dell’impresa e la creazione del (plus)valore, allora tali valori devono permanere nell’impresa al servizio, per così dire, della creazione del *surplus*. Soprattutto, non può desumersi il principio per il quale se è consentito al debitore-società di capitali di conservare quei beni funzionali alla continuazione dell’impresa (organizzata in forma societaria), allora anche i soci possono mantenere parte delle loro partecipazioni nella società in concordato. In questo modo si confonde, infatti, la società debitrice con i titolari di partecipazioni nella stessa, soggetti giuridici ben distinti dalla prima.

### **9. Critica della tesi della inammissibilità *ex ante* di ogni proposta concordataria che deroghi all’ordine verticale di distribuzione del patrimonio**

Quanto, invece, alla prima tesi (inammissibilità di qualsiasi proposta concordataria che violi l’ordine verticale di distribuzione del patrimonio del debitore salvo gli apporti di finanza esterna oppure il consenso individuale e preventivo di ciascun creditore ad una distribuzione diversa), seppur corretta in punto di applicazione al concordato preventivo dei principi e delle regole in materia di responsabilità patrimoniale del debitore, nonché del principio societario per il quale il sacrificio delle ragioni dei creditori postula l’azzeramento di quelle dei soci, essa si lascia criticare per almeno due ragioni.

La prima è una ragione di efficienza economica della regola. Come già esposto, secondo la ricostruzione che qui si critica il giudice dovrebbe sempre dichiarare inammissibile una proposta che violi l’ordine verticale di distribuzione del patrimonio, salvo che ciascun creditore acconsenta *ex ante* a una distribuzione in deroga allo stesso<sup>237</sup> (e salvi gli apporti di nuova finanza (rigorosamente) esterna,

---

<sup>237</sup> Questo è proprio ciò che accadeva in applicazione della dottrina della *absolute priority rule* elaborata dalla giurisprudenza americana durante l’era della *equity receivership*, ai sensi della quale il *reorganization plan* (proposto ai sensi del vecchio *Chapter X*) che non rispettava l’ordine verticale di distribuzione del patrimonio del debitore non poteva essere confermato dalla corte, salvo il consenso individuale di ciascun *claimant* a una distribuzione in deroga allo stesso. Quando, nel 1970, il Congresso degli Stati Uniti stabilì la Commissione per la riforma del diritto fallimentare, quest’ultima “*proposed to relax the requirements of the absolute priority rule in the context of confirmation of reorganization plans, because the Commission saw the rigorous application of the rule as a substantial impediment to many reorganization efforts*” (PEEPLES, *Staying In: Chapter 11, Close Corporations And the Absolute Priority Rule*, in *American Bankruptcy Law Journal*, 63, 1989, pp. 68 s.). Il problema risiedeva proprio nella circostanza per la quale, stante la regola sopra detta, salvo il consenso unanime di tutti i partecipanti, non poteva mai venire confermato dalla corte alcun piano che prevedesse la partecipazione dei soci originari alla riorganizzazione, né, nella maggior

tra i quali anche gli eventuali nuovi conferimenti dei soci). Questa conclusione rischia di condurre a risultati indesiderabili. Infatti, può in primo luogo osservarsi che, in un sistema nel quale il successo del tentativo di ristrutturazione dipende dal consenso della maggioranza dei crediti ammessi al voto (nella maggioranza delle classi, se formate)<sup>238</sup>, la circostanza che tutto il valore ricavabile dal concordato debba essere distribuito al creditore (classe) *senior* prima che il creditore (classe) *junior* possa ricevere un qualche valore <sup>239</sup> rischia di compromettere il raggiungimento delle necessarie maggioranze e dunque il successo stesso del tentativo di risoluzione della crisi e, così, la creazione stessa di quel (plus)valore alla quale questa procedura è diretta.

In secondo luogo, la circostanza che, in caso di società di capitali, il valore generato grazie al concordato debba essere distribuito integralmente ai creditori prima che i soci possano in qualche misura parteciparvi pone due ulteriori ordini di problemi. Il primo trae origine dalla osservazione per la quale, aderendo fino in fondo alla ricostruzione che qui si critica, qualsiasi concordato in continuità aziendale diretta di una società di capitali, nell'ambito del quale non venga apportata finanza esterna e i soci non effettuino nuovi conferimenti, sarebbe ammissibile solo alla condizione che i creditori acquisiscano tutte le partecipazioni nella società in concordato (o che acconsentano all'unanimità a ricevere una soddisfazione diversa da quella che spetterebbe loro secondo l'ordine verticale di distribuzione del patrimonio). Ciò equivale a dire che, per essere ammissibile, ogni concordato con continuità soggettiva di società dovrebbe risolversi in un concordato (integralmente) riorganizzativo, con trasferimento della "proprietà" della società dai "vecchi" soci ai creditori. Il che, se da un lato non corrisponde a quanto avviene nella pratica<sup>240</sup>

---

parte dei casi, quella di titolari di pretese che fossero *juniores* rispetto ai creditori garantiti, i quali, però, spesso non volevano, da soli, "prendere il controllo" della società senza i vecchi soci e il vecchio management (i quali erano dotati di maggiori informazioni e *expertise*), con il risultato che qualsiasi tentativo di riorganizzazione veniva paralizzato sul nascere. Questo rappresentava un problema soprattutto per le piccole imprese (*privately or closely held corporations*). Come noto, con il *Bankruptcy Code* del 1978, fu trovata una soluzione di compromesso, ovvero quella di applicare la APR solo alla classe dissenziente, permettendo quindi alle classi assenzienti (che votano a maggioranza) di derogare alla regola, senza che il piano debba, per ciò solo, essere considerato inammissibile.

<sup>238</sup> Si vedano gli artt. 177 l. fall. e 109 CCII.

<sup>239</sup> A meno di non ritenere che una classe rispetto alla quale la proposta non preveda di distribuire alcun valore non abbia diritto di voto e non partecipi al calcolo dei *quorum*. Questo tema verrà approfondito nel prosieguo.

<sup>240</sup> Ove la maggioranza dei concordati con continuità soggettiva non sembrerebbe rientrare fra quelli che abbiamo chiamato "concordati riorganizzativi", bensì fra quelli "con soddisfazione dei creditori attraverso i flussi di cassa derivanti dalla continuità".

(ma l'argomento non è ovviamente sufficiente), dall'altro non tiene conto della circostanza che i creditori potrebbero non voler assumere la posizione di soci (della società riorganizzata) e, per ciò, si troverebbero nella paradossale situazione di dover decidere se approvare una proposta (altrimenti inammissibile) che comporta l'assunzione di una posizione giuridica che non desiderano oppure lasciare che la società (in assenza di altre alternative concretamente praticabili), una volta insolvente, fallisca, così vanificando quel principio di "massimizzazione del valore" cui si è dedicata la prima parte di questo studio. Inoltre, anche ammettendo che i creditori vedano di buon occhio il "cambio di cappello" che una tale ricostruzione imporrebbe loro, potrebbe osservarsi come "l'estromissione" dei vecchi soci dalla società non sia sempre un risultato desiderabile, in quanto la creazione di quel (plus)valore (cui, abbiamo detto, dovrebbe mirare l'intera disciplina concordataria) potrebbe dipendere proprio dalla permanenza dei vecchi soci nella compagine sociale. Infatti, vi potrebbero essere dei casi in cui, rispetto a una certa realtà imprenditoriale, i soci siano portatori di valori "ulteriori" (*know-how*, contatti, esperienza manageriale, e così via) senza i quali lo stesso (plus)valore concordatario non potrebbe essere generato. E, allora, è evidente che se si ritiene ogni proposta che deroghi all'ordine verticale di distribuzione del patrimonio sempre e comunque inammissibile (salvo una adesione *ex ante* di tutti i creditori, ipotesi del tutto improbabile, oltre che estranea alla stessa logica concordataria) si frustrerebbe di nuovo quel principio di "massimizzazione del valore" di cui si è discusso in precedenza. Ciò dovrebbe indurre quanto meno a interrogarsi se, contrariamente a quanto ritenuto dalla tesi che qui si critica, possano invece essere individuati degli spazi per derogare a detta regola distributiva.

Si passa, così, alla seconda ragione per la quale la tesi qui in discussione si lascia criticare. Infatti, al di là delle ragioni di "efficienza economica" sopra individuate (spesso dipendenti, peraltro, da un impianto normativo non del tutto coerente), potrebbe obiettarsi che detta ricostruzione non tiene in adeguata considerazione la componente di *negozialità* che contraddistingue il concordato preventivo. In particolare, può argomentarsi che con riguardo a tale istituto, il quale si connota (anche) per una componente negoziale, nell'ambito della quale il *principio maggioritario* è eletto a regola di funzionamento della collettività organizzata dei creditori, gli spazi per una deroga all'ordine verticale di distribuzione del patrimonio possano essere individuati proprio entro i limiti di giustificazione e



(quindi) di applicazione di quella regola. In altre parole, rispetto alla procedura di concordato preventivo, ove assume un ruolo, quale *tecnica* per perseguire l'interesse alla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio (e proprio in ciò sta la differenza con il processo fallimentare, ove è assente l'ingrediente della negozialità<sup>241</sup>), anche la autonomia negoziale, attraverso la figura della deliberazione assunta a maggioranza<sup>242</sup>, sembra legittimo chiedersi se la negozialità possa conformarsi in una maniera peculiare, tale da rendere legittimo il superamento di regole e principi imperativi del nostro ordinamento giuridico non attraverso il consenso individuale, bensì, appunto, attraverso una deliberazione a maggioranza di soggetti portatori di interessi omogenei.

Qualora si ritenga di rispondere positivamente a tale quesito, si tratterà, poi, di individuare i confini entro i quali tale regola può legittimamente operare. Infatti, come si tenterà di dimostrare nel prosieguo, l'autonomia privata nel concordato preventivo può attuarsi solo entro i presupposti di corretto funzionamento e di "ragion d'essere" di tale paradigma deliberativo. Laddove, invece, le condizioni di esistenza di tale paradigma vengono meno, la *tecnica* dell'autonomia viene sostituita dall'altra, opposta, *tecnica* della eteronomia. Questi i concetti che verranno esaminati nei capitoli che seguono.

---

<sup>241</sup> DI MARZIO, *Il diritto negoziale*, cit., p. 178.

<sup>242</sup> DI MARZIO, 'Contratto' e 'deliberazione' nella gestione della crisi d'impresa, in *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, a cura di Di Marzio e Macario, Giuffrè, 2010, pp. 76 s.



## CAPITOLO II

### Distribuzione del (plus)valore concordatario, autonomia negoziale e regola maggioritaria

**SOMMARIO:** **1.** Introduzione. Il diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango della propria pretesa; **1.1.** (*segue*) Diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango e rapporti fra soci e creditori nelle società di capitali; **2.** La dimensione collettiva del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango. La disponibilità di tale diritto secondo la regola maggioritaria; **2.1.** Valorizzazione della componente negoziale del concordato preventivo. La tecnica della autonomia; **2.2.** L'argomento fondato sulla disciplina delineata dall'art. 180, comma 4, l. fall. (art. 112 CCII); **2.3.** L'argomento fondato sulla possibilità di attribuire trattamenti differenziati a classi di creditori del medesimo rango; **2.4.** L'argomento fondato sulla disciplina degli accordi di ristrutturazione con effetti estensivi; **2.5.** L'argomento ricavabile dalla analisi comparata; **2.5.1.** Distribuzione del (plus)valore ricavabile dal *reorganization plan* nel sistema delineato dal *Chapter 11* statunitense; **2.5.2.** Distribuzione del (plus)valore ricavabile dall'*Insolvenzplan* nel sistema delineato dalla legge fallimentare tedesca; **2.5.3.** Distribuzione del (plus)valore ricavabile dal *restructuring plan* nel sistema delineato dalla Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva; **3.** Condizioni di legittimità della deroga all'ordine gerarchico di distribuzione del patrimonio del debitore secondo la regola maggioritaria. Formazione delle classi e necessità del consenso della classe che riceve una soddisfazione inferiore a quella che le spetterebbe secondo l'ordine di graduazione delle varie pretese; **3.1.** Condizioni minime necessarie per identificare una comunanza di interessi; **3.2.** Classi di creditori, deroghe alla *par condicio creditorum* e principio maggioritario; **3.3.** Il meccanismo di cui all'art. 180, comma 4, l. fall. (art. 112 CCII) non è sufficiente a proteggere il diritto della classe alla quota di (plus)valore secondo il rango (*rinvio*); **3.4.** Considerazioni ulteriori sul ruolo delle classi nel concordato preventivo; **4.** L'oggetto del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango; **5.** I soggetti titolari del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango; **5.1.** I creditori chirografari; **5.2.** I creditori privilegiati: pagamento, soddisfazione e voto; **5.2.1.** Come va calcolata la parte capiente della garanzia nel caso in cui il bene o il diritto (o l'insieme dei beni) oggetto della prelazione sia funzionale alla continuità aziendale; **5.2.2.** L'argomento principale a sostegno dell'interpretazione dell'art. 160, comma 2, l. fall. (art. 85, comma 7, CCII) che qui si critica; **5.2.3.** Per una diversa impostazione del problema; **5.2.4.** Sintesi delle conclusioni raggiunte con riferimento al trattamento dei creditori privilegiati nel concordato preventivo con continuità aziendale (diretta); **5.3.** I creditori subordinati; **5.4.** I soci (*rinvio*); **6.** Dalla tecnica dell'autonomia alla tecnica della eteronomia.

#### **1. Introduzione. Il diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango della propria pretesa**

Nel capitolo precedente si è tentato di dimostrare che, nell'ambito di una procedura attuativa della responsabilità patrimoniale del debitore e diretta alla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio, tutto il (maggior)

valore realizzabile attraverso il concordato<sup>243</sup> andrebbe, in via di principio<sup>244</sup>, distribuito ai vari titolari di pretese nei confronti del patrimonio del debitore secondo l'ordine di graduazione delle loro pretese e, cioè, secondo le priorità acquisite al di fuori della procedura concordataria.

Infatti, i creditori<sup>245</sup> negoziano le loro rispettive posizioni nel mercato prendendo in considerazione la possibilità che il comune debitore non restituisca quanto ricevuto e includono tale fattore di rischio nel costo del credito<sup>246</sup> sottoforma di un maggiore o minore tasso di interesse e/o di garanzie più o meno intense<sup>247</sup> (oppure, nel caso di creditori commerciali, praticando un maggior prezzo<sup>248</sup>). I soci, d'altra parte, quando decidono di entrare a far parte di una società, accettano la posizione di *residual claimants*. Alla residualità della loro posizione corrisponde una maggiore redditività potenziale, in quanto, se il progetto imprenditoriale perseguito dalla società ha successo, ogni euro in eccedenza rispetto al capitale di debito (con gli interessi) spetta a loro. In cambio di tale residualità, peraltro, i soci godono di una serie di prerogative, tra le quali il potere di scegliere gli amministratori della società,

---

<sup>243</sup> Come già anticipato, il valore suscettibile di essere creato attraverso il concordato preventivo viene nominato in questo lavoro (plus)valore concordatario oppure valore di riorganizzazione. Quest'ultimo si distingue dal c.d. *surplus o quid pluris* concordatario, il quale rappresenta quella porzione in più di valore che il concordato permette di generare rispetto alla liquidazione fallimentare (o alle alternative concretamente praticabili). In altre parole, il (plus)valore concordatario o valore di riorganizzazione è la somma del valore ricavabile dalla liquidazione fallimentare (oppure, a seconda dei casi, dalle alternative concretamente praticabili) e il *surplus o quid pluris* concordatario.

<sup>244</sup> Si veda quanto affermato nei §§ 2 ss. del presente capitolo e 4 del terzo capitolo di questo lavoro.

<sup>245</sup> Chiaramente, il discorso non può valere per i creditori involontari, i quali, a differenza dei creditori "contrattuali", non sono compensati *ex ante* per il rischio di default *ex post*. Sul punto, si veda EASTERBROOK, FISCHER, *Limited Liability and the Corporation*, in Romano, *Foundations of Corporate Law*, Lexis Nexis, 2010, p. 97. Sul tema, in generale, nella letteratura americana, si veda, ad es., HANSMANN, KRAAKMAN, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, in *Yale Law Journal*, 100, 1991, pp. 1879 ss. Nella letteratura italiana, si veda, ad es., C. AMATUCCI, *Fatto illecito della società e responsabilità "proporzionata" dei soci*, Giuffrè, 2002.

<sup>246</sup> EASTERBROOK, FISCHER, *Limited Liability and the Corporation*, cit., p. 94.

<sup>247</sup> Il discorso non può valere neanche per i creditori assistiti da privilegio. Il privilegio costituisce una causa legittima di prelazione che viene accordata dalla legge in considerazione della natura del credito cui inerisce. I privilegi possono essere accordati esclusivamente dal legislatore; la loro fonte può risiedere, dunque, esclusivamente nella legge, non potendo essi nascere e risiedere nella volontà delle parti. Sul tema si veda, ad es., CICCARELLO, *Privilegio del credito e uguaglianza dei creditori*, Giuffrè, 1983.

<sup>248</sup> POSNER, *The Rights of Creditors of Affiliated Corporations*, in *University of Chicago Law Review*, 43, 1975, p. 5.

ovvero coloro che la gestiranno perseguendo, tendenzialmente<sup>249</sup>, l'interesse (sociale) alla massimizzazione del valore globale delle partecipazioni<sup>250</sup>.

Queste priorità, acquisite dai vari soggetti giuridici proprio per disciplinare i loro rapporti nel caso di insufficienza del patrimonio del debitore, non possono, almeno in via di principio<sup>251</sup>, essere sovvertite proprio quando tale patrimonio si rivela (o

---

<sup>249</sup> Si veda, però, la recente disciplina in materia di società *benefit* (l. 28 dicembre 2015, n. 208, art. 1, commi 376 – 384), ossia società che, nell'esercizio di un'attività economica, non perseguono unicamente la finalità di profitto che l'art. 2247 c.c. detta quale principio orientativo e organizzativo cardine delle società lucrative ma, attraverso una specifica conformazione del proprio oggetto sociale, anche obiettivi di sostenibilità sociale ed ambientale. La scelta legislativa di introdurre le società *benefit* nell'ordinamento italiano è stata dettata dalla volontà di porre a disposizione degli imprenditori uno strumento giuridico che, nello svolgimento di un'attività di impresa in forma societaria, non solo consenta espressamente il perseguimento di finalità altre, e in via concorrente, rispetto allo scopo di lucro che è considerato di regola l'obiettivo proprio degli azionisti, ma che imponga anche vincoli per gli amministratori a calibrare la gestione in funzione sia del lucro per gli azionisti, sia di tali finalità ulteriori. Sul tema delle società *benefit*, si vedano, tra gli altri, i contributi presenti nel forum virtuale della rivista di Orizzonti del diritto commerciale, n. 2/2017, tra i quali, ANGELICI, *Società benefit*, pp. 1 ss.; DENOZZA, STABILINI, *La società benefit nell'era dell'investor capitalism*, pp. 1 ss.; MARASÀ, *Scopo di lucro e scopo di beneficio comune nella società benefit*, pp. 1 ss.; S. ROSSI, *L'impegno multistakeholder della società benefit*, pp. 1 ss.; STELLA RICHTER jr, *Società benefit e società non benefit*, pp. 1 ss.; ZOPPINI, *Un raffronto tra società benefit ed enti non profit: implicazioni sistematiche e profili critici*, pp. 1 ss.; Si vedano, inoltre, ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 3 ss.; PORTALE, *Diritto societario tedesco e diritto societario italiano in dialogo*, in *BBTC*, 2018, I, pp. 597 ss.; STELLA RICHTER jr, *Corporate social responsibility, social enterprise, benefit corporation: magia delle parole?*, in *Vita not.*, 2017, pp. 953 ss.; TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 20 ss.; ID., "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Giuffrè, 2019, pp. 64 ss.; PRATAVIERA, *Società benefit e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 919 ss. Sul punto, di particolare interesse è anche la loi n. 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, detta loi PACTE, la quale ha modificato, tra l'altro, gli artt. 1833 e 1835 del Codice Civile francese. In particolare, il nuovo art. 1833 prevede che la società debba essere gestita anche tenendo conto de "les enjeux sociaux et environnementaux de son activité". Il nuovo art 1835 consente inoltre (ma non impone) di inserire nello statuto principi ideali (la *raison d'être*) alla cui osservanza è orientato lo svolgimento dell'attività.

L'esigenza di attribuire un qualche valore alla posizione di soggetti diversi dai titolari di partecipazioni sociali – soggetti che, a vario titolo, prendono parte o comunque sono coinvolti dall'attività d'impresa – è da tempo oggetto di attenzione nel dibattito intorno alla c.d. *corporate social responsibility* o, secondo una più moderna accezione del problema, ai c.d. fattori "ambientali, sociali e di governo societario" ("*Environmental, Social and Governance Factors*", abbreviati nell'acronimo "ESG"). Sul tema, per tutti, si veda AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders – In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè, 2010. Occorre infine menzionare lo *Statement on the Purpose of a Corporation* emanato nell'agosto 2019 dal *Business Roundtable* statunitense (associazione di amministratori delegati delle principali società americane). La dichiarazione è stata firmata da 181 CEOs che si impegnano a guidare le loro aziende a beneficio di tutti gli *stakeholders* – clienti, dipendenti, fornitori, comunità e azionisti (consultabile al sito <https://www.businessroundtable.org/>).

<sup>250</sup> Sul punto si vedano, ad es., Cass., 17 luglio 2007, n. 15950 e Cass., 12 dicembre 2005, n. 27387, le quali chiariscono che tra gli interessi comuni ai soci in quanto parti del contratto di società, e perciò qualificabili come sociali (per l'intuizione, recepita ad es. in queste due sentenze, dell'esistenza di una pluralità di interessi tutti qualificabili come sociali in quanto compatibili con il contratto di società si veda JAEGER, *L'interesse sociale*, Giuffrè, 1964, pp. 201 s.), vi è anche l'interesse alla massimizzazione del "profitto" sociale inteso come massimizzazione del valore globale delle azioni o quote. Peraltro, la teoria dello *shareholder value* è recepita espressamente nell'art. 2497, comma 1, c.c.

<sup>251</sup> Salvo quanto si argomenterà nei §§ 2 ss. di questo capitolo e 4 del terzo capitolo di questo lavoro.

si rivelerà con ogni probabilità) insufficiente, e il debitore entra, dunque, nella sfera di applicazione del diritto fallimentare (e delle procedure concorsuali). Questo, perché scopo del diritto fallimentare non può essere la creazione di benefici privati attraverso lo sconvolgimento delle priorità acquisite *ex ante* dai vari soggetti giuridici, ma la predisposizione di un meccanismo diretto alla massimizzazione del valore a disposizione dei creditori (la creazione della torta più grande) rispetto a quello che essi, considerati come gruppo, potrebbero ottenere nell'alternativa della esecuzione individuale<sup>252</sup>. Altrimenti, il diritto fallimentare si presterebbe a facili usi opportunistici<sup>253</sup>. Stabilire “come” le fette della torta debbano essere tagliate non è compito del diritto fallimentare: lo hanno già fatto le parti<sup>254</sup> *ex ante* (e cioè al di fuori del diritto fallimentare). In questa prospettiva, salvo che una deroga non sia giustificabile alla luce della funzione del diritto fallimentare stesso<sup>255</sup>, e cioè alla luce dell'esigenza di massimizzare il valore a disposizione del ceto creditorio<sup>256</sup>, “*bankruptcy takes nonbankruptcy rights as it finds them*”<sup>257</sup>. Ed infatti, l'art. 111 l. fall. (art. 221 CCII) non fa altro che riprodurre nel fallimento l'ordine delle priorità acquisite dai vari soggetti giuridici al di fuori del fallimento.

Come si è visto in precedenza, questo principio non cambia sol perché è stata aperta una procedura di concordato (liquidatorio o in continuità). Come si è cercato di dimostrare, infatti, fallimento e concordato condividono lo stesso obiettivo e cioè

---

<sup>252</sup> Si è visto, inoltre, che funzione del diritto fallimentare e delle procedure concorsuali è anche quella di permettere che il principio della *par condicio creditorum* venga in linea di massima rispettato.

<sup>253</sup> Parlano di pericolo che il diritto fallimentare venga utilizzato per perseguire scopi altri (e opportunistici) rispetto alla sua funzione tipica di procedura collettiva alternativa all'esecuzione individuale JACKSON, *Avoiding Powers in Bankruptcy*, in *Stanford Law Review*, 36, 1984, p. 731; BAIRD, *Loss Distribution, Forum Shopping, and Bankruptcy: A Reply to Warren*, in *University of Chicago Law Review*, 54, 1987, pp. 824 ss.

<sup>254</sup> O il legislatore, per quanto riguarda i creditori assistiti da privilegio.

<sup>255</sup> JACKSON, *Avoiding Powers*, cit., pp. 729 s.

<sup>256</sup> Si pensi, per fare solo un esempio, ai crediti prededucibili (art. 111, comma 1, n. 1), l. fall., art. 221, comma 1, lett. a), CCII), ovvero quei crediti così qualificati da una specifica disposizione di legge e quelli sorti in occasione o in funzione di una procedura concorsuale. Con riguardo a questi ultimi, si tratta di crediti che presentano un nesso di funzionalità con una procedura fallimentare, il cui pagamento rientra negli interessi della massa.

<sup>257</sup> ADLER, CASEY, MORRISON, *Baird & Jackson's Cases*, cit., p. 29. Nel diritto statunitense questo è conosciuto come il *Butner principle*: “[p]roperty interests are created and defined by state law. Unless some federal interest requires a different result, there is no reason why such interests should be analyzed differently simply because an interested party is involved in a bankruptcy proceeding” (Butner v. United States, 440 U.S. 48, 55 (1979) (nel diritto statunitense, la materia fallimentare è regolata a livello federale). E si veda quanto osservato dagli Autori sopra citati a p. 30 “[t]he most sensible approach to interpreting the Bankruptcy Code is usually one that begins by assuming that Congress intended to vindicate the policy in question with as little disturbance as possible to the nonbankruptcy baseline. To do more, as the Court observed in Butner, would treat people differently merely by the happenstance of bankruptcy. It would invite people to seek or avoid the bankruptcy forum for reasons that have nothing to do with the policies bankruptcy law advances”.

quello della massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio. La circostanza che il concordato consenta la creazione di un maggior valore rispetto a quello ricavabile nella liquidazione fallimentare non deve indurre a ritenere che, rispetto a questo maggior valore, sia legittimo sovvertire l'ordine delle priorità acquisite *ex ante* dalle parti: salvo l'ipotesi di concordato pienamente soddisfacente delle ragioni creditorie, la torta rimane pur sempre insufficiente a soddisfare tutti (e, dunque, quei criteri continuano ad applicarsi). L'ordine gerarchico di distribuzione del patrimonio del debitore dovrebbe trovare applicazione, dunque, anche rispetto al *surplus* concordatario. In altre parole, l'ordine gerarchico delle priorità dovrebbe trovare applicazione – almeno in via di principio – con riguardo a tutto il valore generato dal concordato (“valore di riorganizzazione” oppure “(plus)valore concordatario”), il quale non è altro che la somma del valore ricavabile nella liquidazione fallimentare (o, a seconda dei casi, nelle alternative concretamente praticabili) e di quella porzione aggiuntiva (*surplus*) che il concordato consente (almeno secondo le previsioni del piano) di generare.

Tutto ciò dovrebbe indurre a riconoscere l'esistenza di un principio per il quale ciascun titolare di pretese nei confronti del patrimonio del debitore ha, almeno di regola<sup>258</sup>, un diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo l'ordine delle priorità acquisite *ex ante*. Un diritto, cioè, a ricevere la quota di (plus)valore concordatario secondo il rango definito dal proprio credito o dalla propria pretesa (rango prelatizio, chirografo, subordinato, pretesa residuale dei soci).

### **1.1. (segue) Diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango e rapporti fra soci e creditori nelle società di capitali**

Con specifico riferimento ai rapporti fra soci e creditori nelle società di capitali, il principio di tendenziale immodificabilità, nel diritto fallimentare, dell'ordine gerarchico delle priorità acquisite *ex ante* (cioè: al di fuori del diritto fallimentare) trova un'ulteriore conferma se si analizzano le dinamiche che caratterizzano le relazioni fra queste due tipologie di fornitori di capitale.

Da un lato, è noto come il beneficio della responsabilità limitata consenta ai soci di appropriarsi dei vantaggi dell'attività d'impresa senza sopportarne tutti i costi, in

---

<sup>258</sup> Invero, come si tenterà di dimostrare nel prosieguo, il principio opera a meno che il creditore non venga inserito in una classe di soggetti con interessi omogenei e la classe rinunci, a maggioranza, alla quota di (plus)valore che le spetterebbe secondo l'ordine di graduazione delle pretese.

quanto essi rischiano solo nei limiti di quanto conferito. In termini generali, questo li incentiva a preferire progetti più rischiosi<sup>259</sup>, poiché tendenzialmente più redditizi<sup>260</sup>. Si tratta, come noto, del c.d. *moral hazard problem*<sup>261</sup>, ovvero l'incentivo dei soci a perseguire (per mezzo degli amministratori da loro nominati<sup>262</sup>) progetti rischiosi e potenzialmente lesivi degli interessi dei creditori a seguito del trasferimento del costo degli stessi sui creditori<sup>263</sup>.

Dall'altro lato, i soci di società di capitali sono naturalmente incentivati (per mezzo degli amministratori da loro nominati) a utilizzare la c.d. finanza a leva, e cioè a finanziare la propria società con capitale di debito invece che con capitale di rischio, perché ciò consente loro di aumentare il rendimento sul capitale proprio (*Return on Equity* o ROE)<sup>264</sup>. In questa prospettiva, maggiore è la differenza fra il capitale di debito e il capitale di rischio, maggiore è il rendimento dell'*equity*<sup>265</sup>. La finanza a

---

<sup>259</sup> Ed infatti si pensi al seguente esempio. La società ha la possibilità di scegliere un progetto fra A e B. Ciascuno di essi richiede un investimento iniziale di 700 euro. Se il progetto A va bene, esso vale 900 euro. Se va male, esso vale 700. Il valore atteso di questo progetto è  $0.5(900) + 0.5(700) = 800$ . Il progetto B, invece, vale 1000 se va bene, 0 se va male. Il suo valore atteso è  $0.5(1000) + 0.5(0) = 500$ . In questo caso, la società dovrebbe scegliere il progetto A, perché il valore atteso del progetto A è maggiore rispetto al valore atteso del progetto B. Se, però, il progetto è finanziato con capitale di debito (e assumendo che il progetto e il relativo finanziamento esauriscano le componenti attive e passive del patrimonio sociale), i soci preferiranno il progetto B. Infatti, posto che i soci hanno diritto a tutto quello che resta dopo aver pagato i creditori, il valore atteso del progetto A per i soci è  $0.5(200) + 0.5(0) = 100$ , mentre il valore atteso del progetto B è  $0.5(300) + 0.5(0) = 150$ .

<sup>260</sup> Su questi temi, nella letteratura internazionale, si vedano, ad es., LEHN, POULSEN, *Contractual Resolution of Bondholder–Stockholder Conflicts in Leveraged Buyouts*, in *Journal of Law and Economics*, 34, 1991, pp. 645 ss.; C. W. SMITH jr, WARNER, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, in *Journal of Financial Economics*, 7, 1979, pp. 117 ss.; EASTERBROOK, *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, in *American Economic Review*, 74, 1984, pp. 650 ss.

<sup>261</sup> EASTERBROOK, FISCHER, *Limited Liability and the Corporation*, cit., p. 94.

<sup>262</sup> Ciò avverrà in particolar modo quando l'azionariato è concentrato e l'organo amministrativo è espressione dei soci di controllo.

<sup>263</sup> In generale, si ritiene che, sebbene l'istituto della responsabilità limitata incrementi il *moral hazard problem*, i benefici che essa genera in termini di incentivi a perseguire progetti imprenditoriali potenzialmente redditizi sono maggiori dei costi che derivano da tale problema.

<sup>264</sup> In generale, poi, l'utilizzo di capitale di debito conferisce un vantaggio fiscale all'impresa, in quanto gli interessi pagati sul debito sono fiscalmente deducibili (a differenza di quanto avviene per i dividendi).

<sup>265</sup> Si pensi al seguente esempio. Nel caso 1 la società X è finanziata al 100% con capitale proprio per 100.000 euro. Se la società realizza un utile di 12.000 euro, il rendimento del capitale proprio è del 12% ( $ROE = (N - I) / EQ$ , ove  $N$  = utile;  $I$  = ammontare degli interessi sul debito e  $EQ$  = ammontare del capitale proprio): su ogni euro investito, l'azionista ha guadagnato 12 centesimi. Nel caso 2, la società X è invece finanziata per 50.000 euro con capitale proprio e per 50.000 euro con capitale di debito ad un interesse, supponiamo, del 7%. In questo caso, ponendo che la società realizzi un utile di 12.000 euro, il rendimento del capitale proprio sarà del 17% ( $ROE = (12.000 - 3.500) / 50.000 = 0,17$ ). In questo caso, l'azionista ha guadagnato 17 centesimi su ogni euro investito. Nel caso 3, la società X è finanziata per 20.000 euro con capitale proprio e per 80.000 euro con capitale di debito, con un interesse sempre del 7%. In questo caso, ponendo che la società realizzi un utile di 12.000 euro, il rendimento del capitale proprio sarà addirittura del 32% ( $ROE = (12.000 - 5.600) / 20.000 = 0,32$ ): su ogni euro investito, l'azionista ha guadagnato ben 32 centesimi.



leva, però, si rivela particolarmente pericolosa, soprattutto per i creditori<sup>266</sup>. In primo luogo, è convincimento generalmente accolto nelle scienze aziendali quello per il quale un tasso eccessivo di indebitamento o, se si vuole, un uso eccessivo della leva finanziaria, finisce inevitabilmente per aumentare il rischio di insolvenza dell'impresa<sup>267</sup>. In secondo luogo, la società ad alta leva finanziaria dispone generalmente di mezzi propri assai ridotti rispetto al suo fabbisogno<sup>268</sup> (seppur entro i limiti definiti dalle soglie minime di capitale<sup>269</sup>, in quei paesi, come l'Italia, ove tali soglie sono ancora previste, seppur in misura molto ridotta rispetto al passato<sup>270</sup>). Ciò si traduce, tra l'altro, in una riduzione della garanzia dei creditori,

---

<sup>266</sup> STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Giappichelli, 2009, p. 24.

<sup>267</sup> Sugli effetti della leva finanziaria quale strumento che, da un lato, incrementa il rendimento del capitale proprio e, dall'altro, aumenta il rischio di insolvenza con conseguente traslazione di una parte del rischio d'impresa sui creditori, si vedano, tra gli altri, STANGHELLINI, *Le crisi di impresa*, cit., pp. 22 s.; BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Giappichelli, 2015, pp. 204 s. Si noti che il nostro ordinamento, in una logica preventiva, decide di penalizzare la condotta traslativa del rischio sui creditori (art. 2467 c.c.) attuata mediante assunzione di ulteriore indebitamento verso i soci, non solo quando uno stato di tensione o squilibrio finanziario già sussiste, ma anche quando, tenuto conto del tipo di attività esercitata, lo squilibrio tra mezzi propri e mezzi altrui assume proporzioni tali da farsi apprezzare per la sua potenziale capacità di tradursi in insolvenza.

<sup>268</sup> Salvo ritenere (cfr. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, pp. 28 s.) che la regola del capitale minimo debba essere completata da "un'altra regola, desumibile dal sistema e altrettanto imperativa, che impone di dotare la società per azioni di un capitale che stia sempre in rapporto di congruità, o, quanto meno, di non manifesta insufficienza (o inadeguatezza) con l'attività esercitata dalla società", con connessa responsabilità di tutti o di alcuni soci (oltre che eventualmente degli amministratori) per sottocapitalizzazione materiale (manifesta) della società (p. 44).

<sup>269</sup> Sul tema della opportunità o non di adottare modelli alternativi al sistema del capitale sociale si vedano, ad es., PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, cit., pp. 23 ss.; R. SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili internazionali*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, II, a cura di Balzarini, Carcano, Venteruzzo, Giuffrè, 2007, pp. 1125 ss.; DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules)*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, pp. 585 ss.; DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, pp. 489 ss.; GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *BBTC*, 2013, I, pp. 170 ss.; ID., *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Giappichelli, 2011, pp. 3 ss.; MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 237 ss.; ENRIQUES, MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, 86, 2001, pp. 1165 ss., apparso nella versione italiana in *Riv. soc.*, 2002, pp. 78 ss. con il titolo *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*; ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 607 ss.; SPOLIDORO, *Il capitale sociale*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di Abbadessa e Rojo, Giuffrè, 1993, pp. 59 ss.

<sup>270</sup> Si veda, in particolare, il d.l. 28 giugno 2013, n. 76, convertito, con modificazioni, nella l. 9 agosto 2013, n. 99, il quale, con riferimento alle s.r.l., ha introdotto la possibilità di costituire società con un capitale sociale anche inferiore a 10.000 euro, purché pari a non meno di un euro (art. 2463,

essendo ridotto il vincolo di indisponibilità che l'appostamento a capitale sociale determina sul netto patrimoniale (il capitale sociale, come noto, svolge anche la funzione di “cuscinetto per i creditori”).

Nell'ambito del quadro appena individuato, lasciare che i soci mantengano tutto o parte del valore della società ristrutturata attraverso un concordato non pienamente soddisfacente delle ragioni creditorie non farebbe altro che compromettere ulteriormente la posizione dei creditori, sottraendo loro l'unica “reale” forma di tutela di cui dispongono, e cioè la “sicurezza” che, in caso di incapacità del patrimonio del debitore, tutto ciò che resta spetterà a loro, e nulla ai soci. Peraltro, un sistema di diritto fallimentare che consente ai soci di conservare parte del valore dell'impresa riorganizzata nonostante una soddisfazione solo parziale dei creditori<sup>271</sup> aumenterebbe esponenzialmente l'incentivo dei primi (per il tramite degli amministratori da loro nominati) a perseguire progetti rischiosi<sup>272</sup> e – secondo alcune prospettazioni – ridurrebbe l'incentivo ad “impegnarsi” proficuamente nei loro progetti<sup>273</sup>. Inoltre, qualora i soci potessero conservare parte del valore della società risanata attraverso un concordato, pur in assenza di un pagamento integrale dei creditori, essi sarebbero incentivati ad adottare comportamenti opportunistici, nel senso che potrebbero (per il tramite degli amministratori da loro nominati) adottare strategie tali da rendere necessario il ricorso alla procedura concordataria con il mero fine di “liberarsi” dell'eccessivo indebitamento e proseguire indisturbati nella loro attività<sup>274</sup>.

Tutto ciò avrebbe l'effetto non solo di incrementare i tassi di interesse (nel senso che i creditori demanderebbero un tasso di interesse più alto come prezzo per il maggior rischio)<sup>275</sup>, ma anche di compromettere il processo stesso di erogazione

---

comma 4, c.c.) e il d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito, con modificazioni, dalla l. 11 agosto 2014, n. 116, che ha abbassato a 50.000 euro il capitale minimo per le s.p.a. (art. 2327 c.c.).

<sup>271</sup> Salvo che siano previste forme di tutela per i creditori, che in questo lavoro vengono individuate innanzitutto nel consenso della classe di creditori che riceve una distribuzione in deroga (in senso peggiorativo, ovviamente) alle regole di ripartizione dell'attivo e, poi, nel meccanismo di eterotutela descritto ai §§ 4 ss. del terzo capitolo di questo lavoro.

<sup>272</sup> BEBCHUK, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority*, cit., pp. 445 ss., in particolare pp. 447 ss.

<sup>273</sup> Per la dimostrazione di questo secondo assunto si veda SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, cit., pp. 1216 ss., in particolare p. 1219 (“*Effort is reduced because a firm that expects a positive payoff in the insolvency state has less incentive to avoid insolvency. In other words, absolute priority violations partly insure the firm against project failure. This insurance, in turn, creates moral hazard*”).

<sup>274</sup> DE WEIS *et al.*, *The Imminent Distortion of European Insolvency Law*, cit., p. 17.

<sup>275</sup> In generale, infatti, può affermarsi che, in un mercato finanziario sufficientemente evoluto, i creditori reagiscono ai rischi connessi ai meccanismi sopra evidenziati demandando un prezzo più alto, che internalizza il rischio che l'obbligazione nei loro confronti non venga adempiuta.

del credito nel mercato finanziario (nel senso che i creditori smetterebbero di erogare credito alle imprese organizzate nella forma di società di capitali). Dopotutto, nel contesto di un sistema dove i soci godono di tutti i benefici e i creditori subiscono tutti i pregiudizi, parrebbe ragionevole ritenere che gli incentivi dei secondi ad erogare credito ai primi (*rectius*, alle società da questi partecipate) si riducano notevolmente, con la conseguenza che i primi avranno maggiori difficoltà a reperire i finanziamenti necessari ad avviare o proseguire i loro progetti imprenditoriali e che, dunque, il numero dei progetti imprenditoriali effettivamente intrapresi nel mercato di riferimento si riduca progressivamente<sup>276</sup>.

## **2. La dimensione collettiva del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango. La disponibilità di tale diritto secondo la regola maggioritaria**

Il capitolo primo di questo lavoro si è chiuso con l'interrogativo se, nel concordato, vi possano essere degli spazi per derogare all'ordine gerarchico di distribuzione del patrimonio del debitore, ordine che, come si è visto, si applica a tutto il (plus)valore ricavabile grazie al concordato<sup>277</sup> e che traduce nell'ambito di questo istituto regole e principi che possono senz'altro definirsi "fondamentali" all'interno del nostro ordinamento giuridico.

In particolare, posto che esiste un principio per il quale ciascun titolare di pretese nei confronti del patrimonio del debitore ha, almeno di norma, un diritto a vedersi attribuire dalla proposta di concordato la sua quota di (plus)valore concordatario secondo l'ordine di graduazione delle varie pretese (e cioè secondo il rango), ci si è chiesti se tale diritto sia disponibile solo con il consenso (preventivo) di quel soggetto o se possa, invece, essere oggetto di una decisione maggioritaria (da parte di soggetti portatori di interessi omogenei). In altre parole, si tratta di verificare se, nell'ambito dell'istituto concordatario, il diritto alla quota di (plus)valore concordatario secondo il rango abbia una dimensione puramente individuale oppure possa assumere una dimensione collettiva.

---

<sup>276</sup> In proposito, si veda quanto osserva, ancorché in tema di esdebitazione e seconda *chance*, ma con argomenti utilizzabili anche in questo ambito, NUZZO, *Il debito e la storia: dalla colpa alla fisiologia dell'insolvenza*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, p. 124: "una legislazione concorsuale dai cordoni troppo lenti rischia di determinare l'effetto opposto a quello voluto dal legislatore e cioè di favorire un'ulteriore inasprimento della crisi a causa della svalutazione dei crediti in sofferenza e della conseguente contrazione del credito alle imprese".

<sup>277</sup> Sia esso un concordato liquidatorio o in continuità, "con destinazione dei flussi di cassa ai creditori" o "riorganizzativo".

Alla fine del capitolo primo si sono viste le ragioni per le quali la ricostruzione che permette di derogare alle regole di distribuzione del patrimonio responsabile solo previa acquisizione del consenso individuale del soggetto (rispetto al quale tali deroghe operano) appare indesiderabile. A tali ragioni può aggiungersi la seguente considerazione.

A livello di teoria generale, potrebbe dirsi che la ricostruzione che qui si critica esaspera quello che in precedenza si è chiamato il problema degli *anticommons*, in quanto ciascun soggetto risulta titolare di un potere di blocco (*holdout*) che potrebbe utilizzare (e, secondo la teoria della tragedia degli *anticommons*, sarebbe incentivato ad utilizzare) per estrarre benefici privati e bloccare il tentativo di ristrutturazione (che, in ipotesi, permette la creazione di un *surplus*)<sup>278</sup>. Si pensi a una situazione in cui il patrimonio del debitore calcolato al valore di continuità/riorganizzazione (e cioè il valore del patrimonio del debitore al momento della domanda più il *surplus* concordatario<sup>279</sup>) non sia sufficiente a soddisfare integralmente i creditori privilegiati e in particolare quelli assistiti da privilegio generale (su tutti i beni mobili ed eventualmente immobili del debitore)<sup>280</sup>. In questo caso, secondo la ricostruzione rigida che qui si critica, l'unica proposta ammissibile – in assenza di apporti di finanza (rigorosamente) esterna – sarebbe quella che destina tutto il valore di tale patrimonio (incluso il *surplus* concordatario) ai creditori privilegiati secondo l'ordine verticale di distribuzione dell'attivo, e nulla ai chirografari. Ora, tralasciando la questione se una proposta del genere sia compatibile con quella che è stata definita la causa concreta del concordato<sup>281</sup>,

---

<sup>278</sup> Sulla teoria degli *anticommons* si veda il § 5.1.1 del capitolo primo di questo lavoro.

<sup>279</sup> Discendente dai flussi di cassa della continuità o, in caso di concordato riorganizzativo, stimato sulla base del valore di riorganizzazione dell'impresa. Questo valore è inizialmente stimato sulla base del piano formulato dal proponente (art. 186-bis, comma 2, lett. a), l. fall.; art. 87, comma 1, lett. f), CCII, anche se qui ci si riferisce al solo concordato con continuità diretta), la cui fattibilità e veridicità dei dati aziendali sono attestati nella relazione del professionista attestatore (art. 161, comma 3, l. fall.; art. 87, comma 2, CCII).

<sup>280</sup> Come si è visto in precedenza, e come si cercherà di dimostrare nel prosieguo, in principio, tutto il patrimonio del debitore, incluso il *surplus* derivante dalla continuità (e cioè tutto il patrimonio del debitore calcolato al valore di continuità o riorganizzazione) dovrebbe distribuirsi secondo l'ordine gerarchico delle priorità.

<sup>281</sup> La tesi può trovare alcuni spunti nella nota sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione, Cass., S.U., 23 gennaio 2013, n. 1521, ad es. in *Giur. comm.*, 2013, II, pp. 333 ss. con nota di CENSONI, *I limiti del controllo giudiziale sulla "fattibilità" del concordato preventivo* e *ivi*, pp. 621 ss., con nota di CIERVO, *Fattibilità del piano di concordato e atti di frode: i poteri del giudice ex art. 173 l. fall. secondo le Sezioni Unite* e in *Giur. comm.*, 2014, II, pp. 443 ss., con nota di ALESSI, *Autonomia privata nel concordato preventivo e ruolo del tribunale* e in *Fallimento*, 2013, pp. 279 ss., con nota di DE SANTIS, *Causa «in concreto» della proposta di concordato preventivo e giudizio «permanente» di fattibilità del piano*, PAGNI, *Il controllo di fattibilità del piano di concordato dopo la sentenza 23 gennaio 2013, n. 1521: la prospettiva "funzionale" aperta dal richiamo alla "causa concreta"* e DI MAJO, *Il percorso "lungo" della fattibilità del piano proposto nel concordato*; sul

considerate le regole che disciplinano la procedura di votazione e di approvazione della proposta nel nostro ordinamento (voto favorevole della maggioranza dei crediti ammessi al voto, nella maggioranza delle classi, se formate<sup>282</sup>), una proposta del genere (una proposta, cioè, che non preveda alcuna soddisfazione per i creditori chirografari) potrebbe essere approvata solo alle seguenti, alternative, condizioni: (i) o i creditori chirografari rappresentano la minoranza dei crediti ammessi al voto, per cui la proposta può essere approvata anche senza il loro consenso (a prescindere dalla formazione delle classi); oppure (ii) si ritiene che, in un caso come questo, i creditori chirografari non possano essere ammessi al voto in quanto non “interessati” a una proposta che non prevede per loro alcuna soddisfazione; in questo caso, voterebbero solo i creditori privilegiati non soddisfatti integralmente (quelli soddisfatti integralmente non hanno diritto di voto in quanto indifferenti al contenuto e agli effetti della proposta<sup>283</sup>).

Ora, se il primo caso può essere ricondotto ad un caso di scuola, non sembra necessario spingersi fino ad accogliere la ricostruzione *sub* (ii). Dopotutto, potrebbe ritenersi che un conto è escludere dal voto e dal computo delle maggioranze i creditori pagati integralmente sul presupposto (corretto) che essi siano “indifferenti” all’esito della procedura in quanto la loro posizione non viene scalfita dalla stessa; un altro è escludere alcuni creditori dal voto e dal computo dei *quorum* sul presupposto, del tutto diverso, che essi non siano portatori di alcun interesse rilevante rispetto a quella proposta *proprio perché* essa li lascia totalmente insoddisfatti.

Se si condivide quanto sostenuto finora dovrebbe concludersi che una proposta così formulata non raggiungerebbe mai (o quasi) le maggioranze previste dalla legge, con frustrazione del tentativo di ristrutturazione dell’esposizione debitoria attraverso il concordato e con compromissione della realizzazione del *surplus*.

Se, tuttavia, si vuole ugualmente proseguire nel tentativo di ristrutturazione (il quale, si assume, consente la creazione di un *surplus*) l’unica via d’uscita sembrerebbe essere quella di formulare una proposta che deroghi in parte all’ordine

---

punto si veda anche, ad es., Trib. Roma, 16 aprile 2008, in *BBTC*, 2009, II, pp. 732 ss., con nota di MACARIO, *Nuovo concordato preventivo e (antiche) tecniche di controllo degli atti di autonomia: l’inammissibilità della proposta per mancanza di causa*.

<sup>282</sup> Si vedano gli artt. 177, comma 1, l. fall. e 109, comma 1, CCII. Occorre precisare che, ai sensi di quest’ultima norma, nel caso in cui un unico creditore sia titolare di crediti in misura superiore alla maggioranza dei crediti ammessi al voto, il concordato è approvato inoltre se abbia riportato la maggioranza per teste dei voti espressi dai creditori ammessi al voto.

<sup>283</sup> Artt. 177, comma 2, l. fall. e 109, comma 3, CCII.

verticale di distribuzione del patrimonio del debitore, una proposta, cioè, che destini parte del (plus)valore concordatario anche ai creditori chirografari pur in assenza di una soddisfazione integrale dei creditori privilegiati (generali). Il problema è che, secondo la ricostruzione qui in discussione, una tale proposta sarebbe ammissibile solo a patto che i creditori privilegiati “sacrificati” esprimano, e in via preventiva, il proprio consenso individuale. Ciò, tuttavia, equivarrebbe ad assegnare a ciascun creditore (privilegiato) un potere di blocco (*holdout*) che potrebbe essere utilizzato in modo opportunistico per estrarre valore da coloro che sono meglio disposti ad accettare “il sacrificio” sopra descritto (e cioè la proposta che destina parte del (plus)valore anche ai creditori chirografari pur in assenza di una soddisfazione integrale dei creditori privilegiati generali). Il che, come abbiamo visto in precedenza, si tradurrebbe o nell’insuccesso del tentativo di ristrutturazione (in quanto nessuno di essi è disposto a cedere e a dare il proprio consenso a ricevere una soddisfazione inferiore a quella che risulterebbe dall’applicazione dell’ordine delle priorità legali) o nell’estrazione di valore da parte dei soggetti “più forti” (quelli che esercitano il potere di *holdout*) nei confronti dei soggetti “più deboli” (quelli che “cedono” all’*holdout*).

In questo contesto, pare opportuno chiedersi se, per superare l’ordine gerarchico di distribuzione del patrimonio, non sia sufficiente, invece che il consenso individuale di ciascun soggetto che riceve meno di quanto dovrebbe secondo l’ordine delle priorità acquisite *ex ante*, una decisione a maggioranza da parte dei soggetti “sacrificati”. In particolare, occorre verificare se i soggetti di rango superiore possano legittimamente disporre, a maggioranza, del diritto alla quota di (plus)valore a favore di soggetti collocati nei gradini inferiori della scala gerarchica delle priorità.

Sembra che la risposta a tale quesito debba essere positiva. In particolare, sembra che il diritto alla quota di (plus)valore sia da qualificarsi in termini di diritto collettivo (e non individuale), disponibile da parte della maggioranza (di soggetti con interessi omogenei). Le ragioni a sostegno di questa tesi sono esposte nei paragrafi che seguono.

## **2.1. Valorizzazione della componente negoziale del concordato preventivo. La tecnica della autonomia**

Il primo argomento a favore della ricostruzione proposta si basa sulla valorizzazione della dimensione negoziale che caratterizza il concordato preventivo. Senza prendere posizione sulla natura, pubblicistica o privatistica, di tale istituto, non sembra infatti dubitarsi circa il fatto che esso si connoti, a differenza del fallimento, anche per un elemento di negozialità, riconducibile al paradigma della autonomia privata. Più in particolare, sembra corretta la posizione di coloro che ritengono che, con gli strumenti negoziali di composizione della crisi di impresa, il legislatore abbia in qualche modo “«delegato» alle parti il compito di gestire l’insolvenza”<sup>284</sup>. Sembra, pertanto, che la autonomia sia stata prescelta come tecnica di composizione dei conflitti. Ciò che più rileva, poi, è che tale tecnica si declina nel concordato secondo un paradigma che non è quello del consenso individuale di ciascun partecipante alla decisione collettiva, ma quello del principio maggioritario, eletto a regola di funzionamento della collettività dei creditori<sup>285</sup>. Da ciò potrebbe desumersi che la risposta al quesito posto vada ricercata proprio entro i limiti di funzionamento e di giustificazione della regola maggioritaria, che definiscono, a loro volta, nell’ambito del concordato, i limiti di funzionamento e giustificazione della tecnica della autonomia, che, come abbiamo detto, caratterizza questo istituto. Di tali limiti si dirà più avanti (§ 3 del presente capitolo).

## **2.2. L’argomento fondato sulla disciplina delineata dall’art. 180, comma 4, l. fall. (art. 112 CCII)**

Un altro argomento a favore della ricostruzione qui proposta si basa su un dato normativo, l’art. 180, comma 4, l. fall. (riprodotto, con alcune modifiche, dall’art. 112 CCII).

Questa norma stabilisce che, se un creditore appartenente a una classe dissenziente ovvero, in ipotesi di mancata formazione delle classi, i creditori dissenzienti che rappresentano il venti per cento dei crediti ammessi al voto propongono opposizione all’omologazione contestando la convenienza della proposta, il

---

<sup>284</sup> FABIANI, *Contratto e processo*, cit., ad es., p. 82.

<sup>285</sup> E si vedano, sul punto, le riflessioni di G. FERRI jr, *Soluzioni concordate delle crisi di impresa e autonomia privata*, in *Ricerche giuridiche*, 4, 2, 2015, pp. 309 ss., il quale individua “due forme di autonomia privata, negoziale e, rispettivamente, procedimentale” che si distinguono, fra l’altro, per quanto riguarda le regole di organizzazione, in quanto nella prima si richiede il “*consenso unanime*”, mentre nella seconda “*la maggioranza di voti favorevoli*” (enfasi dell’Autore).

tribunale può omologare ugualmente il concordato “qualora ritenga che il credito possa venire soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili”. Le alternative concretamente praticabili erano state sin da subito identificate dalla maggioranza dei commentatori nella liquidazione fallimentare<sup>286</sup>. Tale intuizione è stata confermata con il CCII, che fa direttamente riferimento al risultato della liquidazione giudiziale. Ora, da questa disposizione si ricava il principio per cui, *nell’ambito del giudizio di omologazione*, solo i creditori che si trovano in una posizione qualificata (creditori dissenzienti che rappresentano il venti per cento dei crediti ammessi al voto in assenza di classi, creditore appartenente a una classe dissenziente) possono esigere *il valore di liquidazione* della propria pretesa. In particolare, al singolo creditore che non raggiunga la soglia del venti per cento e al creditore appartenente a una classe *assenziente* non è consentito opporsi sulla base del mancato conseguimento, con il concordato, del valore corrispondente almeno al valore di liquidazione della propria pretesa. Da ciò si ricava che, nel nostro sistema concordatario, il diritto al valore di liquidazione della propria pretesa non è trattato alla stregua di un diritto individuale riconosciuto in capo a ciascun creditore<sup>287</sup>, ma si configura in termini di una prerogativa collettiva, soggetta al principio maggioritario e della quale la maggioranza dei creditori (maggioranza semplice nel concordato con classi, rafforzata nel concordato senza classi) può disporre.

Rispetto a un tale impianto normativo, potrebbe argomentarsi che, se il diritto al valore di liquidazione della propria pretesa non è un diritto individuale (in quanto la maggioranza può disporne), non lo è neppure il diritto al valore di continuità/riorganizzazione (*i.e.*, il valore corrispondente alla quota di (plus)valore

---

<sup>286</sup> Si veda, ad es., RANALLI, *La soddisfazione parziale dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2014, p. 1355; PIRISI, *L’omologazione del concordato preventivo*, in *Crisi d’impresa e procedure concorsuali*, diretto da Cagnasso e Panzani, III, Utet, 2016, p. 3707; si veda, però, RENZULLI, *L’omologazione del concordato preventivo*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, III, Wolters Kluwer-Cedam, 2014, p. 113 (“[l]a valutazione comparativa effettuata dal tribunale deve essere operata utilizzando quali parametri di raffronto la liquidazione concorsuale o altra proposta di concordato eventualmente formulata nelle more della procedura”); si veda anche ZANICHELLI, *I Concordati giudiziali*, Utet, 2010, p. 289, per il quale “il collegio procede alla valutazione comparativa tra il risultato soddisfacente proposto ai creditori della classe dissenziente e quello che potrebbero ottenere in ipotesi di fallimento o di esecuzione individuale”; per ulteriori riferimenti bibliografici si veda FILOCAMO, *Giudizio di omologazione*, in *La legge fallimentare. Commentario teorico-pratico*, a cura di M. Ferro, Wolters Kluwer-Cedam, 2014, *sub art.* 180, p. 2446.

<sup>287</sup> A differenza di quanto avviene, per esempio, nel sistema statunitense (§1129(a)(7)(A)(ii) *Chapter 11*) e in quello tedesco (art. 251, comma 1, n. 2, *InsO*). Per un’analisi, in termini critici, della disciplina italiana in punto di omologazione del concordato, si veda il terzo capitolo di questo lavoro (in particolare il § 5).



concordatario secondo il rango). Infatti, il valore di liquidazione della pretesa è (quantomeno) ricompreso nel valore di continuità o riorganizzazione della stessa (nel caso in cui sia stato proposto un concordato con continuità che consente di creare un valore maggiore rispetto a quello che si ricaverebbe nella liquidazione), per cui se la maggioranza può disporre del primo, dovrebbe poter disporre anche del secondo<sup>288</sup>. In altre parole, sembra ragionevole ritenere che se la pretesa al valore di liquidazione non può essere invocata (dal creditore dissenziente) all'interno della classe assenziente, a maggior ragione, non lo può essere neanche quella al valore di continuità/riorganizzazione (che necessariamente è maggiore del primo<sup>289</sup>).

Alla luce di queste considerazioni può concludersi che, così come non esiste – nell'ambito del sistema attualmente delineato dalla disciplina concordataria – un diritto individuale al valore di liquidazione della propria pretesa, ugualmente, non dovrebbe esistere un diritto individuale al valore corrispondente alla quota di (plus)valore secondo il rango. Come il primo, tale ultimo valore sembra assumere, dunque, una dimensione meramente collettiva.

### **2.3. L'argomento fondato sulla possibilità di attribuire trattamenti differenziati a classi di creditori del medesimo rango**

Ulteriore argomento a conferma della dimensione collettiva del diritto a partecipare al (plus)valore secondo il rango potrebbe ricavarsi dalla disciplina delle classi di creditori nel concordato. Come noto, l'art. 160, comma 1, lett. c) e d), 1 fall. consente la suddivisione dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei e l'attribuzione di trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse. Da questa disposizione si ricava (quantomeno) che nel nostro ordinamento è consentito suddividere in classi creditori appartenenti a un medesimo rango (ad es., chirografari), ma portatori di interessi economici diversi (ad es., creditori finanziari, fornitori, e così via), e attribuire loro "trattamenti differenziati", in deroga, dunque, al principio della *par condicio*. Secondo questa disciplina, la maggioranza nella classe può decidere,

---

<sup>288</sup> Come già sottolineato, il valore di riorganizzazione o di continuità (o il (plus)valore concordatario) è (quantomeno) la somma del valore di liquidazione e del *surplus* o *quid pluris* concordatario.

<sup>289</sup> Altrimenti il concordato è inammissibile (artt. 186-bis, comma 2, lett. b), 1. fall. e art. 87, comma 3, CCII).

dunque, di accettare un trattamento derogatorio rispetto alle regole di ripartizione dell'attivo (in particolare, in relazione alla *par condicio*)<sup>290</sup>. Infatti, si consente di attribuire a due o più classi, che riuniscono creditori dello stesso rango, trattamenti diversi (e quindi necessariamente in deroga alla *par condicio*), sul presupposto (e nella speranza) che queste classi voteranno, a maggioranza (nella classe), a favore del concordato (e del trattamento in deroga alla *par condicio*).

Ora, attribuire un trattamento in deroga alla *par condicio* vuol dire (anche) attribuire un trattamento in deroga al principio per cui ciascuno dovrebbe partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango della propria pretesa. Se si riconosce ciò, dovrebbe quantomeno concordarsi sull'affermazione per la quale la disciplina delle classi nel concordato fornisce una indicazione di sistema nel senso della possibilità che la classe disponga a maggioranza del diritto al rango<sup>291</sup>. Una ulteriore conferma, dunque, della dimensione collettiva del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango.

#### **2.4. L'argomento fondato sulla disciplina degli accordi di ristrutturazione con effetti estensivi**

Ulteriore argomento a favore della possibilità che un gruppo di soggetti con interessi omogenei possa decidere, a maggioranza, di accettare una soddisfazione in deroga alle regole di destinazione dell'attivo si ricava dalla disciplina degli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa.

È noto come, con gli accordi di ristrutturazione, il debitore possa proporre ai creditori aderenti (almeno il sessanta per cento dei crediti) qualsiasi tipo di distribuzione, dovendo, però, assicurare il pagamento integrale ai creditori estranei all'accordo (art. 182-*bis*, comma 1, l. fall., art. 57 CCII).

L'art. 182-*septies* l. fall., relativo agli accordi di ristrutturazione con intermediari finanziari<sup>292</sup> (ora riconducibile all'art. 61, comma 5, CCII) e alla convenzione di moratoria (art. 62 CCII), e, ora, l'art. 61 CCII, con riguardo a qualsiasi categoria di creditori, prevedono, tuttavia, che, a certe condizioni, gli effetti dell'accordo

---

<sup>290</sup> Sul punto si veda, G. FERRI jr, *Il trattamento dei creditori nel concordato tra competenze collettive e interessi individuali*, in ODCC, 2015, pp. 375 ss.; ID., *Soluzioni concordate delle crisi di impresa*, cit., pp. 313 s.

<sup>291</sup> G. FERRI jr, *Il trattamento dei creditori nel concordato*, cit., p. 377.

<sup>292</sup> Sui quali si veda ZORZI, *L'accordo di ristrutturazione con banche e intermediari finanziari (art. 182-septies legge fallim.): le categorie di creditori e l'efficacia nei confronti dei non aderenti*, in *Dir. fall.*, 2017, I, pp. 405 ss.; ID., *L'accordo di ristrutturazione con intermediari finanziari: da eccezione a regola in un mercato in evoluzione*, in *Fallimento*, 2017, pp. 761 ss.

possano essere estesi anche ai creditori non aderenti “che appartengano alla medesima categoria, individuata tenuto conto dell’omogeneità di posizione giuridica ed interessi economici”<sup>293</sup>. In pratica, una volta suddivisi i creditori in “categorie” e raggiunta la maggioranza necessaria nella categoria (maggioranza che qui è del 75% di tutti i crediti appartenenti alla categoria)<sup>294</sup>, quanto deciso dalla maggioranza si estende ai creditori non aderenti<sup>295</sup>.

Come appena ricordato, negli accordi di ristrutturazione dei debiti il debitore può proporre “alla categoria” qualsiasi tipo di distribuzione, anche in deroga alle regole di ripartizione dell’attivo<sup>296</sup>: è sufficiente che questa la accetti. Ora, al di là delle differenze di fattispecie e di funzione fra gli accordi di ristrutturazione dei debiti e il concordato preventivo<sup>297</sup>, da questa disciplina può quantomeno desumersi una indicazione nel senso che il nostro sistema di diritto della crisi delle imprese ammette che un gruppo (“classe” o “categoria” che sia) di soggetti portatori di interessi omogenei possa decidere di accettare una soddisfazione in deroga alle

---

<sup>293</sup> Per poter essere “ad efficacia estesa”, l’accordo deve avere “carattere non liquidatorio” (art. 61, comma 2, lett. b), CCII), a meno che non si tratti di un accordo solo con banche e intermediari finanziari. Il CCII prevede infatti un accordo ad efficacia estesa “speciale”, sostanzialmente identico a quello di cui all’art. 182-*septies* l. fall., accessibile quando almeno la metà dell’indebitamento sia verso banche e intermediari finanziari e i creditori dissenzienti a cui viene imposto appartengano a questo tipo di imprese (art. 61, comma 5, CCII). In questi casi, l’accordo deve rispettare tutti i requisiti dell’accordo ad efficacia estesa “comune”, ad eccezione del carattere non liquidatorio.

<sup>294</sup> L’imposizione dell’accordo ai creditori dissenzienti richiede, inoltre, un’adeguata informazione e lo svolgimento delle trattative in buona fede.

<sup>295</sup> L’estensione degli effetti dell’accordo richiede una verifica di convenienza (art. 61, comma 2, lett. d), CCII). Nel testo attuale dell’art. 182-*septies* l. fall. si fa riferimento al confronto con le “alternative concretamente praticabili”. Il CCII, invece, richiede il confronto con il possibile esito della liquidazione giudiziale (*best interest test*). Si noti, peraltro, che qui, a differenza che nel concordato, è previsto un diritto individuale al valore di liquidazione della pretesa (necessariamente) all’interno della categoria “assenziente” (diritto individuale al *best interest test*).

<sup>296</sup> Per vero, ad esempio ZORZI, *Piani di risanamento e accordi di ristrutturazione nel codice della crisi*, in *Fallimento*, 2019, p. 1002 pone il tema se, proprio per la circostanza che gli effetti dell’accordo di ristrutturazione possono essere estesi rispetto a un qualsiasi creditore, anche non finanziario, deve allora essere rispettata una qualche forma di *par condicio creditorum* e di graduazione dei crediti. Sul punto, l’Autore afferma che “una volta eliminata la distinzione tra creditori finanziari e non finanziari, c’è da domandarsi se regga ancora un sistema basato sul solo controllo di convenienza, per di più assumendo come termine di paragone la liquidazione giudiziale (e non, come dispone l’art. 182-*septies*, comma 4, lett. c), l.fall., le “alternative concretamente praticabili”), senza neppure, come vi è nel concordato, il “correttivo” di un test di mercato con la possibilità che siano formulate proposte concorrenti. Considerato che la liquidazione giudiziale (fallimento) comporta normalmente un’enorme distruzione di valore, il superamento del controllo di convenienza non pone un’asticella elevata”.

<sup>297</sup> In particolare, si discute se gli accordi di ristrutturazione dei debiti rientrino oppure no nella categoria delle procedure concorsuali. Per il recente orientamento giurisprudenziale che ritiene che gli accordi di ristrutturazione possano essere ricondotti nell’alveo delle procedure concorsuali, si vedano, ad es., Cass., 18 gennaio 2018, n. 1182 e Cass., 25 gennaio 2018, n. 1896 in *BBTC*, 2018, II, pp. 515 ss., con nota di VALENSISE, *La “prima volta” della Suprema Corte di Cassazione in merito alla natura degli accordi di ristrutturazione. Sorprese o conferme? Le prospettive della nuova riforma*.

regole di ripartizione dell'attivo (e, quindi, all'ordine verticale o orizzontale di distribuzione del patrimonio del debitore<sup>298</sup>) secondo il principio maggioritario. È entro il paradigma definito da tale principio che è consentito disporre del diritto al (plus)valore secondo il rango. Risulta confermata, ancora una volta, la natura collettiva, e non individuale, di tale diritto.

## **2.5. L'argomento ricavabile dalla analisi comparata**

La ricostruzione qui proposta trova, poi, un'ulteriore conferma nelle indicazioni ricavabili dal diritto comparato. In particolare, si fa riferimento a tre sistemi: quello statunitense, al quale, a detta di molti, l'ordinamento italiano si sarebbe ispirato per le riforme del diritto fallimentare degli ultimi quindici anni; quello tedesco, consueto strumento di confronto per il diritto italiano, soprattutto nel campo del diritto commerciale; quello europeo della recente Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva, la quale dovrà essere recepita negli ordinamenti dei vari Stati Membri entro il mese di luglio 2021. Come si vedrà, dall'esame di questi ordinamenti può trarsi un ulteriore argomento a favore della tesi della dimensione collettiva del diritto al (plus)valore concordatario secondo il rango.

### **2.5.1. Distribuzione del (plus)valore ricavabile dal *reorganization plan* nel sistema delineato dal *Chapter 11* statunitense**

Per quanto riguarda il diritto statunitense, dall'analisi della disciplina di cui al *Chapter 11*, e in particolare del contenuto del § 1129, emerge come il diritto alla quota di (plus)valore secondo il rango, diritto che in quell'ordinamento si traduce nella c.d. *absolute priority rule* (APR)<sup>299</sup>, abbia una dimensione meramente collettiva. In quell'ordinamento, infatti, la classe può accettare qualsiasi distribuzione<sup>300</sup>, a condizione che ciascun creditore dissenziente all'interno della classe (dissenziente o consenziente che sia) riceva almeno il valore di liquidazione

---

<sup>298</sup> D'ora in poi, per semplicità espositiva, salvo quando espressamente necessario, non si distinguerà più tra ordine verticale e ordine orizzontale di distribuzione del patrimonio del debitore, ma si tratterà solo di "ordine di distribuzione" o di "regole distributive" o di "ordine di graduazione delle pretese", e così via.

<sup>299</sup> Per vero, come si chiarirà nel § 3.3 del terzo capitolo di questo lavoro, il diritto alla quota di (plus)valore secondo il rango e la APR così come interpretata dalla dottrina e dalla giurisprudenza statunitensi non sono esattamente la stessa cosa.

<sup>300</sup> Anche se non è esplicitato nel *Bankruptcy Code*, è da sempre considerata un corollario della APR la regola per la quale nessun creditore può ricevere più del valore nominale della sua pretesa (*no more than 100% rule*). Sul punto si veda TABB, *Law of Bankruptcy*, West Academic Publishing, 2016, p. 1150.

della sua pretesa (c.d. *best interest test*), e cioè il valore che riceverebbe se il debitore fosse liquidato secondo la procedura di cui al *Chapter 7*. In altre parole, nel sistema statunitense è previsto un unico limite al potere della classe di disporre a maggioranza del valore ricavabile dal piano (*reorganization value*). Tale limite si identifica nel diritto (individuale) di ciascun *claimant* al valore di liquidazione della sua pretesa. Quanto alla distribuzione della porzione di valore ulteriore ricavabile grazie al piano, la classe è libera di accettare qualsiasi distribuzione, anche inferiore rispetto a quella che discenderebbe dalla stretta applicazione dell'ordine gerarchico delle priorità. La APR, infatti, entra in gioco solo in caso di dissenso di una o più classi (§1129(b)(1) *Chapter 11*). In questo caso, la corte può omologare il piano di riorganizzazione e superare il dissenso della classe solo attraverso il meccanismo del *cram down*<sup>301</sup>, il quale richiede al giudice di verificare che il piano rispetti la regola di non discriminazione (*unfair discrimination rule*) e che sia “*fair and equitable*” in relazione alla classe o alle classi dissenzienti.

Per regola di non discriminazione si intende il principio per il quale, tendenzialmente<sup>302</sup>, le classi (dissenzienti) dello stesso rango devono ricevere lo stesso trattamento.

Il “*fair and equitable*” test, invece, si declina diversamente a seconda che la classe dissenziente sia composta da creditori assistiti da cause di prelazione (“*secured creditors*”) oppure no. Nel caso di classe dissenziente composta da *secured creditors*, la regola è, in termini generali, che i suoi componenti debbano ricevere un “valore” corrispondente al *valore di riorganizzazione* del bene sul quale sussiste il loro *security interest*<sup>303</sup>. Quanto alle altre classi di creditori (“*unsecured creditors*”), tra le quali le classi di creditori chirografari (“*nonpriority unsecured claims*”<sup>304</sup>), quelle di creditori che vanno soddisfatti con priorità rispetto ai

---

<sup>301</sup> È importante notare che il *cram down* non è automatico ma deve essere richiesto da colui che ha proposto il piano (§1129(b)(1) *Chapter 11*).

<sup>302</sup> Invero la regola è quella per la quale nessuna classe dissenziente può essere pagata meno (o di più) di una classe dello stesso rango “*absent a fair justification*”. Sul punto si veda TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., p. 724.

<sup>303</sup> §1129(b)(2)(A) *Chapter 11*. Questi crediti possono essere pagati in denaro oppure con una “*senior note*” (cioè una sorta *secured bond*). Peraltro, è opportuno sottolineare che nel diritto statunitense i *secured creditors* non possono, salvo loro consenso, essere soddisfatti tramite l'attribuzione di strumenti azionari, in quanto questi ultimi costituiscono strumenti finanziari caratterizzati da un livello di rischio troppo alto.

<sup>304</sup> Questi crediti possono essere pagati in denaro o con qualsiasi altro mezzo di soddisfazione, come ad esempio l'attribuzione di azioni nella società riorganizzata.

chirografari (“*priority unsecured claims*”<sup>305</sup>) e quelle di creditori subordinati (“*subordinated claims*”) il “*fair and equitable*” test richiede la verifica da parte della corte del rispetto della APR. La corte, dunque, dovrà accertarsi che il piano non preveda la distribuzione di alcun valore a favore di una classe *junior* se quella *senior*, che non ha accettato il piano, non risulta integralmente soddisfatta (“*the holder of any claim or interest that is junior to the claims of such class will not receive or retain under the plan on account of such junior claim or interest any property*”)<sup>306</sup>. La stessa regola si applica anche nei confronti delle classi di azionisti, i quali, come si è visto, sono titolari del diritto di voto e sono sottoposti alle stesse regole che si applicano ai creditori<sup>307</sup>.

È importante sottolineare, poi, che la APR si applica nel sistema statunitense solo alla classe dissenziente, e dalla classe dissenziente “verso il basso” lungo la scala gerarchica delle priorità. Questo vuol dire che se, ad esempio, il piano prevede

---

<sup>305</sup> Ai sensi del §507(a) i crediti con priorità sono dieci e sono elencati dalla priorità più alta a quella più bassa. Essi sono: 1) obbligazioni derivanti da doveri di sostegno domestico (“*domestic support obligations*”, §507(a)(1) *Chapter 5*); 2) spese amministrative in funzione della procedura (“*administrative expenses*”, §507(a)(2) *Chapter 5*); 3) crediti che sorgono in un *involuntary case* (quando, cioè, non è il debitore a proporre la domanda di apertura della procedura) tra la domanda di apertura della procedura e l’ordine di apertura della procedura da parte della corte (“*claims in an involuntary case that arise between the time the petition is filed and bankruptcy relief is ordered*”, §507(a)(3) *Chapter 5*); 4) crediti per salari dei dipendenti fino a \$ 12.850 ciascuno, per i 180 giorni prima della apertura della procedura o, se antecedente, della data di cessazione dell’attività (§507(a)(4) *Chapter 5*); 5) contributi non pagati per piani di benefici ai dipendenti per i 180 giorni prima della apertura della procedura o, se antecedente, della data di cessazione dell’attività, sempre entro un certo limite di valore (*dollar cap*) calcolato in proporzione al limite di cui al numero precedente (§507(a)(5) *Chapter 5*); 6) crediti dei coltivatori e dei pescatori fino a \$ 6.325 ciascuno (§507(a)(6) *Chapter 5*); 7) depositi per piani di accantonamento dei consumatori (“*consumer layaway deposits*”, §507(a)(7) *Chapter 5*); 8) tasse dovute prima dell’apertura della procedura (“*prepetition taxes*”, § 507(a)(8) *Chapter 5*); 9) impegni a mantenere il capitale degli istituti di deposito assicurati (“*commitments to maintain the capital of insured depository institutions*”, §507(a)(9) *Chapter 5*); 10) crediti per risarcimento dei danni da incidente causato dall’utilizzo da parte del debitore di un veicolo o una nave in stato di illegittima intossicazione (§507(a)(10) *Chapter 5*). Nell’ambito del *Chapter 11*, questi crediti sono trattati ai sensi del §1129(a)(9). Posto che ciascun titolare può rinunciare alla propria pretesa, ai fini del loro trattamento la legge suddivide i crediti con priorità in tre categorie. La prima comprende quelli di seconda e terza priorità. Questi crediti devono essere pagati integralmente, in denaro e alla data di efficacia del piano (di solito tale data si colloca subito dopo la omologazione del piano da parte della corte). Questi crediti non sono soggetti alle regole sulla classificazione in quanto vengono pagati integralmente. La seconda categoria riguarda i crediti con priorità uno, quattro, cinque, sei e sette. Questi crediti possono essere soggetti alle regole sulla classificazione. Possono accettare pagamenti in denaro differiti. Tuttavia, se la classe non accetta il piano, i creditori in essa riuniti devono essere pagati integralmente, in denaro e alla data di efficacia del piano. L’ultima categoria riguarda i crediti fiscali (crediti con priorità otto). Questi crediti possono essere soggetti alle regole sulla classificazione. Hanno diritto ad essere pagati integralmente in denaro in un periodo non eccedente i cinque anni dalla data di apertura della procedura (*order of relief*). Inoltre, le *tax claims* devono essere pagate “*in a manner not less favorable than the most favored nonpriority unsecured claim provided for by the plan*”. Il §1129(a)(9) non disciplina il trattamento dei crediti con priorità nove e dieci. Sul tema si veda TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., pp. 669 ss., 722 s.

<sup>306</sup> §1129(b)(2)(B) *Chapter 11*.

<sup>307</sup> §1129(b)(2)(C) *Chapter 11*.

quattro classi con priorità da 1 (la più alta) a 4 (la più bassa) e la classe 3 vota contro il piano, alla classe 1 è permesso rinunciare a parte<sup>308</sup> della propria quota di valore di riorganizzazione a favore della classe 2, ma alla classe 4 non deve essere attribuito alcun valore fino a quando la classe 3 non è stata integralmente soddisfatta<sup>309</sup>.

Alla luce di queste regole, può affermarsi che, nell'ordinamento statunitense, l'unico diritto "individuale" è quello a ricevere il valore di liquidazione della propria pretesa (cioè il valore che spetterebbe a ciascun partecipante se il debitore fosse liquidato secondo la disciplina prevista nel *Chapter 7*). Il diritto a ricevere il maggior valore ricavabile grazie al piano è un *diritto collettivo*, disponibile da parte della classe.

Come già anticipato, questo fu uno dei grandi "compromessi" del codice del 1978<sup>310</sup>. L'odierno *Chapter 11*, infatti, è il risultato della fusione dei precedenti *Chapter X* e *XI* del *Bankruptcy Act*<sup>311</sup>. Nel *Chapter X*, che era stato pensato per la riorganizzazione delle *public corporations*<sup>312</sup>, la APR<sup>313</sup> poteva essere invocata da qualsiasi *claimant*, sia appartenente a una classe dissenziente che a una classe consenziente. Ai sensi di quella disciplina, dunque, la APR rappresentava una forma di tutela individuale (come l'attuale *best interest test*). Ciò era indesiderabile per una serie di ragioni, prima fra tutte quella legata ai costi della procedura di determinazione del valore di riorganizzazione del patrimonio del debitore ("valuation"). Infatti, per comprendere se i creditori *junior* potessero ricevere un

---

<sup>308</sup> Purché, però, a ciascun creditore dissenziente nella classe sia assicurato il valore di liquidazione della propria pretesa (*best interest test*).

<sup>309</sup> TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., p. 1168.

<sup>310</sup> TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., p. 1149.

<sup>311</sup> Il *Chapter X* era codificato ai §§501-676 11 U.S.C. Il *Chapter XI* era codificato ai §§701-799 11 U.S.C.

<sup>312</sup> PEEPLES, *Staying In*, cit., p. 67.

<sup>313</sup> Tale regola si è sviluppata a partire dalla fine del 1800 nella giurisprudenza in materia di *equity receivership*, un meccanismo di riorganizzazione societaria precursore di quello di cui all'odierno *Chapter 11*. In particolare, la regola è nata per proteggere alcune categorie di creditori che venivano sistematicamente esclusi dall'accordo di riorganizzazione concluso tra i *senior creditors* e i soci della società da riorganizzare. La giurisprudenza ritenne illegittima la pratica di consentire ai vecchi soci di conservare parte del valore della società riorganizzata pur in assenza di una soddisfazione integrale dei creditori chirografari. Si vedano, ad es., le decisioni nei casi *Railroad Co. v. Howard* (74 U.S. 932, 1869) e *Louisville Trust Co. v. Louisville, New Albany & Chicago Railway Co.* (174 U.S. 674, 1899). Emblematica è stata la decisione nel caso *Northern Pacific Railway Co. v. Boyd* (228 U.S. 482, 1913) ove la Suprema Corte riconobbe che la distribuzione di valore nelle riorganizzazioni societarie deve avvenire "according to a fixed principle", cioè la APR. Il principio fu nuovamente confermato dalla Suprema Corte statunitense nel caso *Case v. Los Angeles Lumber Products Co.* (308 U.S. 106, 1939), ove, peraltro, la Corte riconobbe che se gli "stockholders make a fresh contribution and receive in return a participation reasonably equivalent to their contribution, no objection can be made" (p. 121) (c.d. *new value doctrine*).

qualche valore dal piano in applicazione della APR, la corte doveva prima stabilire se i creditori *senior* risultassero integralmente soddisfatti dallo stesso. Ciò voleva dire che, in ogni caso di riorganizzazione societaria, la corte doveva sempre calcolare il valore di riorganizzazione del patrimonio del debitore (anche qualora, per ipotesi, tutte le classi avessero aderito al piano) e determinare in che misura esso era sufficiente a soddisfare integralmente i vari titolari di pretese secondo l'ordine di graduazione delle stesse. Questo era un processo estremamente costoso, oltre che soggetto ad errori di valutazione, tanto che, si disse, esso poteva costituire, al massimo, “*a guess compounded by an estimate*”<sup>314</sup>.

Dall'altro lato, il vecchio *Chapter XI*, dedicato agli “*arrangements*”<sup>315</sup> e pensato per disciplinare la riorganizzazione delle piccole imprese anche organizzate in forma societaria<sup>316</sup>, non imponeva il rispetto della APR nella distribuzione del valore ricavabile dal piano, ma solo del *best interest test*. Ciò voleva dire che non era necessario calcolare il *reorganization value* della società ma bastava verificare che ogni creditore ricevesse almeno il valore corrispondente al valore di liquidazione della sua pretesa. Per effetto dell'assenza della APR, poi, era permesso ai soci di conservare le loro partecipazioni nell'impresa riorganizzata. Tuttavia, il *Chapter X* trovava applicazione solo nei confronti dei creditori chirografari, gli unici a poter subire una falcidia per effetto di questa procedura (i *secured creditors*, al contrario, dovevano essere soddisfatti integralmente). Inoltre, occorreva che tutte le classi accettassero il piano.

Invero, il *Bankruptcy Act* non conteneva alcuna regola per determinare quali società dovessero *necessariamente* ricorrere al *Chapter X* e quali al *Chapter XI*. Per via della diversa regola di distribuzione del valore ricavabile dal piano (APR applicata individualmente, nel primo, *best interest test*, nel secondo), tuttavia, debitore e creditori “votavano con i piedi” e cercavano in ogni modo di evitare l'apertura della procedura ai sensi del *Chapter X* (e, quindi, l'applicazione della APR quale forma di tutela individuale), prediligendo, piuttosto, il *Chapter XI* e il meno gravoso *best interest test*<sup>317</sup>.

---

<sup>314</sup> Si veda l'*House Report 95-595* (H.R. Rep. No. 95-595, 1977), p. 222. Sul punto anche RESNICK, WYPYSKI, *Bankruptcy Reform Act of 1978: A Legislative History*, William S. Hein & Co., 1979, pp. 256 ss.; TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., pp. 1154 s.

<sup>315</sup> TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., p. 1154.

<sup>316</sup> PEEPLES, *Staying In*, cit., p. 67.

<sup>317</sup> PEEPLES, *Staying In*, cit., p. 68.



L'approvazione, nel 1978, del *Bankruptcy Code* segnò la fine delle dispute sul punto. In particolare, si decise di unire il *Chapter X* e il *Chapter XI* in un unico testo che riflettesse gli elementi positivi di entrambi: la flessibilità del *Chapter XI* e i criteri protettivi del *Chapter X*. E fu così che, con l'entrata in vigore del *Chapter 11*, applicabile sia alle *public companies* che alle società chiuse<sup>318</sup>, fu concessa alle classi assenzienti la possibilità di superare la APR. Nel nuovo sistema, infatti, se tutte le classi riescono a raggiungere un accordo (piano consensuale), la APR non entra in gioco e, dunque, non è necessario che la corte calcoli il valore di riorganizzazione del patrimonio del debitore.

In questa prospettiva, la APR diviene la cornice entro la quale le varie classi contrattano le modalità di distribuzione del valore di riorganizzazione. D'altra parte, le classi sono incentivate a trovare un accordo proprio per evitare il dispendioso e incerto processo di valutazione del *reorganization value* da parte della corte<sup>319</sup>. In questo contesto, il rischio di comportamenti opportunistici (in termini di un eccessivo trasferimento di valore da una classe all'altra) è scongiurato dal fatto che la APR costituisce la base di riferimento per la negoziazione. La rinuncia della classe a parte della propria quota di (plus)valore è compensata dal vantaggio per la stessa di evitare il costoso e incerto processo di valutazione da parte della corte. Se, tuttavia, tale ultimo vantaggio non supera lo svantaggio discendente dalla rinuncia alla soddisfazione secondo l'ordine delle priorità, la classe non approverà il piano e farà scattare il meccanismo del *cram down* (e, dunque, la protezione assicurata dalla APR).

### **2.5.2. Distribuzione del (plus)valore ricavabile dall'*Insolvenzplan* nel sistema delineato dalla legge fallimentare tedesca**

Anche nel sistema tedesco<sup>320</sup> si permette alle varie classi di negoziare fra loro la ripartizione del (plus)valore ricavabile attraverso l'*Insolvenzplan*. Nell'ambito di questo ordinamento, infatti, se tutte le classi si esprimono a favore del piano, la

---

<sup>318</sup> In teoria, il *Chapter 11* potrebbe essere utilizzato anche dagli imprenditori individuali (se superano determinate soglie di indebitamento). Tuttavia, queste tipologie di debitore ricorrono generalmente al *Chapter 13*, per esse più favorevole. Sul punto, si vedano HYNES, LAWTON, HOWARD, *National Study of Individual Chapter 11 Bankruptcies*, in *American Bankruptcy Institute Law Review*, 25, 2017, pp. 61 ss.

<sup>319</sup> SEYMOUR, SCHWARCZ, *Corporate Restructuring*, cit., pp. 16 ss.

<sup>320</sup> Il sistema tedesco delineato dall'*Insolvenzordnung* ha tratto ispirazione per molte sue parti dal *Chapter 11* statunitense. Così, EHLERS, *Statutory Corporate Rescue Proceedings in Germany: The Insolvenzplan Procedure*, in AA.VV., *Corporate Rescue – An Overview of Recent Developments*, Kluwer Law International, 2006, p. 161.

corte non svolge alcun sindacato in punto di ripartizione del (plus)valore fra i vari partecipanti al piano. Come nel sistema statunitense, al singolo creditore (o socio) nella classe è riconosciuto solamente il diritto (individuale) al valore che potrebbe ottenere in assenza del piano, ovvero il valore di liquidazione della sua pretesa<sup>321</sup>. Come nell'ordinamento americano, dunque, anche nel sistema tedesco le classi possono accettare a maggioranza (nella classe) una distribuzione inferiore a quella che spetterebbe loro secondo le regole di priorità. Il principio per il quale il valore ricavabile dal piano deve essere distribuito secondo l'ordine gerarchico di distribuzione del patrimonio del debitore entra in gioco solo in caso di dissenso di una o più classi (in questo sistema, a differenza che in quello statunitense<sup>322</sup> il piano deve comunque ottenere l'approvazione della maggioranza delle classi). In questo caso, è contemplato un meccanismo molto simile al *cram down* statunitense, denominato *Obstruktionsverbot* (art. 245 *InsO*)<sup>323</sup>. Tale meccanismo prevede che il dissenso della classe possa essere superato da parte della corte nel giudizio di omologazione del piano solo se concorrono una serie di circostanze, ed in particolare che: i) i creditori della classe dissenziente non vengano presumibilmente a trovarsi, per effetto del piano, in una condizione più svantaggiosa rispetto a quella in cui si sarebbero trovati in assenza del piano<sup>324</sup>; ii) i creditori di tale classe partecipino in giusta misura (“*angemessen*”) al (plus)valore economico (“*wirtschaftlichen Wert*”) derivante dal piano; iii) la maggioranza delle classi abbia approvato il piano secondo le maggioranze richieste dalla legge. L'art. 245, comma 2, *InsO* statuisce che una “giusta partecipazione” dei creditori di una classe dissenziente al (plus)valore derivante dal piano è integrata quando: i) nessun creditore è soddisfatto in misura superiore rispetto al valore della propria pretesa<sup>325</sup>; ii) né i creditori che, in assenza del piano, sarebbero postergati rispetto ai creditori

---

<sup>321</sup> Art. 251 *InsO*. In questo caso, il creditore (o il socio) può opporsi al piano e la corte non omologherà quest'ultimo se ritiene che tale creditore ottenga una soddisfazione inferiore rispetto a quella che potrebbe ottenere in assenza di un piano.

<sup>322</sup> Ove è sufficiente il consenso di una classe per l'omologazione del piano da parte della corte (§1129(a)(10) *Chapter 11*).

<sup>323</sup> Per un commento a questo articolo si veda, ad es., DRUKARCZYK, *Obstruktionsverbot*, in *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, C.H. Beck, 2014, *sub* § 245, Rn. 1-117; LÜER, STREIT, *Obstruktionsverbot*, in *Insolvenzordnung Kommentar*, diretto da Uhlenbruck, Vahlen, 2019, *sub* § 245, Rn. 1-40; BRAUN, FRANK, *Obstruktionsverbot*, in *Insolvenzordnung Kommentar*, diretto da Braun, C.H. Beck, 2020, *sub* § 245, Rn. 1-30; SPLIEDT, *Obstruktionsverbot*, in *Insolvenzordnung*, diretto da K. Schmidt, C.H. Beck, 2016, *sub* § 245, Rn. 1-42.

<sup>324</sup> Questo requisito corrisponde al *best interest test*.

<sup>325</sup> Si tratta dell'ovvio corollario della APR, per cui nessun creditore può ricevere un valore maggiore rispetto all'importo della sua pretesa.

della classe dissenziente, né il debitore, né i soci conseguono alcun vantaggio economico; iii) nessun creditore che, in assenza del piano, sarebbe collocato nello stesso grado dei creditori appartenenti alla classe dissenziente riceve un trattamento più favorevole rispetto a questi<sup>326</sup>. Come si vede, la regola sub ii) corrisponde alla APR, che vieta che la classe di creditori (o soci) che si colloca nel grado successivo rispetto alla classe dissenziente non integralmente soddisfatta riceva una qualche utilità economica dal piano. La regola *sub* (iii), invece, corrisponde alla regola di non discriminazione di cui al §1129(b)(1) *Chapter* 11. Come si desume da queste regole, dunque, anche in questo sistema il diritto alla quota di (plus)valore secondo il rango assume una dimensione collettiva e non individuale.

### **2.5.3. Distribuzione del (plus)valore ricavabile dal *restructuring plan* nel sistema delineato dalla Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva**

Anche nel sistema introdotto dalla Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva (“Direttiva”), il diritto alla quota di (plus)valore ricavabile dal *restructuring plan* assume una dimensione meramente collettiva. Infatti, ai sensi dell’art. 9, par. 6, Direttiva “il piano di ristrutturazione è adottato dalle parti interessate purché in ciascuna classe sia ottenuta la maggioranza dell’importo dei crediti o [quando gli Stati Membri scelgono di attribuire il diritto di voto ai soci<sup>327</sup>] degli interessi”. Le classi possono dunque decidere liberamente come spartirsi il valore ricavabile dal piano, a condizione che, rispetto al singolo creditore nella classe, sia rispettato il criterio dell’assenza di pregiudizio (art. 10, par. 2, lett. d), Direttiva, parametro simile al *best interest test* statunitense). Ai sensi di quest’ultimo, nessun creditore dissenziente può ricevere, secondo le disposizioni del piano, una soddisfazione inferiore rispetto a quella che otterrebbe “in caso di liquidazione se fosse applicato il normale grado di priorità di liquidazione a norma del diritto nazionale, sia essa una liquidazione per settori o una vendita dell’impresa in regime di continuità aziendale, oppure nel caso del migliore scenario alternativo possibile se il piano di ristrutturazione non fosse omologato” (art. 2, par. 1, n. 6), Direttiva). Come si vede, questo criterio è molto simile al *best interest test* statunitense, salvo richiedere –

---

<sup>326</sup> Inoltre, l’art. 245, comma 3, *InsO* stabilisce che una giusta partecipazione dei soci riuniti in una classe ai sensi del primo comma, n. 2 si ha quando, sulla base del piano: 1. nessun creditore consegue un vantaggio superiore rispetto all’importo del suo credito; 2. nessun socio che, in assenza del piano, si troverebbe nella medesima posizione della classe dissenziente di soci riceva una soddisfazione migliore.

<sup>327</sup> Art. 9, parr. 2 e 3, Direttiva.

nella versione di cui alla Direttiva – la comparazione del trattamento riservato dal piano non solo con il risultato della liquidazione (atomistica o in blocco), ma anche con quello eventualmente ricavabile nel “migliore scenario alternativo possibile”. Nel sistema delineato dalla Direttiva, qualora, poi, una classe si esprima in senso sfavorevole al piano, l’autorità giudiziaria o amministrativa dovrà verificare, tra l’altro, che, in relazione a quella classe, sia rispettata la EU RPR, oppure, se così è stato optato dal singolo Stato Membro in sede di implementazione della Direttiva, la APR<sup>328</sup>. Come si è visto, entrambe le regole costituiscono una forma di tutela collettiva (di classe) e non individuale.

### **3. Condizioni di legittimità della deroga all’ordine gerarchico di distribuzione del patrimonio del debitore secondo la regola maggioritaria. Formazione delle classi e necessità del consenso della classe che riceve una soddisfazione inferiore a quella che le spetterebbe secondo l’ordine di graduazione delle varie pretese**

Nei paragrafi precedenti si è cercato di argomentare a favore della natura collettiva del diritto al (plus)valore concordatario secondo il rango. In particolare, si è detto che la decisione di autonomia privata circa la deroga all’ordine di graduazione delle varie pretese può essere legittimamente ricondotta entro il paradigma definito dal principio di maggioranza.

Per capire quali siano gli effetti, in punto di disciplina dell’istituto concordatario, di quanto appena affermato, occorre in primo luogo riflettere sui limiti di giustificazione e applicazione della regola maggioritaria rispetto a una decisione che, come abbiamo visto, può essere ricondotta nell’ambito dell’esercizio dell’autonomia privata delle parti.

In generale, il principio maggioritario, quale regola decisionale che vincola la minoranza dissenziente al volere della maggioranza, è giustificabile solo in presenza di una omogeneità di interessi fra i votanti. Solo in questo caso, infatti, può affermarsi che “la decisione maggioritaria produce lo stesso effetto per tutti i votanti, per cui rispetto ad essa esiste un rapporto di strumentalità fra gli interessi dei votanti e dunque un loro interesse comune, che giustifica la soggezione della minoranza dissenziente alla volontà maggioritaria”<sup>329</sup>.

---

<sup>328</sup> Art. 11 Direttiva (in particolare par. 1, lett. c) e par. 2).

<sup>329</sup> R. SACCHI, *Lupi e conflitto di interessi dei creditori nel concordato*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 54.

Come noto, la principale tecnica<sup>330</sup> per assicurare l'omogeneità fra gli interessi tipici dei votanti (cioè gli interessi in quanto appartenenti alla collettività che decide a maggioranza<sup>331</sup>) e, quindi, per giustificare l'applicazione del principio maggioritario rispetto a una decisione riconducibile all'autonomia privata, è la creazione, in presenza di interessi tipici eterogenei, di sottocategorie fra i votanti e la previsione di distinte maggioranze per ciascuna di esse<sup>332</sup>. Nel concordato preventivo, lo strumento per perseguire questo risultato è la suddivisione dei creditori in classi.

In questa prospettiva, sembra corretto ritenere che qualora si voglia affidare alla maggioranza la decisione se derogare all'ordine gerarchico di distribuzione del patrimonio del debitore, lo si debba fare nell'ambito di una classe di soggetti con interessi tipici omogenei. In altre parole, la rinuncia a maggioranza a parte della quota di (plus)valore concordatario secondo il rango in tanto può essere giustificata, in quanto essa sia riconducibile a una decisione assunta da soggetti rispetto ai quali sussiste una *comunanza di interessi*. Solo in questo caso, infatti, può operare la presunzione per la quale la decisione assunta dalla maggioranza è anche nell'interesse della minoranza.

Si tratta, a questo punto, di definire le condizioni minime necessarie perché possa identificarsi una comunanza di interessi fra i membri di una classe. Ogni volta che queste condizioni non sono rispettate, infatti, sarà necessario formare una apposita classe al fine della corretta applicazione del principio maggioritario. In altre parole, si tratta di identificare i casi nei quali la formazione delle classi sia obbligatoria in relazione alla decisione sulla distribuzione del (plus)valore ricavabile dal piano.

### **3.1. Condizioni minime necessarie per identificare una comunanza di interessi**

Con riguardo alla questione appena individuata, può innanzitutto affermarsi che, rispetto alla decisione se rinunciare a parte del (plus)valore concordatario secondo il rango, l'interesse comune sussiste se a decidere siano soggetti quantomeno appartenenti, appunto, al medesimo rango, e cioè soggetti (quantomeno) con

---

<sup>330</sup> L'altra tecnica è la sterilizzazione, a certe condizioni, del voto dei portatori di interessi atipici, ossia di interessi non in quanto appartenenti alla collettività che decide a maggioranza, ma come terzi. Sul punto, R. SACCHI, *Lupi e conflitto di interessi*, cit., pp. 54 s.

<sup>331</sup> R. SACCHI, *Lupi e conflitto di interessi*, cit., p. 55.

<sup>332</sup> Non si tratta di tecnica sconosciuta nel nostro ordinamento giuridico. Ad es., è utilizzata nelle s.p.a. (art. 2376 c.c.) quando sono presenti una pluralità di categorie di azioni. In questo caso, l'art. 2376 c.c. impone l'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti di categoria da parte dell'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata.

posizione giuridica omogenea<sup>333</sup>. Inoltre, per evitare che la decisione nella classe abbia effetti asimmetrici su alcuni dei suoi componenti, sembra necessario separare i creditori con garanzie personali o reali prestate da terzi, come confermato, d'altra parte, dalla disciplina sulla classazione obbligatoria nel CCII (art. 85, comma 5). Ci si interroga, poi, se in presenza di significativi elementi di eterogeneità fra gli interessi *economici* tipici dei vari creditori debbano necessariamente essere formate classi distinte<sup>334</sup>. In caso di risposta affermativa, ci si chiede, poi, sulla base di quali

---

<sup>333</sup> Ai fini della presente argomentazione, salvo che sia indicato diversamente, la posizione giuridica (omogenea) si individua sulla base del rango del credito.

<sup>334</sup> Il tema è oggetto di ampio dibattito in molti ordinamenti. Ad es., si vedano le riflessioni di BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, Foundation Press, 2010, p. 239: “consider the question whether the claims of trade creditors can be put in the same class as the claim of a bank that has made an unsecured loan to a debtor. The bank may be anxious to cut its losses and may intend to have no future dealings with the debtor. By contrast, the trade creditors may look forward to future dealings. They have much more to gain from a successful reorganization and may be more inclined to vote in favor of a plan that gives creditors less and leaves the company better capitalized. The bank and the trade creditors have interests that differ radically, even though their legal rights – those of unsecured creditors – are the same”; sul tema cfr. anche PAYNE, *Schemes of Arrangement. Theory, Structure and Operation*, CUP, 2014, pp. 47 ss. Sebbene non con specifico riferimento alla decisione se rinunciare a parte del (plus)valore secondo il rango, ma più in generale con riferimento alla decisione se approvare o meno il concordato, la tesi della obbligatorietà della formazione delle classi non solo in presenza di diversa posizione giuridica ma anche di interessi economici eterogenei dei creditori – la quale si traduce nell’affermare il potere del giudice di sindacare (non solo la scorretta formazione ma anche) la mancata formazione delle classi – è sostenuta in Italia, ad es., da R. SACCHI, *Concordato preventivo, conflitti di interessi fra creditori e sindacato dell’Autorità giudiziaria*, in *Fallimento*, Allegato al fasc. 1/2009, pp. 30 ss.; ID., *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Fallimento*, 2009, p. 1063; ID., *Lupi e conflitto di interessi*, cit., pp. 59 s.; FABIANI, *Contratto e processo*, cit., pp. 215 ss.; PRESTI, *Rigore è quando arbitro fischia?* in *Fallimento*, Allegato al fasc. 1/2009, p. 29. *Contra*, ad es., BOZZA, *La facoltatività della formazione delle classi nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2009, pp. 424 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Disomogeneità di interessi dei creditori*, cit., pp. 19 ss. La questione è stata portata all’attenzione della Corte Costituzionale a seguito della eccezione sollevata dal Trib. Biella, 23 aprile 2009, in *Giur. comm.*, 2010, II, pp. 332 ss. che lamentava la mancata previsione nell’art. 163 l. fall., in relazione agli artt. 160 e 162 l. fall., della possibilità per il tribunale di valutare la correttezza della mancata suddivisione in classi dei creditori secondo posizione giuridica ed interessi economici omogenei. La Corte, con ordinanza del 12 marzo 2010, n. 98, in *Giur. comm.*, 2011, II, pp. 78 ss., con nota di NARDECCHIA, *Le classi e la tutela dei creditori nel concordato preventivo*, ne ha sancito l’inammissibilità senza entrare nel merito di quale sia l’interpretazione costituzionalmente legittima, giusta l’assenza di un esito interpretativo accettato dalla giurisprudenza comune (c.d. “diritto vivente”). Con la successiva sentenza Cass., 10 febbraio 2011, n. 3274, ad es. in *Giur. comm.*, 2012, II, pp. 276 ss., è prevalsa la tesi della facoltatività della formazione delle classi (la Corte si è qui espressa con riguardo al concordato fallimentare, ma con considerazioni valide anche per il concordato preventivo). Quest’ultima sentenza è giunta a tale conclusione partendo dalla premessa teorica per la quale nel concordato, non essendo attribuita alla massa una vera e propria soggettività giuridica, non potrebbe porsi, nemmeno in astratto, alcun conflitto fra l’interesse del singolo creditore e quello dei creditori collettivamente considerati. Per vero, la premessa teorica posta a fondamento di questa decisione è stata da ultimo superata da Cass., S.U., 28 giugno 2018, n. 17186, in *Fallimento*, p. 960, con nota di D’ATTORRE, *Le sezioni unite riconoscono (finalmente) il conflitto d’interessi nei concordati*, secondo la quale “perché sia configurabile un conflitto di interessi di un soggetto, in quanto parte di una collettività, è [...] sufficiente il contrasto di un suo interesse individuale con l’interesse comune all’intera collettività, mentre non è necessario che quest’ultima costituisca un distinto soggetto o centro d’imputazione di situazioni giuridiche”. Detta sentenza riconosce nelle classi una possibile tecnica di risoluzione del conflitto di interessi. Tuttavia, essa non prende posizione sul tema della obbligatorietà delle classi in presenza di creditori con posizione giuridica omogenea ma interessi economici divergenti.

criteri i creditori portatori di interessi economici eterogenei dovrebbero essere separati e quale sia la soglia di eterogeneità necessaria ad imporre la creazione di diverse sottocategorie di creditori con interessi economici diversi. Con riguardo alla prima questione, si è proposto di ricorrere, ad esempio, al criterio della funzione economica<sup>335</sup> assolta dai vari crediti. In questa prospettiva, potrebbero distinguersi, ad es., i creditori finanziari (banche ed altri intermediari), quelli c.d. industriali (ad es. i fornitori), quelli commerciali (ad es., agenti e distributori). Con riguardo alla seconda questione, si è sostenuto che i creditori portatori di interessi economici disomogenei dovrebbero votare separatamente almeno quando tali interessi divergano in maniera evidente gli uni dagli altri<sup>336</sup> (interessi economici tipici “manifestamente” disomogenei).

La tesi che nega l’obbligatorietà della formazione delle classi in presenza di creditori portatori di interessi economici eterogenei viene generalmente motivata sulla base dell’elevato grado di opinabilità della decisione del giudice circa i criteri di differenziazione dei vari interessi economici dei creditori<sup>337</sup>. In particolare, si sostiene che l’obbligatorietà della suddivisione in classi in presenza non solo di creditori con posizione giuridica ma anche con interessi economici tipici disomogenei complicherebbe inutilmente la procedura concordataria, in quanto imporrebbe al giudice di selezionare – e quindi di giustificare – i criteri minimi di eterogeneità economica che impongono la suddivisione in classi. Questa valutazione, d’altra parte, si caratterizzerebbe per un elevato grado di arbitrarietà e di incertezza.

Peraltro, il nuovo art. 85, comma 5, CCII – norma che individua alcuni casi di classazione obbligatoria nel CCII – non sembra idoneo a risolvere la questione. Infatti, da un lato potrebbe argomentarsi che, dal momento che tale norma prevede solo alcuni casi di classazione obbligatoria, tutti gli altri casi ivi non previsti rimangono esclusi e dovrebbero considerarsi meramente facoltativi. Dall’altro lato,

---

<sup>335</sup> Criterio citato ad es. in NIGRO, VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Il Mulino, 2017, p. 289.

<sup>336</sup> Questo è il *Kriterium der offensichtlichen Divergenz der wichtigsten insolvenzbezogenen wirtschaftlichen Interessen* (“criterio di manifesta divergenza dei principali interessi economici legati all’insolvenza”) elaborato da EIDENMÜLLER, *Bildung von Gruppen*, in *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, cit., sub § 222, Rn. 115-121, spec. 120, per ricondurre a costituzionalità l’art. 222, comma 2, *InsO*. L’Autore nota, infatti, che prevedere l’obbligatorietà della formazione delle classi solo in presenza di creditori con posizione giuridica differente (art. 222, comma 1, *InsO*) rischia di condurre a risultati contrari alla costituzione (art. 3, comma 1 della Carta costituzionale tedesca) dal punto di vista della violazione del principio di uguaglianza, che vuole che situazioni simili siano trattate in modo uguale e che situazioni dissimili siano trattate in modo disuguale.

<sup>337</sup> CALANDRA BUONAURA, *Disomogeneità di interessi dei creditori*, cit., pp. 21 s.

però, potrebbe sostenersi che con l'art. 85, comma 5, CCII il legislatore abbia voluto dare rilevanza ai casi di conflitto di interessi (tipici) nel concordato e che, pertanto, tale norma sarebbe suscettibile di essere estesa anche a casi simili.

Non credo, d'altra parte, che un elemento in senso contrario alla tesi della obbligatorietà delle classi (in presenza di significativi elementi di eterogeneità fra gli interessi economici dei votanti) possa trarsi dall'art. 160, comma 1, l. fall. (il piano "può prevedere") e soprattutto dall'art. 85, comma 3, lett. c), CCII, che fa esplicitamente riferimento alla "eventuale suddivisione dei creditori in classi". Infatti, qui si tratta di comprendere se la formazione delle classi in presenza di posizione giuridica e interessi economici tipici disomogenei sia obbligatoria *in relazione a una proposta che deroga all'ordine di graduazione delle varie pretese* e rispetto alla quale, come si è visto, non si può prescindere dal consenso della classe "svantaggiata". Non mi esprimo, invece, sull'opportunità di formare obbligatoriamente le classi (in presenza di interessi economici tipici eterogenei, ovviamente) in relazione a una proposta che riproduca pedissequamente le regole di ripartizione dell'attivo. Faccio notare, tuttavia, che in questo caso il voto dei creditori assumerebbe rilevanza non tanto in relazione a *come il valore ricavabile dal piano viene distribuito* (dato che esso viene distribuito secondo le regole di distribuzione previste *ex lege*, rispetto alle quali i creditori non avrebbero alcuna voce in capitolo, se non in termini di rinuncia individuale – e preventiva – al proprio diritto), ma *in relazione alla convenienza*, complessivamente considerata, *della proposta concordataria rispetto alle eventuali alternative (liquidazione fallimentare/giudiziale)*. In particolare, a me pare che (A) la questione se, in relazione alla sola *decisione sulla convenienza* del concordato rispetto al fallimento/liquidazione giudiziale in presenza di una proposta che riproduce l'ordine di distribuzione del patrimonio del debitore, debbano *necessariamente* formarsi classi distinte di creditori (chirografari) portatori di interessi economici tipici eterogenei debba essere tenuta distinta dalla (B) questione se, *in relazione alla decisione se rinunciare alla quota di (plus)valore concordatario secondo il rango*, debbano necessariamente essere formate classi distinte in presenza di creditori con posizione giuridica e interessi economici tipici eterogenei. Come noto, con riguardo alla questione *sub* (A), la Suprema Corte è orientata in senso negativo (nel senso di affermare, tra l'altro, la facoltatività della suddivisione in classi in presenza di interessi economici tipici disomogenei fra creditori appartenenti allo stesso



rango)<sup>338</sup>. Al di là della condivisibilità di una tale soluzione<sup>339</sup>, in ogni modo, a me pare che la questione *sub* (B) presenti elementi di specificità tali da non richiedere necessariamente che ad essa sia applicata la medesima soluzione accolta dalla giurisprudenza di legittimità con riguardo alla questione *sub* (A).

La questione è particolarmente delicata, in quanto indicativa di una tensione problematica tra i principi che governano il corretto funzionamento del principio maggioritario in relazione a decisioni riconducibili all'autonomia privata e le difficoltà legate alla corretta individuazione da parte del giudice degli elementi di eterogeneità fra i vari interessi economici che giustificano una suddivisione (obbligatoria) dei creditori in classi. E così, se, da un lato, lasciare che i piccoli fornitori decidano insieme alle grandi banche se rinunciare a parte della loro quota di (plus)valore desta qualche perplessità, dall'altro preoccupano le possibili complicazioni legate all'esercizio del sindacato del giudice in questo ambito.

Tuttavia, a me sembra che, nonostante le difficoltà pratiche e il possibile grado di opinabilità di una decisione dell'autorità giudiziaria sul punto, la tesi della obbligatorietà della suddivisione in classi non solo in presenza di differente posizione giuridica ma anche di interessi economici disomogenei debba comunque prevalere, almeno quando questi interessi divergano in maniera manifesta. E ciò non solo perché, tutto sommato, mi sembra che le preoccupazioni legate al corretto funzionamento del principio maggioritario abbiano un "peso maggiore" rispetto a eventuali difficoltà nell'individuazione da parte del giudice della soglia di eterogeneità fra i vari interessi (dopotutto, non può ignorarsi che, là dove il principio maggioritario venga utilizzato quale regola decisionale per vincolare le minoranze dissenzienti, la regola fondamentale di tutto il diritto privato e cioè l'autonomia quale legittimazione esclusiva di ciascuno a disporre dei propri interessi subisce una eccezione<sup>340</sup>). In verità, mi pare che venga in rilievo anche una esigenza di coerenza sistematica con l'istituto degli accordi di ristrutturazione con effetti estensivi (si veda, per quanto riguarda il CCII, l'art. 61). Come si è visto sopra, con gli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa è possibile, allo stesso modo che con il concordato preventivo secondo la tesi alla quale si aderisce in questo lavoro,

---

<sup>338</sup> Cass., 10 febbraio 2011, n. 3274, cit. Si veda, però, da ultimo, Cass., S.U., 28 giugno 2018, n. 17186, cit., per il superamento della premessa teorica sulla quale la Suprema Corte aveva fondato la decisione appena menzionata.

<sup>339</sup> Criticata, ad es., da R. SACCHI, *Lupi e conflitto di interessi*, cit., pp. 66 ss.

<sup>340</sup> Art. 1372 c.c.

disporre a maggioranza del diritto di ciascuno a partecipare ai risultati della soluzione negoziata della crisi secondo l'ordine di graduazione delle varie pretese. Premesso ciò, mi sembra che accogliere, nel concordato preventivo, la tesi della facoltatività della formazione delle classi in presenza di interessi economici eterogenei avrebbe l'effetto di creare una situazione di forte asimmetria fra i due strumenti in punto di tutela dei creditori dissenzienti/non aderenti. Ed infatti, negli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa: (i) la formazione delle categorie secondo posizione giuridica *ed* interessi economici omogenei è obbligatoria nel senso che o si forma la categoria (tenendo conto di entrambi i criteri) o non si possono estendere gli effetti dell'accordo ai non aderenti; (ii) per poter estendere gli effetti dell'accordo ai non aderenti occorre la maggioranza del settantacinque per cento dei crediti appartenenti alla categoria (art. 61, comma 2, lett. c), CCII); (iii) ogni creditore dissenziente all'interno della categoria (la quale non può che essere "assenziente", dato che se manca il consenso della maggioranza all'interno della categoria l'accordo non si estende ai suoi componenti, che dovranno essere pagati per intero) ha diritto alla verifica del *best interest test*, il quale, dunque, qui rappresenta, a differenza che nel concordato preventivo (ove, nel caso di formazione delle classi, è invocabile solo dal creditore appartenente alla classe dissenziente), una vera e propria forma di tutela individuale. In altre parole, da un confronto fra l'impianto normativo in tema di accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa, dove i singoli creditori non aderenti godono di forme di tutela relativamente ampie<sup>341</sup>, e quello in tema di concordato preventivo, dove, invece, (i) il controllo del rispetto del *best interest test* non è assicurato al singolo creditore, ma solo ai creditori appartenenti alle classi dissenzienti (in caso di formazione delle classi) e (ii) per poter estendere gli effetti del concordato ai creditori dissenzienti nella classe è sufficiente una maggioranza semplice dei crediti ammessi al voto (nella classe), mi sembra che, rispetto a quest'ultimo istituto, accogliere la tesi della facoltatività della formazione delle classi in presenza di significativi elementi di eterogeneità fra gli interessi economici dei creditori sarebbe incoerente. In questa prospettiva, se la suddivisione in categorie tenendo conto sia del criterio della posizione giuridica che

---

<sup>341</sup> Infatti, come si è appena detto, qui (i) i singoli creditori nella categoria (necessariamente) assenziente godono della tutela individuale rappresentata dal *best interest test*, (ii) è richiesta una super maggioranza del settantacinque per cento per poter estendere l'accordo ai non aderenti nella categoria e (iii) le categorie devono necessariamente essere formate secondo i due criteri sopra indicati.

di quello degli interessi economici è obbligatoria là (negli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa) dove i creditori non aderenti godono di maggiori forme di protezione, allora dovrebbe esserlo anche nel concordato, dove, come si è visto, i creditori dissenzienti godono di forme di tutela qualitativamente inferiori.

Da quanto appena affermato dovrebbe discendere che: (I) qualora la proposta di concordato preveda che il (plus)valore concordatario sia distribuito secondo modalità che derogano all'ordine gerarchico di distribuzione del patrimonio del debitore, essa deve necessariamente prevedere la suddivisione dei creditori in classi, tenendo conto sia dei diversi ranghi, sia dei principali interessi economici tipici; (II) per poter legittimamente derogare all'ordine gerarchico di distribuzione del patrimonio, occorre che la classe rispetto alla quale la deroga opera (la classe, cioè, che riceve meno di quanto dovrebbe secondo l'ordine delle priorità) esprima il proprio voto in senso favorevole alla proposta<sup>342</sup>. Votando a favore della proposta, infatti, la classe dispone del diritto collettivo alla sua quota di (plus)valore secondo il rango.

A questo punto, occorre compiere un'ulteriore riflessione sui limiti di operatività del principio di maggioranza in relazione a decisioni riconducibili all'autonomia privata.

### **3.2. Classi di creditori, deroghe alla *par condicio creditorum* e principio maggioritario**

Da quanto affermato in precedenza, sembrerebbe che il principio maggioritario possa correttamente funzionare solo all'interno della classe<sup>343</sup>, ove sono riuniti soggetti con interessi tipici omogenei, e non, invece, tra distinte classi che, per definizione, riuniscono soggetti portatori di interessi eterogenei tra loro<sup>344</sup>. In altre

---

<sup>342</sup> In questo senso si è espressa una sentenza di legittimità, Cass., 4 febbraio 2009, n. 2706, in *Foro it.*, 2009, I, pp. 2370 ss. e in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, I, pp. 263 ss., con nota di VATTERMOLI, *Subordinazione legale ex art. 2467 e concordato preventivo*. Quest'ultima sentenza è stata tuttavia esplicitamente superata, da ultimo, da Cass., 27 dicembre 2019, n. 34539, cit., p. 1425, con nota di CATALDO, *Partecipazione dei soci postergati al concorso dei creditori e ammissibilità di una proposta di concordato preventivo che ne preveda il pagamento*, ai sensi della quale “non essendo la volontà del legislatore disponibile dalle parti in sede concordataria, la maggioranza dei creditori non può disporre che sia antergato il soddisfacimento dei postergati, dovendo, invece, il loro soddisfacimento essere sempre posposto a quello integrale degli altri creditori chirografari”.

<sup>343</sup> Infatti, la circostanza che la maggioranza all'interno di un gruppo di soggetti che si trova nella stessa posizione giuridica e riceve lo stesso trattamento voti a favore del piano è indicatore del fatto che non è irragionevole imporre lo stesso trattamento alla minoranza dissenziente che si trova nella stessa posizione giuridica e riceve lo stesso trattamento.

<sup>344</sup> In questo senso anche, D'ALESSANDRO, *La crisi delle procedure concorsuali*, cit., p. 338 (“se tre amici hanno consumato una buona cena al ristorante, il principio di maggioranza non autorizza

parole, dall'analisi dei limiti di operatività della regola maggioritaria in relazione a decisioni riconducibili all'autonomia privata, sembra che una classe che riunisce soggetti portatori di interessi eterogenei rispetto ad un'altra classe non possa validamente decidere anche del trattamento di quest'ultima<sup>345</sup>.

Quanto appena detto sembrerebbe incoerente con quanto ricavabile dalla disciplina dell'approvazione del concordato preventivo ai sensi dell'art. 177, comma 1, l. fall. (art. 109, comma 1, CCII). In particolare, posto che l'istituto delle classi è stato sin da subito concepito come uno strumento per derogare alla *par condicio* (anzi, per consentire una migliore attuazione della stessa) tra *creditori chirografari*, e cioè uno strumento per attribuire trattamenti differenziati a creditori dello stesso rango, ma con interessi economici diversi<sup>346</sup>, sul presupposto che questo agevolerebbe la raccolta del consenso<sup>347</sup>, la circostanza che l'art. 177, comma 1, l. fall. (art. 109, comma 1, CCII) richieda che il concordato venga approvato dalla (maggioranza dei crediti nella) *maggioranza delle classi* sembrerebbe deporre a favore della ricostruzione per la quale, se anche fosse vero che il principio maggioritario non può validamente operare fra classi con rango diverso (il che mi pare evidente), non è altrettanto vero che esso non possa operare tra classi di creditori dello stesso rango, ma con interessi economici distinti. E la prova sarebbe rappresentata proprio dal disposto di cui all'art. 177, comma 1, l. fall. (art. 109, comma 1, CCII), che non richiede che la maggioranza dei crediti ammessi al voto sia raggiunta in ogni classe, ma solamente nella maggioranza di esse, consentendo dunque (quantomeno) alla maggioranza delle classi di creditori dello stesso rango, ma con interessi economici

---

minimamente due di loro a deliberare che...il conto lo paghi il terzo"); l'Autore prosegue con l'esempio seguente: "se la proposta prevede il pagamento del 100 per cento ai piccoli creditori, del 90 per cento ai medi e del 10 per cento ai grandi, per la sua approvazione non dovrebbe in linea di principio bastare il consenso maggioritario all'interno delle prime due classi". Sul tema anche G. FERRI jr, *Autonomia privata e principio maggioritario nelle procedure concorsuali*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, p. 356, il quale osserva che "l'operatività del principio maggioritario risulta circoscritta alla singola collettività, e cioè alla singola classe, e non si estende ai rapporti tra le classi [...]".

<sup>345</sup> Sul punto si veda, da ultimo, TERRANOVA, *I concordati in un'economia finanziaria*, in *Dir. fall.*, 2020, I, p. 14 ("[s]ul piano dei principi, le classi – sia pure votando, al loro interno, a maggioranza – dovrebbero essere *tutte* concordi nell'accettare la proposta di concordato, giacché il voto dei creditori trattati meglio non dovrebbe in alcun modo vincolare i destinatari d'offerte meno vantaggiose", enfasi dell'Autore).

<sup>346</sup> Si veda, ad es., NARDECCHIA, *Le classi*, cit., pp. 87 ss.

<sup>347</sup> In questa prospettiva, formare distinte classi di creditori con medesima posizione giuridica (chirografari), ma con differenti interessi economici, consente di "personalizzare" il trattamento in base alle esigenze dei diversi partecipanti. Questo, a sua volta, agevola la raccolta del consenso. E così, proprio grazie all'istituto delle classi, la proposta potrà prevedere una soddisfazione in percentuale più alta, ma distribuita nell'arco di un più ampio lasso di tempo, ad esempio, per i creditori (chirografari) finanziari e una soddisfazione più bassa (in percentuale), ma immediata, ad esempio, per i creditori (chirografari) fornitori.

disomogenei, di vincolare la minoranza di esse. In altre parole, in un contesto in cui le classi sono generalmente viste come uno strumento per derogare alla *par condicio*, e cioè per attribuire trattamenti diversi a soggetti appartenenti allo stesso rango (i creditori chirografari), ma con interessi economici disomogenei, la norma di cui all'art. 177, comma 1, 1. fall. sembrerebbe suggerire che il principio maggioritario possa quantomeno operare tra classi, appunto, dello stesso rango (chirografario), ma con interessi economici disomogenei<sup>348</sup>.

Questa tesi non mi sembra convincente. Infatti, anche a prescindere dal voler assegnare una qualche rilevanza, ai fini della giustificazione della regola maggioritaria, ai differenti interessi economici che contraddistinguono le diverse classi, mi sembra che, in ogni caso, un ostacolo all'operatività del principio maggioritario tra classi sia rappresentato dal fatto che alle diverse classi venga offerto un *diverso trattamento*. Non mi sembra, infatti, che la decisione di una classe alla quale venga offerto un determinato trattamento possa essere vincolante anche per un'altra classe alla quale viene offerto un trattamento diverso<sup>349</sup>. Infatti, anche a non voler attribuire alcuna rilevanza all'affermazione per la quale il principio maggioritario non potrebbe operare fra soggetti portatori di interessi economici tipici eterogenei, non mi sembra, in ogni modo, che tale regola decisionale legittimi un gruppo di soggetti cui viene offerto un certo trattamento a esprimersi sul trattamento offerto ad un altro gruppo di soggetti quando tale secondo trattamento è diverso rispetto al primo<sup>350</sup>.

E così, ad esempio, se anche non si volesse riconoscere che i creditori finanziari non possono decidere anche per i creditori commerciali *in virtù dei loro interessi economici tipici disomogenei*, mi sembra, tuttavia, che si debba affermare che i primi non possano decidere per i secondi *in quanto essi, se suddivisi in classi, sono,*

---

<sup>348</sup> Seguendo questa argomentazione, dovrebbe ritenersi, differentemente da quanto poco sopra affermato, che (i) la regola maggioritaria non può operare tra classi che riuniscono creditori con rango diverso; (ii) essa può invece operare tra classi di creditori dello stesso rango, ma con interessi economici disomogenei.

<sup>349</sup> Per esempio, si consideri una proposta che coinvolge cinque classi di creditori chirografari. A tre di loro viene offerta una soddisfazione pari al 90% del loro credito. Essi accettano la proposta. A due di loro viene offerta una soddisfazione pari solo al 40% del loro credito. Essi votano contro la proposta. In questo caso, sembra ragionevole ritenere che la maggioranza di tre classi a cui viene offerta una soddisfazione del 90% non possa legittimamente vincolare la minoranza di due classi a cui viene offerta la diversa soddisfazione pari al 40%.

<sup>350</sup> In questo senso anche D'ALESSANDRO, *La crisi delle procedure concorsuali*, cit., p. 338 che parla di "uguale o comunque proporzionale incidenza dei risultati della decisione collettiva".

*almeno di regola, destinatari di diversi trattamenti*<sup>351</sup>. Per verificare la legittimità dell'uso della regola maggioritaria, infatti, non occorre solamente prendere in considerazione la “posizione di partenza”, ma anche quella “di arrivo”, cioè il trattamento offerto dal piano alle diverse classi di creditori. Tale trattamento, infatti, “conforma” l'interesse “finale” di quella determinata classe, in modo tale che esso sarà sempre diverso da quello di una classe destinataria di un differente trattamento. Può affermarsi, dunque, che, se, da un lato, una classe che riunisce creditori con una determinata posizione giuridica (ad es., classe di creditori privilegiati generali) non può validamente decidere anche per la classe che riunisce creditori con una diversa posizione giuridica (ad es., classe di creditori chirografari), allo stesso modo, la decisione di un gruppo di soggetti che si trova nella stessa posizione giuridica di un altro gruppo di soggetti, ma al quale viene offerto un trattamento diverso, non può essere vincolante nei confronti di quest'ultimo.

Alla luce di queste considerazioni deve (quantomeno) riconoscersi che, rispetto alla decisione circa la deroga all'ordine di distribuzione del patrimonio, (i) il principio maggioritario non può validamente operare fra classi che riuniscono soggetti con posizione giuridica eterogenea, e, (ii) il principio maggioritario non può validamente operare fra distinte classi di creditori con la stessa posizione giuridica, ma alle quali viene offerto un trattamento diverso (sulla base, evidentemente, dei loro distinti interessi economici). Con riguardo a quest'ultimo punto, ci si rende conto che il tenore testuale dell'art. 177, comma 1, l. fall. fornisce una indicazione in senso diverso; tuttavia, l'ostacolo appare superabile alla luce delle considerazioni di sistema desumibili dalle argomentazioni precedentemente esposte.

Da quanto appena detto dovrebbe ricavarsi che, qualora la proposta di concordato preveda trattamenti in deroga alla *par condicio* e dunque offra a una classe di creditori un trattamento diverso rispetto a quello che le spetterebbe secondo il rango, tale classe debba approvare la proposta e non possa essere vincolata dalla decisione assunta dalla maggioranza delle altre eventuali classi<sup>352</sup>. In altre parole, il

---

<sup>351</sup> Residuerrebbe, per vero, l'ipotesi in cui i creditori sono suddivisi in diverse classi alle quali viene offerto il medesimo trattamento. Questa ipotesi, però, sembra ammissibile solo se si aderisce alla tesi per la quale i creditori con interessi economici disomogenei devono decidere separatamente (eventualmente anche sullo stesso trattamento). Se si rigetta questa tesi e, quindi, si ammette la possibilità che soggetti portatori di interessi economici eterogenei possano decidere all'interno della stessa classe, non pare ammissibile la tecnica di suddividere i creditori in classi per poi attribuire loro lo stesso trattamento, in quanto si avrebbe una inutile moltiplicazione delle classi non connessa ad alcuna – in questa seconda prospettiva – esigenza.

<sup>352</sup> Si veda anche D'ALESSANDRO, *La crisi delle procedure concorsuali*, cit., p. 339 (“non si può non pensare che il consenso di ogni categoria sia comunque essenziale”).

consenso della classe interessata sembra necessario non solo quando la proposta concordataria attribuisce ad una determinata classe una soddisfazione in deroga all'ordine verticale di distribuzione del patrimonio del debitore, ma anche quando venga prevista una soddisfazione in deroga al principio della *par condicio*<sup>353</sup>. Ciò, d'altra parte, è coerente con il principio affermato in precedenza per il quale ciascuna classe che riceve una soddisfazione inferiore rispetto a quella che le spetterebbe secondo il rango deve esprimersi in senso favorevole alla proposta. Si è visto, infatti, che un trattamento in deroga alla *par condicio* è *anche* un trattamento che deroga all'ordine delle priorità acquisite *ex ante*. In altre parole, se il principio è quello per cui ciascuna classe deve poter partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango, distinguere tra rapporti verticali e rapporti orizzontali fra le varie pretese assume poca rilevanza.

### **3.3. Il meccanismo di cui all'art. 180, comma 4, l. fall. (art. 112 CCII) non è sufficiente a proteggere il diritto della classe alla quota di (plus)valore secondo il rango (rinvio)**

Invero, il problema evidenziato nel paragrafo precedente (*i.e.*, operatività della regola maggioritaria fra diverse classi) potrebbe essere superato qualora fosse previsto un meccanismo alternativo a tutela della posizione giuridica della classe o delle classi dissenzienti rimaste in minoranza. Un meccanismo, cioè, che intervenga qualora la tecnica della autonomia fallisca, ovvero quando non è stato possibile raggiungere il consenso (maggioritario) all'interno di ciascuna classe di voto. Come si è visto, dalla corretta applicazione all'istituto concordatario dei principi e delle regole sulla responsabilità patrimoniale del debitore può ricavarsi un diritto (collettivo) a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango. Se il nostro ordinamento disponesse, dunque, di un sistema in grado di tutelare questo diritto in caso di dissenso della classe, il problema evidenziato nel paragrafo precedente potrebbe essere superato, in quanto la classe dissenziente risulterebbe vincolata non per effetto dell'operatività della regola maggioritaria (fra classi) ma per effetto di questo meccanismo alternativo.

Nel rimandare al capitolo seguente per una proposta di ricostruzione, in via interpretativa, di un tale sistema nell'ambito del concordato preventivo, preme qui sottolineare come esso non possa essere rappresentato dal giudizio di omologazione

---

<sup>353</sup> Per una ulteriore analisi di questo concetto si veda il § 3.4 di questo capitolo.

così come disciplinato dall'art. 180, comma 4, l. fall. (art. 112 CCII). Infatti, questa norma, così come interpretata dalla maggioranza dei commentatori <sup>354</sup>, interpretazione poi confermata con l'introduzione del CCII, consente alla corte di superare il dissenso di (un creditore appartenente a) una classe dissenziente qualora si convinca che (il creditore appartenente a) quella classe riceva dal concordato un trattamento non inferiore rispetto a quello che otterrebbe nella liquidazione fallimentare (giudiziale).

Questo non è sufficiente per tutelare il diritto della classe dissenziente a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango. La forma di *cram down* prevista dall'art. 180, comma 4, l. fall. (art. 112 CCII), infatti, assicura ai creditori appartenenti alla classe dissenziente solamente il valore di liquidazione della loro pretesa, non il valore di continuità/riorganizzazione (il (plus)valore). Esso si fonda su quello che negli altri ordinamenti è denominato *best interest test* (test che, come si è accennato, in quegli altri ordinamenti opera all'interno della classe e non fra classi).

Si sono già viste le ragioni per le quali non è sufficiente proteggere il diritto dei creditori ad ottenere il valore di liquidazione delle loro pretese, ma occorre assicurare piena protezione al diritto (collettivo) alla quota di (plus)valore secondo il rango. In questa prospettiva, ritenere superabile il dissenso della classe sulla base del *best interest test* (i.e., fondare il *cram down* sul *best interest test*) significa autorizzare espressamente alcune classi (quelle più forti) ad appropriarsi di quanto più *surplus* possibile a svantaggio delle altre classi (quelle più deboli), che verranno "lasciate" con il solo valore di liquidazione per effetto di una decisione presa a maggioranza di classi rappresentative di soggetti portatori di interessi tipici disomogenei<sup>355</sup>. In altre parole, fondare il *cram down* sul *best interest test* significa avallare distribuzioni asimmetriche (sia in senso verticale che in senso orizzontale<sup>356</sup>) del (plus)valore in deroga all'ordine delle priorità acquisite *ex ante*. Le classi più forti sarebbero infatti incentivate ad accordarsi (a maggioranza di classi) per accaparrarsi tutto il (plus)valore, lasciando alle classi più deboli solo il valore di liquidazione della loro pretesa<sup>357</sup>. Come si è cercato di dimostrare in

---

<sup>354</sup> Si veda, ad es., RANALLI, *La soddisfazione parziale dei creditori privilegiati*, cit., p. 1355. Per ulteriori riferimenti si veda la dottrina citata alla nota 286.

<sup>355</sup> Sul punto si veda anche TERRANOVA, *I concordati in un'economia finanziaria*, cit., p. 14, secondo il quale "[q]uesto approccio desta molte perplessità, perché si presta a colpi di mano della sedicente maggioranza ai danni delle minoranze, o delle classi minoritarie".

<sup>356</sup> Ossia in deroga alla *par condicio*.

<sup>357</sup> Si vedano le preoccupazioni sollevate in questo senso da STANGHELLINI, *Creditori «forti» e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2006, pp. 385 ss.



precedenza, questo risultato non appare coerente con la *ratio* dell'istituto concordatario e con il sistema delineato dai principi in tema di responsabilità patrimoniale del debitore.

### **3.4. Considerazioni ulteriori sul ruolo delle classi nel concordato preventivo**

Da quanto detto finora dovrebbe emergere che la funzione delle classi nel concordato preventivo è in primo luogo quella di consentire una distribuzione del (plus)valore concordatario in deroga all'ordine di graduazione delle varie pretese. Infatti, se da un lato le classi possono essere utilizzate per attribuire trattamenti differenziati a creditori dello stesso rango, in deroga, dunque, alla *par condicio*, dall'altro esse possono essere sfruttate per attribuire a un determinato gruppo di soggetti un trattamento inferiore rispetto a quello che spetterebbe a quel gruppo secondo le regole di ripartizione dell'attivo. Grazie all'istituto delle classi, dunque, anche soggetti che non dovrebbero ricevere alcun valore dal concordato, in quanto il (plus)valore (stimato) non è sufficiente a soddisfare integralmente i titolari di pretese anteriori (c.d. *out of the money claimants*), possono ricevere una qualche forma di soddisfazione (a patto, si è visto, che la classe che riceve meno di quanto dovrebbe accetti di rinunciare a una parte della propria quota di (plus)valore) senza la necessità di ottenere il consenso individuale di coloro che sono pregiudicati. Allo stesso modo, il trattamento delle classi di soggetti del medesimo rango, alle quali dovrebbe essere attribuita la medesima quota di (plus)valore, può essere differenziato sulla base delle esigenze di ciascuna di esse (a patto, si è visto, che la classe che riceve un trattamento diverso da quello che le spetterebbe in applicazione delle regole di ripartizione dell'attivo accetti tale diverso trattamento)<sup>358</sup>.

Sembra, dunque, confermata la tesi per la quale la suddivisione dei creditori in classi rappresenta una soluzione al conflitto fra gli interessi (tipici) dei vari creditori<sup>359</sup>. Grazie a questo istituto, infatti, creditori con interessi tipici disomogenei fra loro possono esprimere il proprio voto sulla proposta senza che la decisione abbia effetti asimmetrici su parte di essi. Questa tesi sembra trovare una

---

<sup>358</sup> Ci si rende conto che quest'ultima osservazione contrasta con il dato letterale ricavabile dall'art. 180, comma 4, l. fall. (art. 112 CCII). Tuttavia, come si è cercato di illustrare nei paragrafi precedenti, l'interpretazione proposta in questo lavoro sembra più coerente non solo con la *ratio* dell'istituto concordatario (volto alla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio nel suo complesso e non solamente di alcune categorie di creditori – quelle più forti) ma anche con i limiti di applicazione del principio maggioritario in relazione a decisioni che rientrano nella sfera dell'autonomia privata delle parti.

<sup>359</sup> Si rimanda nuovamente ai lavori di R. Sacchi citati alla nota 334.

ulteriore conferma nell'ambito del CCII, che prevede alcuni casi di formazione obbligatoria delle classi. Tra questi, il più rilevante è quello relativo alla obbligatorietà della formazione delle classi per “i creditori che vengono soddisfatti anche in parte con utilità diverse dal denaro”. Con questa norma, la formazione delle classi diviene obbligatoria in ogni caso di riorganizzazione societaria, che, come abbiamo visto, consiste nell'attribuzione ai creditori di strumenti finanziari nella società riorganizzata, secondo lo schema della *datio in solutum*<sup>360</sup>.

Nei paragrafi che seguono, l'analisi procederà come segue. In primo luogo, verrà analizzato l'oggetto del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango. In particolare, sulla base della distinzione fra pagamento in denaro e soddisfazione con mezzi diversi dal denaro, si cercherà di dimostrare che tale diritto si risolve in una pretesa a ottenere una soddisfazione, *anche con mezzi diversi dal denaro*, pari al valore corrispondente alla quota di (plus)valore concordatario secondo il rango.

In secondo luogo, verranno individuati i soggetti che, secondo la ricostruzione qui proposta, sono titolari del diritto alla quota di (plus)valore concordatario secondo il rango, nonché le modalità attraverso le quali essi possono partecipare al procedimento di approvazione del concordato preventivo.

#### **4. L'oggetto del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango**

Finora si è parlato di diritto (collettivo) a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango della propria pretesa. Non si è specificato, tuttavia, secondo quali modalità tale partecipazione debba avvenire.

Per risolvere questa questione, occorre ricordare che la funzione del concordato preventivo in continuità diretta (sia con destinazione dei flussi di cassa ai creditori, sia riorganizzativo<sup>361</sup>) dovrebbe essere la migliore soddisfazione dei creditori (sussistendo certe condizioni) *sul presupposto che il valore ricavabile dalla continuità diretta/riorganizzazione sia maggiore di quello che si otterrebbe in una liquidazione fallimentare/concordataria* (anche qualora l'azienda venisse liquidata

---

<sup>360</sup> DEL MAJNO, *Brevi note sulla datio in solutum nel concordato preventivo, anche alla luce del nuovo Codice della crisi di impresa*, in *Fallimento*, 2019, p. 580. Quando invece la proposta prevede l'assegnazione di azioni di nuova emissione, la soddisfazione del creditore non avviene tramite *datio in solutum*, ma per compensazione fra il credito originario e il debito da sottoscrizione.

<sup>361</sup> Si veda il § 4 del primo capitolo di questo lavoro.

non atomisticamente ma in blocco)<sup>362</sup>. La ragione di ciò, come si è visto, risiede principalmente nel venir meno di quell'elemento di coattività tipico delle vendite fallimentari/concordatarie. Inoltre, nella specifica circostanza, l'impresa potrebbe non essere facilmente liquidabile in quanto potrebbe mancare un acquirente sul mercato disposto a pagare l'intero *going concern value*<sup>363</sup> oppure il trasferimento di alcuni *assets* da una entità ad un'altra potrebbe risultare particolarmente oneroso. Questo valore, che si è definito (plus)valore o valore di riorganizzazione, tuttavia, è un valore meramente stimato<sup>364</sup>. Esso non è destinato ad essere convertito in denaro come avverrebbe nella procedura di fallimento (diverso è il caso dei beni non funzionali alla prosecuzione dell'impresa, i quali vengono invece di regola liquidati<sup>365</sup>). Proprio per la circostanza che questo valore non è suscettibile di essere convertito in denaro, pare ragionevole ritenere che, *rispetto ad esso*, i vari *claimants* non abbiano una pretesa ad essere pagati, appunto, in denaro. Al contrario, parrebbe ragionevole ritenere che rispetto al valore di riorganizzazione i vari *claimants* abbiano solamente una pretesa (secondo l'ordine del loro rango) ad essere soddisfatti *in forme anche diverse dal pagamento in denaro*. Per soddisfazione in forme diverse dal pagamento in denaro intendo: (i) una *promessa* di pagamento, seppur in denaro, ma dilazionato lungo la durata del piano sulla base dei flussi di cassa discendenti dalla continuità (il che equivale, per il creditore, a un impegno a rifinanziare il debitore<sup>366</sup>); l'attribuzione di strumenti finanziari nella società riorganizzata (che potrebbe essere ricondotta alla fattispecie di *datio in solutum*<sup>367</sup>) o in altra società; altre forme di soddisfazione diverse dal pagamento in denaro. Se si concorda su questo, dovrebbe comprendersi perché il diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango dovrebbe più propriamente intendersi

---

<sup>362</sup> Si veda l'art. 186-bis, comma 2, lett. b), 1. fall. e l'art. 87, comma 3, CCII.

<sup>363</sup> Ciò potrebbe verificarsi, ad esempio, quando la crisi della singola impresa non è un fenomeno isolato nel settore in cui essa opera, ma è il settore stesso ad essere in crisi.

<sup>364</sup> La stima avviene, innanzitutto, nell'ambito del piano presentato dal proponente (art. 186-bis, comma 2, lett. a), 1. fall.; art. 87, comma 1, lett. g), CCII). Quest'ultimo (*i.e.*, la sua fattibilità) è poi oggetto (insieme alla veridicità dei dati aziendali) della relazione del professionista "attestatore" (art. 161, comma 3, 1. fall.; art. 87, comma 2, CCII).

<sup>365</sup> Art. 186-bis, comma 1, ult. frase, 1. fall.

<sup>366</sup> STANGHELLINI, *L'approvazione dei creditori nel concordato preventivo: legittimazione al voto, maggioranze e voto per classi*, in *Fallimento*, 2006, p. 1061.

<sup>367</sup> In generale, sul tema si veda, ad esempio, BASSI, *Il concordato preventivo tra cessio bonorum e datio in solutum. Il caso "S. Raffaele"*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 848; SALVATO, *Questioni in tema di conversione del credito in capitale di rischio nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2015, pp. 59 ss.

come il diritto a ottenere una quota di valore di riorganizzazione secondo il rango *in forme anche diverse dal pagamento in denaro*.

Il resto del paragrafo sarà dedicato alla disamina di questo concetto nell'ambito del concordato riorganizzativo (riorganizzazione societaria di matrice statunitense).

Come già evidenziato in precedenza, in teoria, la ragione principale per scegliere una riorganizzazione piuttosto che una liquidazione fallimentare/concordataria (anche in forma non atomistica) è che il ricavato atteso da una vendita a terzi si discosta in maniera rilevante rispetto al *fair market value*<sup>368</sup> dell'impresa<sup>369</sup>. Infatti, una vendita nell'ambito di una liquidazione coattiva deve necessariamente avvenire, ed entro un periodo di tempo limitato. La definizione di *fair market value* presuppone, invece, che non vi sia alcuna costrizione a vendere e che il venditore sia in grado di attendere la più alta offerta conseguibile sul mercato<sup>370</sup>. Il valore aggiunto di una ristrutturazione (e cioè il *surplus* da riorganizzazione) è dato proprio dalla possibilità di evitare lo sconto che è insito nella natura stessa di una vendita fallimentare/concordataria<sup>371</sup>.

In tali circostanze, come già segnalato, potrebbe essere un'opzione più interessante per i creditori<sup>372</sup> acquisire (e quindi rifinanziare) la società stessa piuttosto che venderla a terzi in cambio di denaro. Se i creditori acquisiscono la società, il suo valore viene distribuito tra loro sotto forma di vari strumenti finanziari. In tal caso, non vi è alcuna liquidazione (vendita a terzi in cambio di denaro) e non vi è alcun pagamento in denaro (salvo con riguardo ai beni non funzionali alla continuazione dell'impresa, che generalmente vengono liquidati). Il valore della società viene distribuito direttamente ai creditori in forma non monetaria. La ristrutturazione finanziaria di un'impresa insolvente (o quasi) non è altro che un'esecuzione

---

<sup>368</sup> Il *fair market value* è generalmente definito come il prezzo più alto in denaro che verrebbe concordato tra un ipotetico acquirente disposto a comprare e un ipotetico venditore disposto a vendere, i quali sono sufficientemente e similmente informati in un mercato aperto e senza restrizioni (in cui sono presenti tutti i potenziali acquirenti) e non sono obbligati ad acquistare o vendere. Sul punto si vedano FISHMAN, PRATT, MORRISON, *Standards of Value. Theory and Applications*, Wiley, 2007, pp. 21 ss.

<sup>369</sup> STEINKE, *Price, Value and Comparable Distinctions in Distressed Markets*, in *Appraisal Journal*, 80, 2012, p. 140; SHLEIFER, VISHNY, *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, in *Journal of Economic Perspectives*, 25, 2011, pp. 29 ss.; ID., *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, in *Journal of Finance*, 47, 1992, pp. 1343 ss.

<sup>370</sup> TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings*, cit., p. 50.

<sup>371</sup> TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings*, cit., pp. 49 ss.

<sup>372</sup> Si assume qui che il debitore non sia in grado di ripagare integralmente tutti i creditori alle scadenze pattuite.

collettiva sul valore dell'impresa, ove il valore viene distribuito in forma non monetaria invece che in denaro<sup>373</sup>.

Occorre tuttavia sottolineare che, dal punto di vista di chi fornisce capitale alle imprese, una soddisfazione in denaro è cosa ben diversa da una soddisfazione in forme diverse dal denaro, specialmente se attuata attraverso l'attribuzione di strumenti finanziari nella società riorganizzata. Come già accennato, gli strumenti finanziari sono generalmente rischiosi, non sono immediatamente liquidabili e, a volte, non esiste nemmeno un mercato per gli stessi<sup>374</sup>. Per un creditore, dunque, non è indifferente ricevere, a soddisfazione del proprio credito, strumenti partecipativi in una società piuttosto che un pagamento in denaro.

Nell'ambito del concordato preventivo, ove il principio maggioritario è eletto a regola di funzionamento della collettività organizzata dei creditori, non è necessario che ciascun creditore acconsenta individualmente ad essere soddisfatto attraverso l'assegnazione di strumenti finanziari<sup>375</sup>. Infatti, richiedere il consenso individuale di ciascun creditore genererebbe un problema di *anticommons* e rischierebbe di paralizzare le procedure di riorganizzazione<sup>376</sup>. Piuttosto, qualora si voglia attribuire una soddisfazione in forme diverse dal denaro, sembra opportuno formare apposite classi di creditori e lasciare che esse si esprimano sul trattamento offerto dalla proposta. D'altra parte, questo è ciò che è previsto dal CCII, che impone la formazione delle classi "per i creditori che vengono soddisfatti anche in parte con utilità diverse dal denaro"<sup>377</sup>.

Alla luce di quanto argomentato sinora può affermarsi, dunque, che funzione delle classi è anche quella di consentire una soddisfazione dei creditori in forme diverse dal denaro senza la necessità del consenso individuale di ciascuno di essi.

---

<sup>373</sup> In termini generali, la liquidazione consiste in un'operazione di mercato che consente di convertire il valore disponibile in denaro da distribuire agli aventi diritto. Nel caso della liquidazione fallimentare, c'è una coazione a vendere, ma almeno il prezzo è certo, e non frutto di una valutazione prognostica, in quanto è il meccanismo di mercato a determinarlo. In una ristrutturazione, invece, la distribuzione avviene in forma non monetaria. Il valore dell'azienda viene distribuito direttamente agli aventi diritto sotto forma di diversi strumenti finanziari. Non viene effettuata alcuna transazione sul mercato. Pertanto, in una ristrutturazione, la determinazione del valore disponibile per la distribuzione deve necessariamente avvenire attraverso un esercizio di valutazione. Per questo motivo i concetti di ristrutturazione e valutazione sono indissolubilmente legati.

<sup>374</sup> TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings*, cit., pp. 52 ss.

<sup>375</sup> Se la soddisfazione attraverso l'assegnazione di strumenti finanziari nella società riorganizzata è una forma di *datio in solutum* (prestazione in luogo dell'adempimento) regolata dall'art. 1197 c.c., sembra necessario, per quanto riguarda il concordato preventivo, derogare a tale norma nella parte in cui richiede il consenso individuale del creditore.

<sup>376</sup> Sul punto, si veda il § 5.1.1 del primo capitolo di questo lavoro.

<sup>377</sup> Art. 85, comma 5, CCII.

Dopotutto, qualora le classi siano correttamente formate e sia prevista la possibilità, per il giudice, di verificare la correttezza dei criteri di formazione (o, eventualmente, la legittimità della non formazione delle stesse), opera la presunzione per la quale la decisione della maggioranza (in questo caso, il consenso a ricevere una soddisfazione in una forma diversa dal pagamento in denaro) sia nell'interesse anche della minoranza.

Il problema sorge, piuttosto, quando la classe voti in senso sfavorevole all'attribuzione di una soddisfazione in forme diverse dal denaro. In questo caso, se si vuole portare avanti il tentativo di riorganizzazione (che, si assume, consente la creazione di un *surplus*) alla tecnica della autonomia (*i.e.*, il consenso della classe) non può che sostituirsi quella della eteronomia. Il punto verrà analizzato nel prossimo capitolo dedicato alla tecnica della eterotutela (§ 2).

### **5. I soggetti titolari del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango**

In teoria, i soggetti titolari del diritto a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango sono tutti coloro che vantano delle pretese nei confronti del patrimonio del debitore-società di capitali, ovvero i creditori (creditori privilegiati, creditori chirografari, creditori subordinati) e, a certe condizioni, i suoi soci. Fra questi, le categorie che pongono maggiori problemi in punto di ricostruzione della relativa disciplina sono quella dei creditori privilegiati e quella dei soci.

Quanto alla categoria dei creditori privilegiati, i dubbi maggiori attengono: (i) alla legittimità di soddisfare i creditori privilegiati in forme diverse dal pagamento immediato ed in denaro; (i.A) in caso di risposta affermativa, ci si chiede entro quali limiti tale possibilità sia concessa, se solo per la parte non capiente della garanzia o anche per la parte capiente della stessa; (i.B) peraltro, occorre individuare criteri adeguati per calcolare la parte capiente della garanzia su un credito privilegiato nel caso di concordato con continuità diretta e conservazione dei beni funzionali all'esercizio dell'impresa; (ii) alla corretta interpretazione dell'art. 160, comma 2, 1. fall. (art. 85, comma 7, CCII). Con riguardo a quest'ultimo aspetto, occorre sin da subito mettere in evidenza che l'art. 160, comma 2, 1. fall. è oggetto di una duplice lettura.

Secondo una prima tesi, l'art. 160, comma 2, 1. fall. (art. 85, comma 7, CCII) andrebbe interpretato nel senso di attribuire al debitore la facoltà di falcidiare il

creditore privilegiato fino al valore di liquidazione della sua pretesa<sup>378</sup>. Ciò significa che si ritiene ammissibile e omologabile una proposta concordataria che attribuisce al creditore privilegiato (in quanto creditore privilegiato) nulla di più del valore che egli potrebbe ottenere se il bene o diritto (o patrimonio, in caso di creditore assistito da privilegio generale sul patrimonio mobiliare ed eventualmente immobiliare del debitore<sup>379</sup>) oggetto della prelazione venisse liquidato nelle forme della liquidazione fallimentare, a patto che tale valore venga indicato nella relazione di stima allegata al piano di concordato<sup>380</sup>. Per il resto, il credito privilegiato verrebbe degradato a chirografo e soddisfatto nella percentuale e secondo le modalità previste nella proposta per questa categoria di creditori (cfr. l'art. 85, comma 7, CCII). In questa prospettiva, la differenza fra quanto i creditori privilegiati potrebbero ottenere nella liquidazione fallimentare e il valore complessivamente ricavabile dal piano di concordato (così come stimato e oggetto di attestazione ai sensi della disciplina applicabile), e cioè il *surplus* concordatario, sarebbe liberamente distribuibile anche ad altri creditori, ad esempio ai creditori chirografari, *perché così viene disposto da una norma di legge* (l'art. 160, comma 2, l. fall.<sup>381</sup>, appunto).

Secondo una diversa tesi, invece, l'art. 160, comma 2, l. fall. (art. 85, comma 7, CCII) andrebbe interpretato nel senso che tale disposizione consente sì la falcidia dei creditori privilegiati, ma solo qualora tutto il patrimonio del debitore, integrato del *surplus* concordatario<sup>382</sup> (*i.e.*, nel concordato con continuità, dei flussi di cassa discendenti dalla continuità concordataria<sup>383</sup>), non sia sufficiente a soddisfarli integralmente<sup>384</sup>. Questo perché, altrimenti, vi sarebbe una alterazione dell'ordine delle cause legittime di prelazione, vietata proprio dallo stesso art. 160, comma 2,

---

<sup>378</sup> Si vedano la dottrina e la giurisprudenza citate alle note 216-217.

<sup>379</sup> Cfr. l'art. 2776 c.c.

<sup>380</sup> Art. 160, comma 2, l. fall.; art. 85, comma 7, CCII.

<sup>381</sup> Art. 85, comma 7, CCII.

<sup>382</sup> Questo patrimonio viene spesso definito "patrimonio dinamico", per distinguerlo dal "patrimonio statico", ovvero quello presente e cristallizzato al momento della presentazione della domanda di concordato, potenzialmente liquidabile nelle forme della liquidazione fallimentare.

<sup>383</sup> Così come stimati e oggetto di attestazione secondo la disciplina applicabile (artt. 161, comma 3 e 186-bis, comma 2, l. fall.; art. 87, comma 1, lett. g) e comma 2, CCII). Più propriamente, nel concordato riorganizzativo, il *surplus* concordatario corrisponde al valore stimato dell'impresa riorganizzata meno il valore di liquidazione della stessa (o, eventualmente, il valore che si otterrebbe nelle alternative concretamente praticabili). Nel prosieguo, per semplicità, si parlerà di flussi di cassa della continuità, anche perché il dibattito in dottrina e in giurisprudenza ha riguardato soprattutto la fattispecie di concordato in continuità con soddisfazione dei creditori tramite i flussi di cassa della continuità.

<sup>384</sup> Si veda la giurisprudenza citata alla nota 216.

1. fall. (art. 85, comma 6, CCII), nonché dalla disciplina in materia di responsabilità patrimoniale del debitore di cui agli artt. 2740 e 2741 c.c. In questa prospettiva, si ritiene che una proposta concordataria che non destini tutto il valore ricavabile dal piano (così come stimato e oggetto di attestazione secondo la disciplina applicabile<sup>385</sup>) ai creditori con privilegio generale (sul patrimonio mobiliare ed eventualmente immobiliare del debitore) fino a soddisfazione della loro pretesa, ma attribuisca una parte di quel valore ai creditori chirografari (o ad altri titolari di pretese di rango inferiore), sarebbe inammissibile, cioè non suscettibile di essere sottoposta al voto dei creditori.

Con riguardo a questa questione, si tenterà di dimostrare (§§ 5.2 ss. di questo capitolo) che, se la prima tesi non può essere accolta in quanto anche i creditori privilegiati (soprattutto i creditori con privilegio generale) dovrebbero ritenersi titolari (in quanto creditori privilegiati e non in quanto creditori privilegiati degradati a chirografo) del diritto alla quota di (plus)valore concordatario secondo il rango (e non solo del diritto al valore ricavabile nella liquidazione fallimentare), la corretta ricostruzione di tale diritto in chiave di diritto collettivo e disponibile (anche dalla maggioranza) dovrebbe condurre a ritenere che la proposta che destini parte di esso in deroga alle regole di distribuzione del patrimonio non sia inammissibile *per se* (come invece discende dall'accoglimento della seconda tesi sopra esposta). Infatti, sulla linea della ricostruzione proposta in questo lavoro, sembra più coerente con le indicazioni ricavabili dal sistema la tecnica che consente ai creditori privilegiati, riuniti in una o più classi (a seconda della posizione giuridica e degli interessi economici) di votare a favore di una proposta che destina parte del (plus)valore stimato anche ai creditori chirografari (nonostante i primi risultino solo parzialmente soddisfatti) e che estende tale decisione anche ai non aderenti (nella classe). È solo qualora la classe o le classi di creditori privilegiati (generali) votino contro una tale proposta che si pone il problema di come tutelare gli interessi dei dissenzienti. Al tema, che attiene all'individuazione del corretto meccanismo di tutela delle minoranze (fra le classi) dissenzienti secondo la tecnica della eteronomia, è dedicato il terzo capitolo di questo lavoro.

Quanto alla posizione dei soci, da quanto argomentato finora dovrebbe risultare agevole concludere che, almeno in via di principio<sup>386</sup>, salvo l'impiego della finanza

---

<sup>385</sup> Artt. 161, comma 3 e 186-*bis*, comma 2, 1. fall.; art. 87, comma 1, lett. g) e comma 2, CCII.

<sup>386</sup> E si veda infatti quanto argomentato nei §§ 4 ss. del terzo capitolo di questo lavoro.



esterna, essi possano ricevere un qualche valore dal piano solo qualora il valore (stimato) ivi ricavabile sia sufficiente a soddisfare integralmente i creditori oppure quando questi ultimi, riuniti in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei, rinuncino a una parte della loro quota di (plus)valore (votando a favore di una proposta che riservi alle varie classi di creditori una soddisfazione inferiore rispetto a quella che spetterebbe loro secondo l'ordine di graduazione).

Questa conclusione discende dall'accoglimento, in tema di definizione della rilevanza giuridica dell'interesse del socio di società in stato di crisi o insolvenza, dell'approccio che postula che l'unico interesse giuridicamente rilevante del socio sia la pretesa *economica* al recupero della quota di patrimonio residuo all'esito della distribuzione dell'attivo secondo le regole delineate dal sistema di responsabilità patrimoniale del debitore.

Tuttavia, occorre dare conto di quella diversa ricostruzione<sup>387</sup> che non ascrive all'interesse dei soci di società in crisi un contenuto esclusivamente economico che si identifica con la pretesa al residuo, ma ritiene che, almeno negli ordinamenti costituzionali che non stabiliscono una gerarchia assoluta fra l'interesse alla tutela del credito e quello alla salvaguardia della libertà associativa<sup>388</sup>, occorra tenere

---

<sup>387</sup> V. CONFORTINI, *Il concordato preventivo fra legge del concorso e legge del contratto. Concordati espropriativi e prospettive de lege ferenda*, cit., p. 1574. La tesi è stata sostenuta, in particolare, nella dottrina tedesca ed europea da MADDAUS, *Keine Reorganisation*, cit., pp. 749 ss.; ID., *Reconsidering*, cit., pp. 106 ss.; ID., *Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law*, in *European Business Organization Law Review*, 19, 2018, pp. 615 ss.; ID., *Rescue plan issues: procedure and structure; distributional Issues*, in WESSELS, MADDAUS, *Instrument of the European Law Institute - Rescue of Business in Insolvency Law*, 2017, pp. 335 ss., consultabile al sito <https://ssrn.com/abstract=3032309>.

<sup>388</sup> In questo senso, si effettua una interessante distinzione fra l'ordinamento statunitense e gli ordinamenti europei, ad esempio quello tedesco (MADDAUS, *Keine Reorganisation*, cit., p. 759 ss.) e italiano (V. CONFORTINI, *Il concordato preventivo fra legge del concorso e legge del contratto. Concordati espropriativi e prospettive de lege ferenda*, cit., pp. 1572 ss.). In particolare, si sostiene che nell'ordinamento statunitense la riduzione dell'interesse del socio al solo profilo finanziario-patrimoniale sarebbe legittimata dalla c.d. *bankruptcy clause* (art. 1, sec. 8, cl. 4 della Costituzione statunitense) che, nell'autorizzare il Congresso a emanare “*uniform Laws on the subject of Bankruptcies throughout the United States*”, sancirebbe la prevalenza del diritto fallimentare federale sul diritto societario dei singoli Stati. Per questo motivo, in quel sistema, l'eventuale conflitto fra gli interessi tutelati dal diritto fallimentare (in particolare, la tutela del credito) e quelli protetti dal diritto commerciale (in particolare, la libertà associativa) sarebbero sempre risolti a favore del primo. Secondo questi Autori, lo stesso non potrebbe dirsi degli ordinamenti tedesco e italiano, ove diritto fallimentare e diritto commerciale sono posti sullo stesso piano. Secondo questa linea argomentativa, dunque, negli ordinamenti tedesco e italiano, l'esigenza di tutela del credito (che si esprime valorizzando la dimensione meramente economica della partecipazione sociale) deve conciliarsi con quella di protezione della libertà associativa e degli interessi da essa tutelati – in particolare, l'interesse a fare parte della società e a determinarne le vicende nella misura di influenza convenuta al momento della stipulazione del contratto. L'esigenza di proteggere la libertà associativa si esprime, secondo questa tesi, valorizzando la dimensione partecipativa dello *status socii* connessa alla titolarità di azioni o quote.

conto anche della dimensione “partecipativa dello *status socii*”, almeno nei casi di proposte concordatarie che mirino al risanamento dell’impresa societaria. Secondo questa prospettiva, le azioni o quote sarebbero rappresentative non solo di un valore economico (che trova protezione nella tutela della proprietà, art. 42 Cost.) ma anche di diritti di natura partecipativa (non solo strumentali all’esercizio dei primi), parimenti tutelati dalla legge fondamentale (artt. 41 e 2 Cost.). Fra questi, vi sarebbero, ad esempio, l’interesse a fare parte della società e a determinarne le vicende nella misura di influenza convenuta al momento della stipulazione del contratto<sup>389</sup>. Conseguentemente, e semplificando, le regole sul trattamento dei soci nelle ristrutturazioni non dovrebbero trattare la partecipazione sociale esclusivamente come una mera pretesa finanziaria postergata<sup>390</sup> ma dovrebbero tenere in debita considerazione anche l’insieme di diritti e di tutele discendenti dalla dimensione partecipativa dello *status socii*. Questo dovrebbe valere, in particolare, per quei soci che, nella dinamica del contratto di società, non ricoprono solamente il ruolo di soci investitori, ma, piuttosto, quello di soci imprenditori (c.d. *soft-variables contributors*). Adottando questo approccio sul tema della rilevanza giuridica dell’interesse del socio di società in crisi, potrebbe concludersi per la legittimità di concordati in continuità diretta con destinazione solo parziale ai creditori dei flussi di cassa e degli utili rinvenienti dalla continuazione dell’attività<sup>391</sup>, anche al di là di un loro eventuale consenso (per classi). Come si vedrà nel prosieguo, non è necessario adottare questo approccio per sostenere che, in talune specifiche circostanze<sup>392</sup>, sia ammissibile che, nel concordato con continuità diretta, i soci originari mantengano una partecipazione nella società riorganizzata anche a prescindere dal consenso di una o più classi di creditori (non integralmente soddisfatti). Il punto, attenendo all’esercizio della tecnica dell’eteronomia, sarà oggetto di analisi nel prossimo capitolo (dedicato, appunto, alle forme di eterotutela).

Nel prosieguo, verrà analizzata la posizione dei vari soggetti titolari del diritto alla quota di (plus)valore concordatario secondo il rango. Come già anticipato, per le

---

<sup>389</sup> V. CONFORTINI, *Il concordato preventivo fra legge del concorso e legge del contratto. Concordati espropriativi e prospettive de lege ferenda*, cit., pp. 1582 s.

<sup>390</sup> V. CONFORTINI, *Il concordato preventivo fra legge del concorso e legge del contratto. Concordati espropriativi e prospettive de lege ferenda*, cit., p. 1588.

<sup>391</sup> V. CONFORTINI, *Il concordato preventivo fra legge del concorso e legge del contratto. Concordati espropriativi e prospettive de lege ferenda*, cit., p. 1588, nt. 84.

<sup>392</sup> Si veda il § 4 del terzo capitolo di questo lavoro.

ragioni su esposte, verrà dedicata maggiore attenzione al tema del trattamento dei creditori privilegiati nel concordato preventivo in continuità diretta.

### **5.1. I creditori chirografari**

Quanto ai creditori chirografari, se si accetta la tesi proposta in questo lavoro, non dovrebbero esserci particolari dubbi sul fatto che essi possano essere destinatari del (plus)valore concordatario (secondo il rango) e che possano essere soddisfatti anche in forme diverse dal denaro<sup>393</sup> (salvo quanto si dirà nel prosieguo<sup>394</sup>). Come noto, il concordato era tradizionalmente riservato a questa categoria di creditori, i quali decidevano a maggioranza se accettare o non la proposta formulata dal debitore (in caso di società di capitali essa era formulata dai soci<sup>395</sup>), la quale doveva avere caratteristiche ben precise (ad es., soddisfazione di almeno il 40% dei crediti chirografari) e sulla quale, in ogni caso, il giudice poteva esercitare un controllo di merito particolarmente intenso.

Quando, poi, con il d.l. 14 marzo 2005, n. 35, fu modificato l'art. 160 l. fall., prevedendo che la "soddisfazione dei crediti" potesse avvenire anche con l'attribuzione ai creditori di azioni o quote nella stessa società riorganizzata o in altre società<sup>396</sup>, non ci fu alcun dubbio sul fatto che i destinatari di una tale proposta dovessero e potessero essere innanzitutto i creditori chirografari.

### **5.2. I creditori privilegiati: pagamento, soddisfazione e voto**

Assai più discusso è, invece, il tema del trattamento dei creditori muniti di cause legittime di prelazione. Come già anticipato, una prima questione è se, ed in quali termini, i creditori privilegiati possano essere soddisfatti in forme dilazionate o con mezzi diversi dal pagamento in denaro<sup>397</sup>.

---

<sup>393</sup> DEL MAJNO, *Brevi note sulla datio in solutum*, cit., pp. 580 s.

<sup>394</sup> Si veda il § 2 del terzo capitolo di questo lavoro.

<sup>395</sup> Si veda l'art. 152 l. fall. nel testo anteriore al d.lgs. 9 gennaio 2006, n. 5, ai sensi del quale nelle s.p.a., nelle s.r.l. e nelle s.a.p.a., nonché nelle società cooperative, la proposta e le condizioni del concordato dovevano essere approvate dall'assemblea straordinaria, salvo che tali poteri fossero stati delegati agli amministratori; si veda ora l'art. 265, comma 2, lett. b), CCII, richiamato in materia di concordato preventivo dall'art. 44, comma 5, CCII.

<sup>396</sup> Si veda l'art. 160, comma 1, lett. a), l. fall. (art. 85, comma 3, lett. a), CCII), che dispone che il piano possa prevedere "la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, o altre 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".

<sup>397</sup> Sul tema si veda, ad es., PIRISI, *La dilazione e la legittimazione al voto dei creditori assistiti da cause legittime di prelazione nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2015, pp. 273 ss. e, con

Parte della dottrina<sup>398</sup> e della giurisprudenza<sup>399</sup> ritiene che l'autonomia negoziale del proponente potrebbe liberamente esercitarsi solo rispetto al soddisfacimento offerto ai creditori chirografari o ai creditori privilegiati degradati a chirografo per la parte incapiente della garanzia per effetto del meccanismo di cui all'art. 160, comma 2, prima parte, 1. fall. (art. 85, comma 7, CCII), oppure per la parte oggetto di rinuncia da parte di questi ultimi (art. 177, comma 2, 1. fall.; art. 109, comma 3, CCII). Ciò perché solo a tali creditori sarebbe consentito esprimersi sulla proposta attraverso l'esercizio del diritto di voto.

Al contrario, rispetto alla *parte capiente* del credito privilegiato (o a quella non oggetto di rinuncia) la disciplina concordataria porrebbe un limite all'autonomia privata, rappresentato dalla impossibilità di proporre un trattamento diverso dal pagamento integrale ed immediato in denaro, per cui la proposta che un tale trattamento prevedesse sarebbe inammissibile. Tale limite deriverebbe dall'esclusione di questi ultimi creditori dal voto (se non per la parte incapiente del credito, o per la parte oggetto di rinuncia<sup>400</sup>). Questa tesi non sembra più condivisibile alla luce del nuovo assetto concordatario. Si ritiene, infatti, che la previsione di trattamenti soddisfattivi dilazionati o in forme diverse dal pagamento in denaro a favore dei creditori prelatizi anche per la parte che trova capienza nel valore di realizzo dei beni vincolati al loro soddisfacimento o per la parte della prelazione non oggetto di rinuncia non comporti l'inammissibilità della proposta, ma faccia solamente sorgere il diritto di voto in capo ai titolari di tali crediti<sup>401</sup>.

---

riferimento al concordato fallimentare, BUCCARELLA, *Il concordato fallimentare, coattivo e straordinario*, Giuffrè, 2016, pp. 183 ss.

<sup>398</sup> Cfr., ad es., DEL MAJNO, *Brevi note sulla datio in solutum*, cit., p. 580, il quale ritiene che il soddisfacimento del creditore privilegiato (nei limiti della capienza della garanzia) debba avvenire comunque in denaro, salvo un preventivo e specifico accordo para concordatario; CATALDO, *Prosecuzione dell'impresa mediante affitto d'azienda nel concordato preventivo e offerta di pagamento dilazionato ai creditori privilegiati*, in *Fallimento*, 2014, pp. 459 ss.

<sup>399</sup> Cfr., ad es., Trib. Roma., 20 aprile 2010, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Si veda anche la giurisprudenza citata alla nota 401.

<sup>400</sup> Art. 177, commi 2 e 3, 1. fall.; art. 109, commi 3 e 4, CCII.

<sup>401</sup> In giurisprudenza si veda, ad es., Trib. Catania, 27 luglio 2007, in *Giur. comm.*, 2008, II, pp. 677 ss., con nota di MACRÌ, per il quale “hanno diritto di partecipare alla votazione i creditori privilegiati per i quali la proposta di concordato preventivo preveda il soddisfacimento dilazionato, sia pure con corresponsione degli interessi di legge”, con diritto di voto per l'intero credito privilegiato; Trib. Pescara, 16 ottobre 2008, in *Fallimento*, 2009, pp. 1212 ss., con nota di GENOVIVA, “i creditori muniti di diritto di prelazione hanno diritto al voto non solo nel caso in cui la proposta concordataria ne preveda il pagamento parziale da un punto di vista quantitativo, ma anche nell'ipotesi di loro soddisfazione non integrale, con forme diverse dal denaro ovvero con dilazioni temporali superiori rispetto a quelle prevedibili nelle alternative liquidatorie concretamente praticabili”; Trib. Cuneo, 31 luglio 2014, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (“al creditore privilegiato al quale sia proposta una soddisfazione con utilità diverse dal denaro deve essere riconosciuto il diritto di voto con collocamento in apposita classe”); Trib. Terni, 2 aprile 2013, in *Fallimento*, 2014, pp. 459 ss., con

L'art. 160, comma 1, lett. a) e b), l. fall. (art. 85, comma 3, lett. a) e b), CCII) dimostra come il legislatore abbia inteso ampliare l'ambito delle soluzioni negoziate della crisi d'impresa, consentendo al proponente di offrire una soddisfazione dei crediti attraverso "qualsiasi forma", senza alcuna distinzione (o limitazione) tra la natura chirografaria o privilegiata dei creditori destinatari della proposta<sup>402</sup>. Non è previsto, peraltro, un espresso divieto di incidere sui diritti dei creditori con prelazione capiente attraverso la soddisfazione dilazionata e/o con modalità diverse dal denaro.

Le ragioni dell'esclusione dal voto per i creditori garantiti sono da ricondurre, sul piano sistematico, alle norme sulla responsabilità patrimoniale del debitore (artt. 2740 ss. c.c.), che riconoscono ai creditori muniti di cause di prelazione il potere di soddisfarsi sul bene oggetto di garanzia con preferenza rispetto agli altri creditori, sottraendolo al concorso con questi ultimi. Di qui la regola della esclusione dei creditori prelati dal voto, che si fonda sull'assunto dell'indifferenza di tali creditori alle sorti della procedura e, quindi, alla votazione e relativa approvazione, potendo sempre contare sul bene oggetto di garanzia<sup>403</sup>. Ai sensi dell'art. 177,

---

nota di CATALDO, per cui "la proposta di concordato preventivo può prevedere il pagamento dilazionata dei creditori muniti di causa di prelazione consentendo loro una partecipazione al voto secondo i meccanismi maggioritari, salva la previsione di apposite classi". Trib. Siena, 25 luglio 2014, in *Fallimento*, 2015, pp. 275 ss., con nota di PIRISI ("in materia di concordato preventivo, il pagamento dilazionata dei creditori privilegiati con riconoscimento di interessi nella misura legale comporta la soddisfazione integrale degli stessi, i quali sono ammessi a partecipare al voto per l'intero credito, comprensivo degli interessi, senza perdere il rango di creditori privilegiati"). *Contra*, ad es., Trib. Roma, 29 luglio 2010, in *Fallimento*, 2011, pp. 225 ss., con nota di NISIVOCCIA, "è inammissibile una proposta di concordato preventivo che preveda il pagamento dilazionata dei creditori privilegiati, perché le norme consentono che il soddisfacimento di questi ultimi possa essere solo ridotto quantitativamente e non anche sacrificato temporalmente"; in questo senso si veda anche Trib. Roma, 4 maggio 2011, in *Giust. civ.*, 2012, I, pp. 2837 ss., con nota di NICOLAI; si veda anche Trib. Treviso, 15 settembre 2016, consultabile nella banca dati *DeJure*, per il quale "nel concordato preventivo, in caso di creditori privilegiati dilazionati, occorre commisurare il voto solo in relazione alla parte residua di credito per la quale non opera la natura privilegiata ovvero sia a quella utilità derivante dalla differenza tra il beneficio conseguito con il pagamento immediato e quello conseguito con il pagamento dilazionata: pertanto, i creditori privilegiati dilazionati hanno diritto di voto, e sono per tale aspetto equiparati ai creditori chirografari, nella misura corrispondente alla perdita economica conseguente al ritardo con il quale i creditori medesimi conseguono la disponibilità delle somme ad essi spettanti".

<sup>402</sup> PIRISI, *La dilazione*, cit., p. 278; NUZZO, *Creditori privilegiati: soddisfatti pienamente ma non pagati integralmente*, in *BBTC*, 2009, II, p. 711.

<sup>403</sup> Sul punto si veda, ad es., Cass., 22 marzo 2010, n. 6901, in *Giust. civ. Mass.*, 2010, p. 418. Per vero, quanto alla *ratio* della esclusione dal voto dei creditori privilegiati, accanto a chi riteneva che essa risiedesse nella carenza di interesse rispetto alla procedura, posto che essi dovevano essere soddisfatti integralmente (SATTA, *Diritto fallimentare*, Cedam, 1974, p. 383), vi era chi riteneva che la mancanza di legittimazione al voto era dovuta, piuttosto, ad un eccesso di interesse, in quanto almeno alcuni dei creditori privilegiati avrebbero potuto essere soddisfatti integralmente solo nel concordato, mentre sarebbero rimasti parzialmente o totalmente insoddisfatti in caso di fallimento ove il valore della loro garanzia non avesse coperto l'importo del credito garantito ed in quanto il concordato preventivo avrebbe consentito ai creditori con diritto di prelazione di ottenere una

comma 2, l. fall. (art. 109, comma 3, CCII), l'esclusione dal voto dei creditori prelatizi ne presuppone, tuttavia, il "pagamento integrale" che, secondo l'orientamento che qui si condivide, deve coinvolgere non solo la misura di soddisfazione del credito, ma anche i modi e i tempi nei quali esso ha luogo, per cui esso sussiste solo quando il pagamento è eseguito in denaro, per l'intera entità del credito, inclusi gli interessi, e senza un'eccessiva dilazione<sup>404</sup>. Infatti, occorre precisare come anche un pagamento differito<sup>405</sup> possa rappresentare un sacrificio per i creditori, e ciò anche quando siano previsti interessi<sup>406</sup>, poiché una lunga dilazione (ad esempio, alcuni anni) implica di fatto una concessione di nuovo credito al debitore, che deve essere sottoposta all'approvazione di coloro che sono chiamati ad effettuarla<sup>407</sup>. Lo stesso dovrebbe dirsi di una soddisfazione con mezzi diversi dal denaro (e.g., azioni o quote), che comporta una rilevante modifica dei diritti dei creditori.

In questa prospettiva, sembra corretto ritenere che la legge ricollegli la privazione del diritto di voto dei creditori con prelazione (capiente o non rinunciata) al fatto che la proposta preveda che essi vengano pagati *integralmente, in denaro e a scadenza ravvicinata*<sup>408</sup>. In caso di lunghe dilazioni, il pagamento di interessi ai creditori con prelazione può essere sufficiente per qualificare la loro soddisfazione come integrale, ma non è abbastanza per far ritenere "integrale" anche il loro pagamento (e dunque per escluderli dal voto)<sup>409</sup>.

---

soddisfazione più rapida (per questa tesi si veda, ad es., BONSIGNORI, *Diritto fallimentare*, Utet, 1992, pp. 282 ss.). Sul tema si veda anche INZITARI, *Il soddisfacimento dei creditori*, cit., pp. 386 s.

<sup>404</sup> Si veda, *ex multis*, D'ATTORRE, *Maggioranza per l'approvazione del concordato*, in AA.VV., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, a cura di Nigro, Sandulli, Santoro, Giappichelli, 2014, sub art. 177, p. 298. In senso conforme cfr. Cass., 31 ottobre 2016, n. 22045, in *Fallimento*, 2017, pp. 15 ss. (in materia di concordato fallimentare), con nota di SPIOTTA, *Proposta di concordato fallimentare con pagamento dilazionato e diritto di voto dei creditori privilegiati* ("la regola generale è quella del pagamento non dilazionato dei creditori privilegiati, per cui l'adempimento con una tempistica superiore a quella imposta dai tempi tecnici della procedura fallimentare equivale a soddisfazione non integrale degli stessi in ragione del ritardo, rispetto ai tempi ordinari del fallimento, con il quale i creditori conseguono la disponibilità delle somme spettanti"). La Suprema Corte ha ritenuto che la partecipazione al voto dei creditori privilegiati non si estenda all'intero credito munito di rango privilegiato ma solo alla perdita subita per via della dilazione.

<sup>405</sup> Occorre qui precisare che, con riguardo alla disciplina del concordato preventivo, dal richiamo dell'art. 55 l. fall. da parte dell'art. 169 l. fall. si ricava che i crediti pecuniari del debitore in concordato si considerano scaduti, agli effetti del concorso, alla data di presentazione della domanda di concordato.

<sup>406</sup> Così, STANGHELLINI, *L'approvazione dei creditori*, cit., p. 1061.

<sup>407</sup> STANGHELLINI, *L'approvazione dei creditori*, cit., p. 1061.

<sup>408</sup> STANGHELLINI, *L'approvazione dei creditori*, cit., p. 1061.

<sup>409</sup> Si veda quanto osservato alla nota seguente in relazione alla disciplina sulla moratoria nel concordato in continuità.

In mancanza di una qualunque di tali condizioni, (e, dunque, nel caso di soddisfacimento anche integrale ma con forme diverse dal pagamento in denaro o con eccessive dilazioni temporali) non è ravvisabile un “pagamento integrale”, ma una “soddisfazione” integrale o non integrale a seconda che il valore della “soddisfazione” copra il valore nominale del credito, che giustifica l’ammissione al voto dei creditori privilegiati, anche oltre i limiti entro cui essi sono equiparati ai chirografari. In altri termini, qualora il diritto di tali creditori venga, in virtù del piano concordatario, sacrificato sul piano quantitativo, qualitativo o temporale, deve riconoscersi loro la legittimazione al voto<sup>410</sup>. In presenza dell’alterazione del diritto di credito, viene infatti meno il disinteresse dei creditori privilegiati rispetto all’approvazione della proposta concordataria<sup>411</sup>.

Come già rilevato, il consenso dei creditori privilegiati a forme di soddisfazione diverse dal denaro nell’ambito della procedura di concordato può anche esprimersi a maggioranza, in quanto tale procedura si fonda sulla base di deliberazioni maggioritarie che coinvolgono anche i creditori non aderenti (a condizione che i

---

<sup>410</sup> Che il principio sia quello dell’attribuzione del diritto di voto in caso di pagamento dilazionato dei creditori privilegiati è confermato dal superamento, con il CCII, della disciplina sulla moratoria fino a un anno di cui all’art. 186-*bis*, comma 2, lett. c.), l. fall. Questa disposizione ha introdotto la possibilità che il piano preveda “una moratoria fino a un anno dall’omologazione per il pagamento dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, salvo che sia prevista la liquidazione dei beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione. *In tal caso, i creditori muniti di cause di prelazione di cui al periodo precedente non hanno diritto al voto*” (enfasi aggiunta). Di questa norma si era detto che operasse “una “riqualificazione” dell’interesse dei creditori prelatiziari rispetto alle sorti del concordato [...]. Siffatta alterazione qualitativa del credito prelatizio diviene pertanto “ininfluente” rispetto alla realizzazione dell’interesse del creditore e giustifica l’esclusione dal voto di quest’ultimo” (PIRISI, *La dilazione*, cit., p. 280). Questa disciplina è stata superata dall’art. 86 CCII, che prevede una moratoria fino a due anni, con attribuzione, però, del diritto di voto. Il problema di quest’ultima norma è che il diritto di voto è attribuito solo “per la differenza fra il loro credito maggiorato degli interessi di legge e il valore attuale dei pagamenti previsti per il piano calcolato alla data di presentazione della domanda di concordato, determinato sulla base di un tasso di sconto...”. Invero, sarebbe più corretto che il diritto di voto fosse attribuito per l’intero credito privilegiato soddisfatto con pagamenti dilazionati nel corso del tempo.

<sup>411</sup> Non sembra condivisibile l’orientamento secondo cui ai creditori prelatiziari dilazionati (o soddisfatti con mezzi diversi dal denaro) destinatari di una “soddisfazione integrale” non debba riconoscersi il diritto di voto, sul rilievo che la corresponsione di interessi per l’intero arco della dilazione (o l’attribuzione, ad es., di strumenti finanziari il cui valore è pari al valore nominale del credito) assicurerebbe la piena realizzazione dell’interesse del creditore alla stregua di un “pagamento integrale” (in questo senso si veda, ad es., Trib. Sulmona, 2 novembre 2010, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)). Questa tesi non valorizza l’incidenza della modificazione qualitativa sull’interesse del creditore. Si pensi al caso in cui il creditore del debitore in concordato sia anch’egli un imprenditore commerciale in stato di crisi. In questo caso, una soddisfazione, pur integrale, ma dilazionata nel corso degli anni, potrebbe incidere negativamente sull’equilibrio già precario della sua impresa. In questa ipotesi sarebbe illogico negare a tale creditore il diritto di voto sulla proposta.

membri della collettività che assume la decisione siano portatori di interessi omogenei)<sup>412</sup>.

Ci si chiede, a questo punto, se in presenza di creditori privilegiati con garanzia incapiente (o oggetto di rinuncia) sia sempre necessario formare le classi. Mi pare che la risposta non debba necessariamente essere positiva (salvo quanto previsto dall'art. 85, comma 5, CCII in relazione all'obbligatorietà della formazione delle classi "per i creditori titolari di crediti previdenziali o fiscali dei quali non sia previsto l'integrale pagamento"). Anzi, mi pare che in presenza di creditori privilegiati con garanzia incapiente (o oggetto di rinuncia) ci siano due opzioni: (i) la prima è quella di formare le classi, legittimandoli al voto per l'intero credito<sup>413</sup>; (ii) la seconda è quella di non formare alcuna classe, legittimandoli al voto solo per la parte in cui, nella proposta, sono considerati alla stregua di creditori chirografari (art. 177, comma 3, l. fall.). In questo caso, in assenza di altre categorie di creditori (ad es., i subordinati) è come se esistesse un'unica classe che riunisce creditori chirografari "originari" e creditori chirografari "derivati" (cioè creditori in origine privilegiati ma degradati per effetto del meccanismo previsto dall'art. 160, comma

---

<sup>412</sup> PIRISI, *La dilazione*, cit., p. 286; BENEDETTI, *Il trattamento dei creditori con diritti di prelazione nel nuovo concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 1075 ss.

<sup>413</sup> In questo senso cfr. DEL MAJNO, *Brevi note sulla datio in solutum*, cit., p. 583; BENEDETTI, *Il trattamento dei creditori*, cit., p. 1073. Infatti, in tal caso, essendo i creditori garantiti incisi nella loro posizione originaria anche per la parte del credito coperta dalla garanzia, non ricorre la *ratio* della loro esclusione dal voto sulla proposta (e cioè, secondo la tesi prevalente, la loro indifferenza, per la parte coperta dalla garanzia, alla procedura; tale indifferenza esiste solo se, per la parte coperta dalla garanzia, i creditori privilegiati sono pagati in denaro e senza eccessive dilazioni). Ammetterli al voto solo per la parte del credito falcidiata quando la proposta modifica il contenuto del loro diritto anche per la frazione che trova capienza nella garanzia "significherebbe non riconoscere ai prelati di "pesare" sulla formazione della maggioranza in misura proporzionata alle conseguenze della decisione (l'approvazione del concordato) di cui sono potenzialmente destinatari. Risulterebbe così violato il principio di non-eteronomia fra privati, che trova riconoscimento a livello costituzionale nell'art. 3 Cost. (principio di uguaglianza) ed il connesso principio di corrispondenza fra potere e rischio" (BENEDETTI, *Il trattamento dei creditori*, cit., p. 1073). Quanto alla compatibilità di tale conclusione con il dettato normativo, è vero che l'art. 177, comma 3, l. fall. legittima al voto il creditore privilegiato non soddisfatto integralmente per il solo importo del credito falcidiato. Tale norma, però, pare disciplinare una fattispecie concreta diversa da quella qui in esame e cioè quella in cui per la parte coperta dalla garanzia il creditore privilegiato risulta indifferente (perché pagato in denaro e senza dilazioni). Il diritto di voto al creditore falcidiato, per il quale la proposta preveda, anche per la parte capiente della garanzia, una soddisfazione diversa dall'oggetto originario dell'obbligazione, deve, invece, essere fondato sull'art. 177, comma 2, l. fall., dal quale si ricava che non votano solo i creditori cui sia assicurato un pagamento integrale; in senso conforme cfr. anche L. MANDRIOLI, *Il Piano di ristrutturazione nel concordato preventivo tra profili giuridici ed aspetti aziendalistici*, in *Fallimento*, 2005, p. 1340. *Contra*, da ultimo, Cass. 18 giugno 2020, n. 11882, che afferma che il diritto di voto dei creditori privilegiati dilazionati deve calcolarsi sulla base del differenziale tra il valore del credito al momento della presentazione della domanda di concordato e quello al momento del termine della "moratoria".

Quanto alle modalità di espressione e calcolo del voto dei creditori privilegiati soddisfatti in forme diverse dal pagamento immediato ed in denaro anche per la parte capiente della garanzia si veda quanto argomentato nel prosieguo.



2, prima parte, 1. fall., art. 85, comma 5, CCII o per effetto della rinuncia totale o parziale alla garanzia). In questo secondo caso, però, *il valore del credito corrispondente alla parte coperta della garanzia (o non rinunciata) deve essere pagato per intero, in denaro e senza dilazioni*<sup>414</sup>. Se, al contrario, si vuole offrire al creditore privilegiato, (anche) *per la parte capiente del credito garantito (o per la parte non rinunciata)*, una soddisfazione in forme diverse dal pagamento in denaro o in forma dilazionata bisognerà ricorrere necessariamente alla prima opzione. Ciò è confermato, tra l'altro, dalla disciplina del CCII, ove la formazione delle classi in caso di soddisfazione con utilità diverse dal denaro è obbligatoria (art. 85, comma 5, CCII). Dopotutto, non sembrano esserci ostacoli a che una classe di creditori con prelazione (capiente o parzialmente incapiente) accetti a soddisfazione del proprio credito una distribuzione, ad es., di azioni nella società riorganizzata. Come si è già detto, qualora la classe sia correttamente formata, e cioè riunisca soggetti effettivamente titolari di una posizione giuridica e di interessi economici omogenei, si presume che la decisione (in senso favorevole al trattamento previsto dalla proposta) della maggioranza sia anche nell'interesse della minoranza.

In sintesi: (i) per “pagamento integrale” si intende il pagamento del credito, per il suo intero importo (capitale più interessi *ex artt. 54 e 55 l. fall.*<sup>415</sup>), in denaro ed a scadenza ravvicinata rispetto alla data dell'omologa<sup>416</sup>; in questo caso, il creditore non ha il diritto di voto perché non subisce, per effetto della proposta concordataria, alcuna alterazione quantitativa o qualitativa del credito; (ii) per “soddisfazione integrale” si intende la soddisfazione del credito per il suo intero importo (capitale più interessi), ma con modalità diverse dal pagamento in denaro e/o con dilazioni ampie; in questo caso il creditore subisce una alterazione qualitativa alla quale però

---

<sup>414</sup> Nel prosieguo si vedrà che per calcolare il valore del bene o diritto (o patrimonio) oggetto della prelazione dovrebbe distinguersi a seconda che il bene o diritto (o patrimonio) continui ad essere utilizzato nella impresa oppure venga subito liquidato.

<sup>415</sup> Artt. 153 e 154 CCII.

<sup>416</sup> Ai fini dell'“immediatezza” del pagamento, si potrebbe pensare ad un termine di sei mesi (cfr. STANGHELLINI, *L'approvazione dei creditori*, cit., p. 1061, nt. 11) dopo l'omologazione. Su questo punto, occorre rilevare che, nell'ambito della disciplina degli accordi di ristrutturazione dei debiti, il termine previsto per il “pagamento integrale” dei creditori non aderenti è pari a quattro mesi. Ai sensi di quella disciplina, infatti, i creditori estranei devono essere pagati integralmente entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a quella data, oppure entro centoventi giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti alla data dell'omologazione (cfr. ora l'art. 57, comma 3, CCII). Inoltre, occorre tenere presente che, ai sensi dell'art. 169 l. fall., il quale richiama l'art. 55 l. fall. (si vedano, per il CCII, gli artt. 96 e 154, comma 2), i crediti pecuniari si considerano scaduti, agli effetti del concorso, con riferimento alla data di presentazione della domanda di accesso al concordato preventivo. Ciò significa che, con la presentazione della domanda di concordato, un credito che sarebbe scaduto nell'arco, ad esempio, di alcuni anni, viene equiparato, anche sul piano del trattamento, ad un credito già scaduto.

non si accompagna una perdita economica in grado di incidere sul *quantum* della soddisfazione; all'alterazione qualitativa del credito corrisponde l'attribuzione del diritto di voto al suo titolare (iii) infine, per "soddisfazione non integrale" si intende qualsiasi tipo di soddisfazione in misura quantitativamente inferiore rispetto all'importo del credito, che comporta, dunque, una perdita economica per il creditore; anche in questo caso spetta il diritto di voto al creditore privilegiato. Occorre a questo punto determinare l'importo per il quale i creditori prelazionari "soddisfatti integralmente" o "soddisfatti non integralmente" possono esercitare il diritto di voto. Quanto ai creditori soddisfatti integralmente con forme diverse dal pagamento in denaro o con ampie dilazioni, si ritiene che essi debbano essere ammessi al voto per l'intero credito, in una apposita classe<sup>417</sup>. Quanto ai creditori "non soddisfatti integralmente", si ritiene che le ipotesi siano due: a) la proposta prevede una soddisfazione in forme diverse dal pagamento in denaro anche per la parte capiente della garanzia (il cui valore è attestato nella relazione di stima *ex art.* 160, comma 2, l. fall.<sup>418</sup>); in questo caso, il diritto di voto per l'intero credito spetta secondo le seguenti modalità: in una apposita classe di creditori privilegiati (con posizione giuridica e interessi economici omogenei, se presenti) per la parte capiente della garanzia; insieme ai creditori chirografari e secondo le modalità previste nella proposta per questa categoria di crediti, per la parte non capiente della garanzia degradata a chirografo; b) non viene formata alcuna classe, e allora il credito viene separato in due parti, l'una capiente, che deve essere pagata per intero, in denaro e senza dilazioni, l'altra non capiente, che scade a chirografo e può essere soddisfatta "in qualsiasi forma", con attribuzione, ovviamente, del diritto di voto (solo per questa parte). L'ipotesi *sub a*) appare coerente se si considerano le modalità di espressione del voto da parte dei creditori chirografari soggetti a *falcidia*. Secondo la disciplina concordataria, questi ultimi votano non già per il solo importo soggetto a *falcidia*, ma per l'intero ammontare del credito. Ed allora, non si vede perché, fuori dall'ipotesi *sub b*), debba essere negato il diritto di voto per l'intero credito al creditore privilegiato non soddisfatto integralmente anche per la parte capiente della garanzia<sup>419</sup>. La differenza è che i creditori privilegiati con

---

<sup>417</sup> PIRISI, *La dilazione*, cit., pp. 287 ss.; BENEDETTI, *Il trattamento dei creditori*, cit., pp. 1085 ss.

<sup>418</sup> Art. 85, comma 7, CCII.

<sup>419</sup> Si pensi al seguente esempio: il creditore (C) ha un credito di 100 verso il debitore (D) garantito da ipoteca di primo grado su un immobile di proprietà del debitore. I casi sono quattro: i) la proposta concordataria offre a C un pagamento in denaro di 100 a scadenza ravvicinata dall'omologa; in questo caso, la procedura risulta indifferente per C, che non ha il diritto di voto ["pagamento

garanzia parzialmente incapiente votano (per l'intero credito ma) in due "gruppi" separati (come privilegiati, da un lato, e come chirografari, dall'altro). Ma questo discende dal fatto che, secondo lo schema delineato nell'art. 111 l. fall. (art. 221 CCII) per il fallimento/liquidazione giudiziale<sup>420</sup>, la legge equipara espressamente – sul piano del trattamento – la parte non capiente della garanzia su un credito privilegiato al resto della massa. Si è proposto che i creditori privilegiati con garanzia parzialmente incapiente votino nella loro classe di privilegiati per l'intero credito, senza la separazione in due gruppi di voto distinti<sup>421</sup>. Benché questa soluzione possa apparire più semplice, in quanto i creditori privilegiati non soddisfatti integralmente verrebbero ad accettare o a non accettare in blocco il trattamento complessivamente offerto nella proposta (sia per la parte capiente, sia per la parte non capiente degradata e assimilata – sul piano del trattamento – a chirografo), a me sembra, però, che ad essi debba essere data la possibilità di incidere, anche in maniera differente, sull'accettazione o sul rifiuto del trattamento loro offerto "in quanto privilegiati" (per la parte capiente) e "in quanto chirografari" (per la parte non capiente). Per esempio, i creditori privilegiati con garanzia parzialmente incapiente potrebbero essere ben disposti ad accettare il trattamento offerto nella proposta (e.g., dilazione di tre anni con interessi) per la parte capiente

---

integrale"]; ii) la proposta offre a C una promessa di pagamento in denaro nell'arco di sette anni con un valore attuale di 100; in questo caso, la posizione di C è intaccata dalla procedura, in quanto la promessa di pagamento prevista nella proposta equivale a una richiesta di nuovo finanziamento di D da parte di C; C ha in questo caso il diritto di voto per l'intero importo del suo credito (100); lo stesso può dirsi se la proposta concordataria offrisse, invece che una promessa di pagamento nell'arco di sette anni, strumenti finanziari nella società riorganizzata con un valore attuale di 100 ["soddisfazione integrale"]; iii) la proposta offre a C un pagamento in denaro di 60 a scadenza ravvicinata dall'omologa; in questo caso, premesso che occorre calcolare che la garanzia sia capiente solo per 60, C è degradato a chirografo per 40 e vota con i chirografari solo per quella parte di credito (40); per la parte capiente della garanzia (60), infatti, egli è indifferente alla procedura poiché viene pagato in denaro e immediatamente (posto che il calcolo della parte capiente della garanzia sia corretto) ["soddisfazione non integrale"]; (iv) la proposta offre a C una promessa di pagamento nell'arco di sette anni con un valore attuale di 60 (oppure strumenti finanziari nella società riorganizzata per un valore di 60); il resto è degradato a chirografo e soddisfatto secondo le percentuali e le modalità offerte ai chirografari; in questo caso, a C deve essere attribuito il diritto di voto per l'intero credito, secondo queste modalità: per 60 in una apposita classe privilegiata; per 40 insieme ai chirografari secondo le modalità previste dalla proposta per questa categoria di creditori ["soddisfazione non integrale"]. A questo punto le questioni sono due: a) cosa succede se C, nei casi *sub* ii) e iv), vota in senso contrario alla proposta (per la parte privilegiata del credito)? È legittimo imporgli di accettare le condizioni ivi previste? Il punto, attenendo alla tecnica della eterotutela, verrà affrontato nel capitolo terzo di questo lavoro; b) in che termini è legittimo attribuire a C una soddisfazione solo per 60? Come si calcola la parte capiente della garanzia su un credito privilegiato nel concordato con continuità aziendale diretta ove i beni funzionali all'esercizio dell'impresa sono trattenuti dal debitore? Il punto è oggetto del paragrafo seguente.

<sup>420</sup> Ripreso nell'art. 85, comma 7, ult. frase, CCII ("[l]a quota residua del credito è trattata come credito chirografario").

<sup>421</sup> STANGHELLINI, *L'approvazione dei creditori*, cit., pp. 1062 ss.

della garanzia, ma, allo stesso tempo, potrebbero non essere convinti del trattamento offerto dal piano ai creditori chirografari, ai quali essi sono assimilati – sul piano del trattamento – per la parte non capiente della garanzia (e.g., il piano prevede una conversione del debito in azioni). Farli votare in un'unica classe di privilegiati e obbligarli a votare in blocco o in senso favorevole al trattamento previsto dalla proposta o in senso contrario (sia per la parte capiente, sia per la parte non capiente) non mi sembra adeguato.

Al massimo, per scongiurare il rischio di inquinamento del voto (dato che il creditore votante è pur sempre uno solo) al creditore privilegiato degradato a chirografo per la parte incapiente della garanzia, il quale vota (per la parte incapiente della garanzia) insieme con gli altri creditori chirografari secondo le modalità previste nella proposta (ad es., suddivisione in classi), potrebbe applicarsi la disciplina sul conflitto di interessi. Grazie all'utilizzo di questa disciplina elastica, infatti, è possibile, per il giudice, esaminare le caratteristiche della situazione concreta e valutare se in quella determinata circostanza il voto (insieme con i creditori chirografari per la parte incapiente della garanzia) del creditore privilegiato degradato a chirografo sia inquinato da conflitto (nel senso che il voto per la parte degradata a chirografo è stato espresso sulla base non dell'interesse tipico comune agli altri chirografari, ma sulla base dell'interesse eterogeneo – rispetto a quello del resto dei creditori chirografari, eventualmente suddivisi in classi – di cui lo stesso creditore è portatore “in quanto creditore privilegiato” votante anche per la parte capiente della garanzia).

Chiarito ciò, occorre chiedersi fino a che punto sia legittimo falcidiare il creditore privilegiato; fino a che punto, cioè, sia opportuno trattare il creditore privilegiato come tale (il che significa riconoscergli la priorità nell'ordine di soddisfazione) e quando, invece, occorra trattarlo come il resto della massa.

### **5.2.1. Come va calcolata la parte capiente della garanzia nel caso in cui il bene o il diritto (o l'insieme dei beni) oggetto della prelazione sia funzionale alla continuità aziendale**

La risposta ai quesiti sopra formulati dipende dai criteri utilizzati per calcolare la parte capiente della garanzia su un credito privilegiato. Come si è anticipato, la questione è rilevante in quanto consente di chiarire *fino a che punto è legittimo falcidiare un creditore privilegiato nel concordato preventivo*: fino a che punto,

cioè, è opportuno trattare un credito privilegiato come tale (il che significa riconoscergli la priorità nell'ordine di soddisfazione) e quando, invece, occorre trattarlo come un credito chirografario, secondo lo schema delineato nell'art. 111 l. fall. (art. 221 CCII), ripreso nell'art. 85, comma 7, ult. frase, CCII (“[l]a quota residua del credito è trattata come credito chirografario”). Come noto, l'art. 111 l. fall. equipara (sul piano del trattamento) la parte del credito privilegiato che non trova capienza nella garanzia a un credito chirografario.

Si è già anticipato (*supra*, § 5) che la soluzione alla questione posta dipende in gran parte dall'interpretazione dell'art. 160, comma 2, l. fall. (art. 85, comma 7, CCII). Questa norma stabilisce che i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca possono essere soddisfatti anche non integralmente, purché “in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione”, così come indicato nella relazione del professionista. Ai sensi di questa disposizione, la condizione per proporre una soddisfazione parziale dei crediti privilegiati è dunque costituita dall'oggettiva incapienza del valore attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione, quale attestato da un esperto qualificato<sup>422</sup>. Per i creditori con privilegio generale (sui mobili ed eventualmente sugli immobili), alla quale questa norma è applicabile<sup>423</sup>, ciò si traduce nell'incapienza dell'intero patrimonio mobiliare ed eventualmente immobiliare (dal quale, però, vanno sottratti quei beni o diritti che, secondo la gerarchia definita dalla legge<sup>424</sup>, sono prioritariamente destinati alla soddisfazione di altri creditori ipotecari, pignorati o con privilegio speciale)<sup>425</sup>. Ai fini del corretto funzionamento di questo meccanismo risulta di fondamentale importanza, dunque, calcolare il valore del bene (del diritto o del patrimonio) oggetto della garanzia. Infatti, è proprio questo valore che determina la misura della possibile falcidia del creditore privilegiato.

---

<sup>422</sup> In funzione del valore dei suddetti beni è dunque individuabile la quota del credito che può essere trattata come credito privilegiato e, per differenza, la quota residua degradata al chirografo. Questo meccanismo viene denominato *bifurcation* nel diritto statunitense: §506(a) 11 U.S. Code. Sul punto si veda, ad es., CARLSON, *Bifurcation of Undersecured Claims in Bankruptcy*, in *American Bankruptcy Law Journal*, 70, 1996, pp. 1 ss. Per una critica alla tesi che fa discendere dagli artt. 160, comma 2 e 177, comma 3, l. fall. l'effetto di scomporre il credito privilegiato in due sotto-crediti autonomi, si veda BENEDETTI, *Il trattamento dei creditori*, cit., pp. 1056 ss.

<sup>423</sup> Si veda la Relazione illustrativa al d.lgs. 169/2007.

<sup>424</sup> Artt. 2747, 2748, 2777 ss. e 2852 ss. c.c.

<sup>425</sup> Sul privilegio, si veda CICCARELLO, *Privilegio (dir. priv.)*, voce [XXXV, 1986], in *Enc. dir.*

A questi fini, la norma utilizza due espressioni distinte, ovvero “ricavato in caso di liquidazione dei beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione” e “valore di mercato” degli stessi. Il significato di queste espressioni si rivela particolarmente incerto con riguardo al concordato con continuità, ove è assente la liquidazione dei beni funzionali alla prosecuzione dell’attività. In particolare, rispetto a questo tipo di concordato, sorge il dubbio se il valore dei beni (o dell’intero patrimonio, in caso di privilegio generale mobiliare con collocazione sussidiaria sugli immobili), che non vengono immediatamente liquidati ma vengono trattenuti dal debitore in quanto funzionali alla continuazione dell’attività, debba essere calcolato in una prospettiva di continuità aziendale *concordataria* (tenendo conto, quindi, del loro “valore di continuità”, il quale viene determinato sulla base dei flussi economici o finanziari attesi dal concordato, considerate le possibilità di utilizzo dei beni) o, piuttosto, nell’ottica di una liquidazione *fallimentare coattiva* (tenendo conto, dunque, del loro “valore di liquidazione” in una vendita fallimentare)<sup>426</sup>. In questo secondo caso, peraltro, occorrerebbe stabilire a quale tipologia di liquidazione fallimentare – atomistica o per aggregati – debba farsi riferimento nell’ambito di una proposta di concordato con continuità aziendale parzialmente soddisfattiva delle ragioni dei creditori privilegiati.

Il tema è stato affrontato in letteratura sotto molteplici – e interconnessi – profili. Sotto un primo profilo, ci si interroga su quale sia il rapporto fra le due indicazioni normative contenute nell’art. 160, comma 2, 1. fall. (art. 85, comma 7, CCII) attinenti, da un lato, al “valore di mercato” dei beni oggetto della prelazione e, dall’altro, al “ricavato in caso di liquidazione” degli stessi. Invero, questi due elementi sembrano porsi in contrasto fra loro<sup>427</sup>. Infatti, da una parte, il riferimento

---

<sup>426</sup> Il problema è sollevato, ad es., da RANALLI, *La soddisfazione parziale dei creditori privilegiati*, cit., p. 1354 (“il valore di realizzo dei beni costituiti in garanzia cambia significativamente a seconda che ci si collochi nell’ottica di una liquidazione fallimentare ovvero in quella di continuità aziendale”), il quale ritiene che ai creditori privilegiati debba essere riconosciuto solo il valore dei beni nella prospettiva della liquidazione fallimentare, in quanto il *quid pluris* realizzabile in caso di continuità potrebbe essere considerato come sottratto al concorso e liberamente destinabile al ceto chirografario. Su questi temi, nella letteratura americana, si veda, ad es., FORTGANG, MAYER, *Valuation in Bankruptcy*, in *UCLA Law Review*, 32, 1985, pp. 1061 ss.

<sup>427</sup> E si veda quanto rilevato in CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *La relazione giurata estimativa del professionista nel concordato preventivo e nel concordato fallimentare*, 2009, p. 10 non numerata: “i due concetti sopraindicati (ai quali lo stesso esperto deve attenersi) sono praticamente in contraddizione l’uno con l’altro, atteso che, in fatto, non esiste un “mercato delle liquidazioni”. Ossia, la parola mercato presuppone la esistenza di un contesto dinamico (non necessariamente geografico, ma anche telematico) cui gli operatori possono accedere e comunicare tra loro, inoltre tale contesto non può essere occasionale ma deve presentare il requisito della continuità oppure della periodicità. Elementi questi ultimi che mancano nella ipotesi della liquidazione di impresa, costituendo quest’ultimo un fatto comunque eccezionale

al “ricavato, in caso di liquidazione, dei beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione” farebbe propendere per l’interpretazione secondo la quale occorrerebbe fare riferimento al valore del bene (o del patrimonio) oggetto della garanzia nella prospettiva di una liquidazione fallimentare coattiva<sup>428</sup>. Dall’altra parte, il riferimento al “valore di mercato”<sup>429</sup> dei beni oggetto della prelazione lascerebbe supporre che il valore di tali beni debba essere determinato nella prospettiva di una vendita “libera” nel mercato e quindi non tenendo conto dell’ipotetico risultato (al ribasso) di una liquidazione fallimentare coattiva. Il punto è rilevante in quanto le vendite fallimentari sono caratterizzate da rigidità procedurali, dall’assenza di garanzie a favore dell’acquirente e dall’operatività del meccanismo dei ribassi previsto dall’art. 591 c.p.c. Peraltro, l’espressione “valore di mercato” è ambigua, poiché il valore di un bene destinato alla produzione può variare sensibilmente a seconda che si adotti una prospettiva di continuazione dell’impresa o una prospettiva di liquidazione e cessazione della stessa<sup>430</sup>. E si giunge così al secondo profilo, che attiene più specificamente al trattamento dei creditori con privilegio generale.

In particolare, con riferimento a questa categoria di creditori, ci si chiede quale sia il patrimonio cui il proponente deve agganciare la valutazione di capienza ai fini

---

e quindi non prevedibile”. Così anche E. ROSSI, SERGIACOMO, *Concordato preventivo: condizioni per il pagamento parziale dei creditori prelatizi*, in *il Fisco*, 2012, pp. 1456 s.; MUNARI, *Concordato preventivo e destinazione dei canoni di locazione di immobili ipotecati: un possibile percorso interpretativo*, in *Giur. comm.*, 2017, I, p. 903.

<sup>428</sup> Ritiene che il criterio di valutazione debba essere quello “di una liquidazione coattiva, in specie concorsuale” VERNA, *La relazione del professionista per il pagamento in percentuale dei crediti privilegiati ai sensi dell’art. 160, comma 2, legge fallim.*, in *Dir. fall.*, 2014, I, pp. 831, 837. Sul tema del contenuto della relazione del professionista, si veda anche GENOVIVA, *La relazione del professionista sulla congruità del trattamento riservato ai privilegiati*, in *Fallimento*, 2011, pp. 349 ss.

<sup>429</sup> La definizione di valore di mercato è così enunciata nell’IVS (*International Valuation Standard*) 104, paragrafo 30.1: “l’ammontare stimato a cui un’attività o una passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni concorrenziali, dopo un’adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni”. Il valore di mercato descrive dunque uno scambio tra parti non correlate, che operano liberamente sul mercato, e rappresenta l’importo che prevarrebbe in un ipotetico contratto di compravendita alla data di valutazione, riflettendo tutti i fattori che sarebbero presi in considerazione da operatori di mercato per formulare le loro offerte, rispecchiando il massimo e miglior utilizzo del bene. Per “massimo e miglior utilizzo” di un bene si intende quell’uso che ne ottimizza la produttività e che sia possibile, giuridicamente consentito e finanziariamente sostenibile. Sul punto si veda RICS - *Standard globali di valutazione 2017*, Royal Institution of Chartered Surveyors, 2017, pp. 74 s. Ora, se si ritiene che il valore di mercato cui fa riferimento l’art. 160, comma 2, l. fall. (art. 85, comma 7, CCII) sia il valore di mercato delle vendite fallimentari è ovvio come esso non corrisponda al valore “risultante dall’incontro della domanda e dell’offerta di controparti *willing knowledgeable unpressured*” (RANALLI, *La soddisfazione parziale dei creditori privilegiati*, cit., p. 1355).

<sup>430</sup> CENSONI, *I diritti di prelazione*, cit., p. 31.

della verifica della falcidiabilità del credito privilegiato, se il patrimonio esistente al momento della domanda o il patrimonio integrato delle voci attive che verranno ad esistenza nel corso del concordato (c.d. patrimonio dinamico, ossia quello integrato dei flussi di cassa), così come prospettate nel piano<sup>431</sup> oggetto di attestazione da parte del professionista<sup>432</sup>. In particolare, ci si interroga se l'ordine logico da seguire per la falcidiabilità dei creditori privilegiati sia quello di applicare, prima, gli artt. 2740 e 2741 c.c. (e quindi includere anche i “beni futuri” nel calcolo del valore del patrimonio del debitore, i quali corrispondono, tra l'altro, ai flussi di cassa della continuità concordataria); poi, solo una volta che queste norme avranno esaurito la loro portata, potrà operare il meccanismo della falcidia di cui all'art. 160, comma 2, l. fall. (e il suo omologo art. 182-ter, comma 1, l. fall.)<sup>433</sup>; oppure, se il

---

<sup>431</sup> Artt. 161, comma 2, lett. e) e 186, comma 2, lett. a), l. fall.; art. 87, comma 1, lett. g), CCII.

<sup>432</sup> Art. 161, comma 3, l. fall.; art. 87, comma 2, CCII.

<sup>433</sup> La tesi è stata affermata con forza da una recente sentenza di merito, Trib. Padova, 24 gennaio 2019, cit., che alla questione relativa a “quale sia il patrimonio cui il proponente deve agganciare la valutazione di capienza o meno ai fini della verifica della falcidiabilità del credito privilegiato: solo il patrimonio esistente al momento della domanda [...] o anche le voci attive che verranno ad esistenza nel corso dell'esecuzione del concordato?” risponde che esso corrisponde a tutto il patrimonio del debitore, integrato dei flussi di cassa prodotti dalla continuità. Infatti, argomenta il Tribunale, l'unica interpretazione dell'art. 160, comma 2, l. fall. coerente con i principi in tema di responsabilità patrimoniale del debitore (artt. 2740 e 2741 c.c.) è quella che prevede che la falcidia dei creditori privilegiati operi solo nel momento in cui tutto il patrimonio statico e dinamico (integrato dei flussi di cassa) del debitore si rivela insufficiente (“[c]osicché l'ordine logico è: in primo luogo va rispettato il combinato disposto degli art.li 2740 e 2741 c.c.; (solo) se il patrimonio statico e dinamico del proponente non è capiente e vi è necessità di falcidiare il debito privilegiato speciale o mobiliare, detta falcidia può essere condotta nel rispetto degli art.li 160 e 182ter l.f.”). A simile conclusione giunge anche LAMANNA, *L'anomalia del concordato in continuità puro (o promissorio)*, 19 ottobre 2016, consultabile al sito [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), secondo il quale l'art. 160, comma 2, l. fall. potrebbe applicarsi “solo nelle procedure liquidative tout court, non in quelle che, come il concordato in continuità pura/diretta (promissorio), sfuggono, per la dinamicità derivante dalla perdurante prosecuzione dell'impresa, alla biunivoca corrispondenza tra attivo e passivo”. In queste ultime procedure l'incapienza dei beni oggetto della prelazione non è definitiva, proprio in quanto l'iter esecutivo non è già definitivo nell'attualità, ma proseguirà con il procedere dell'attività d'impresa. In tale contesto, di conseguenza, i beni futuri, e quindi i flussi aziendali [...] andranno a rimpinguare, sia pure ex post, la massa mobiliare (o eventualmente, se di provenienza immobiliare – ad es. per la cessione di un immobile – quella immobiliare) e su tale massa non potrà dirsi che i creditori anteriori, in particolare (quanto ai beni mobili) quelli muniti di privilegio generale, non potranno concorrere con prelazione”.

La tesi è sostenuta anche nella Circolare n. 16/E/2018 della Agenzia delle Entrate a proposito dell'interpretazione dell'art. 182-ter, comma 1, l. fall.: “ai fini del confronto, l'attestatore dovrà tenere conto anche del maggiore apporto patrimoniale, rappresentato dai flussi o dagli investimenti generati dalla eventuale continuità aziendale oppure ottenuto all'esito dell'attività liquidatoria gestita in sede concordataria, che non costituisce una risorsa economica nuova, ma deve essere considerato finanza endogena, in quanto, ai sensi dell'articolo 2740 c.c., l'imprenditore è chiamato a rispondere dei debiti assunti con tutti i propri beni, presenti e futuri”. Per una critica della posizione assunta dalla Agenzia delle Entrate con detta circolare si veda ANDREANI, TUBELLI, *La posizione dell'Agenzia delle Entrate sulla “transazione fiscale”: pregi e difetti*, in *Il Fisco*, 2018, consultabile nella banca dati [ilfisco.it](http://ilfisco.it); P. ROSSI, *Il trattamento dei crediti tributari nel concordato preventivo e negli accordi di ristrutturazione*, 2019, consultabile al sito del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili; DI FALCO, MINNITI, *Procedura e problemi irrisolti*, in *Il nuovo trattamento dei crediti tributari e contributivi*, a cura di Rocca, Di Falco, SAF, 2019, p. 48;



riferimento al “ricavato in caso di liquidazione” dei beni o diritti oggetto della prelazione implichi che si debba considerare (ai fini della possibile falcidia) solo il patrimonio “statico” e “cristallizzato” al momento della domanda (e quindi non integrato anche dei “beni futuri”, che, nel concordato in continuità, corrispondono, tra l’altro, ai flussi di cassa)<sup>434</sup>. Come già anticipato, la questione assume particolare rilevanza con riguardo alla falcidia dei creditori con privilegio generale sul patrimonio mobiliare e, eventualmente, immobiliare del debitore.

Come già sottolineato, le questioni appena menzionate sono rilevanti perché il valore dei beni (oggetto della prelazione) determina la misura della possibile (legittima) falcidia del creditore privilegiato nel concordato preventivo<sup>435</sup>.

In relazione al primo profilo, la maggioranza dei commentatori ritiene che, nonostante il riferimento al “valore di mercato”, il valore dei beni oggetto della prelazione non sia “il valore normale o il valore corrente che essi hanno sul mercato in caso di funzionamento”, ma “il valore corrente in caso di liquidazione”. Il “valore di mercato” – si ritiene – è quello determinato con riferimento all’impresa in liquidazione<sup>436</sup>. Dunque, “occorre applicare al valore corrente di funzionamento un coefficiente di deprezzamento, variabile da caso a caso, per stimare il valore di realizzo o di liquidazione fallimentare”<sup>437</sup>.

---

GUARINO, *Concordato con continuità, surplus e cause legittime di prelazione*, in *Corr. trib.*, 2018, pp. 2901 ss. Parrebbe che la stessa Agenzia abbia di recente cambiato opinione, come riporta ANDREANI, I “*chiarimenti*” dell’Agenzia delle Entrate sulla transazione fiscale, 17 settembre 2018, consultabile al sito [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it).

<sup>434</sup> Oltre alle sentenze citate alla nota 216, si veda, di recente, Trib. Avezano, 13 febbraio 2020, consultabile nella banca dati Leggi d’Italia.

<sup>435</sup> Al fine di illustrare quanto esposto nel testo, si consideri, per esempio, il seguente caso. Il creditore ha un credito del valore nominale di 100. Tale credito è assistito da un’ipoteca sull’immobile adibito a sede principale dell’attività del debitore, immobile che il debitore vuole trattenere in quanto funzionale alla continuazione dell’impresa. Si assuma che il valore di liquidazione dell’immobile calcolato collocandosi nell’ottica di una vendita fallimentare coattiva sia 40 e che il suo valore nell’ottica della continuità aziendale sia 80 (si tratta, ovviamente, di valori stimati, i quali devono essere attestati da un professionista). Nel caso in cui si interpreti l’art. 85, comma 7, CCII (art. 160, comma 2, l. fall.) nel senso che il parametro di riferimento per calcolare il valore del bene è il valore di liquidazione nell’ambito di una vendita fallimentare coattiva (40), il creditore privilegiato potrebbe essere falcidiato nella misura di 60 (quota che scadrebbe a chirografo). Se, invece, tale norma venisse interpretata nel senso che, siccome il bene non viene liquidato, ma continua ad essere utilizzato nell’impresa, il parametro di riferimento per calcolare la capienza della garanzia debba essere il suo valore di continuità (80), allora il creditore privilegiato potrebbe essere falcidiato solo nella misura di 20.

<sup>436</sup> VERNA, *E’ possibile nel concordato ridurre i pagamenti dei creditori assistiti da privilegio generale?*, in *Dir. fall.*, 2017, I, pp. 1155 ss.; CAPALBO, SORRENTINO, *I rapporti tra “valore di mercato” e “ricavato in caso di liquidazione” nella «relazione giurata» ex art. 160 l.f. comma 2*, in *Riv. dott. comm.*, 2013, p. 337.

<sup>437</sup> CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *La relazione giurata estimativa*, cit.

Peraltro, anche aderendo (in ipotesi) a questa teoria, occorre in ogni modo precisare che l'espressione "ricavato in caso di liquidazione" non fa necessariamente riferimento alla liquidazione atomistica dei singoli beni in un'ottica di cessazione dell'impresa. Infatti, si può avere continuità anche nel fallimento/liquidazione giudiziale con l'alienazione in blocco dell'azienda in funzionamento<sup>438</sup>. Più in particolare, sembra potersi affermare che, nel calcolo del valore dei singoli beni oggetto della prelazione (pegno, ipoteca, privilegio speciale) o dell'intero patrimonio (mobiliare e eventualmente immobiliare) del debitore, anche a voler fare riferimento al valore che si otterrebbe in una liquidazione fallimentare, nel caso in cui si ritenga possibile la liquidazione dell'azienda o di parti di essa in funzionamento, non si possa prescindere dalla "dinamicità dei valori da stimare"<sup>439</sup>. A partire dalla riforma introdotta con il d.lgs. n. 5/2006, infatti, il fallimento non è più destinato allo smembramento dell'organizzazione d'impresa, finalità alla quale, a grandi linee, poteva ricondursi nel vigore della legge fallimentare previgente. Gli artt. 104 e 104-bis l. fall.<sup>440</sup>, infatti, consentono di immaginare programmi di liquidazione *ex art. 104-ter l. fall.*<sup>441</sup> con continuità aziendale, così come avviene nel concordato preventivo. La circostanza che venga proposto un concordato con continuità aziendale (corredato da un piano accompagnato dalla relazione di un professionista che ne attesta la fattibilità<sup>442</sup>) esprime implicitamente un giudizio di appetibilità dell'azienda in esercizio, giudizio che può estendersi anche alle valutazioni che sarebbero fatte in ambito fallimentare al fine di autorizzare un esercizio provvisorio o, comunque, al fine di indirizzare la programmazione della liquidazione alla vendita dell'azienda in esercizio. Pertanto, in caso di proposta di concordato con continuità aziendale, non sembra in ogni modo sempre corretto redigere la relazione di stima *ex art. 160, comma 2, l. fall. (art. 85, comma 7, l. fall.)* sulla base del risultato ottenibile con la liquidazione fallimentare atomistica, proprio perché, anche ai sensi dell'art. 105 l. fall.<sup>443</sup>, quest'ultima costituisce, nel fallimento, una soluzione ormai del tutto subordinata alla verifica di non utilità della

---

<sup>438</sup> BOGGIO, *Nova pecunia non olet? Della nuova finanza a "tacitazione" degli errori passati nel concordato "in continuità"*, in *Giur. it.*, 2017, p. 1393.

<sup>439</sup> VERNA, *La relazione del professionista*, cit., p. 838, il quale ritiene che occorra domandarsi "se i valori appartengono ad un'azienda in pieno funzionamento, se gli immobili sono affittati, se insistono mutui che producono interessi elevati in valore assoluto, se sono imminenti atti, incassi o pagamenti rilevanti".

<sup>440</sup> Cfr. gli artt. 211 e 212 CCII.

<sup>441</sup> Art. 213 CCII.

<sup>442</sup> Art. 161, comma 3, l. fall. (art. 87, comma 2, CCII).

<sup>443</sup> Art. 214 CCII.

liquidazione per aggregati. In questa prospettiva, il termine di raffronto ai fini della falcidia dei creditori privilegiati (soprattutto generali) quando viene proposto un concordato con continuità aziendale è offerto, in via generale e salvo valutazione contraria da effettuarsi caso per caso, non tanto dai risultati – in termini di attivo realizzabile – che si potrebbero ottenere in una liquidazione fallimentare atomistica, ma da quelli che si potrebbero ottenere in una liquidazione fallimentare che preveda la vendita dell'azienda in esercizio, che, poi, non corrisponde ad altro che al modello di continuità indiretta. Ciò, a meno che non sia escluso che l'azienda ed i suoi beni siano suscettibili, in quella determinata circostanza, di essere venduti in blocco o per aggregati in quanto, ad esempio, l'intero settore in cui l'azienda opera è in crisi e dunque non ci sono compratori nel mercato. Salvo questo caso, dunque, può affermarsi che, nel caso in cui venga proposto un concordato in continuità aziendale, dovrebbe procedersi ad una perizia della azienda e dei suoi beni in termini di *going concern*<sup>444</sup>.

Quanto detto finora potrebbe condurre alla conclusione per la quale la misura della falcidia dei creditori privilegiati sia da determinarsi sulla base del risultato che si otterrebbe in una liquidazione fallimentare, la quale, però, in caso di piano di concordato in continuità (la cui fattibilità viene attestata da un esperto), dovrebbe prevedere la valutazione dei beni e dell'azienda al valore, appunto, di *going concern* (salvo, come già detto, che la possibilità di alienare l'impresa in blocco nella liquidazione fallimentare sia esclusa).

Tuttavia, abbiamo sopra evidenziato che esiste una diversa corrente di pensiero per la quale i creditori privilegiati (soprattutto generali) potrebbero essere falcidiati solo qualora *il patrimonio concordatario*, e cioè il patrimonio del debitore integrato dei flussi di cassa discendenti dalla *continuità concordataria (e non solo dalla continuità, per così dire, fallimentare)*, non sia sufficiente a soddisfarli integralmente (salvo l'impiego della finanza esterna). Secondo questa tesi, tutti i flussi (*stimati*) della continuità aziendale nell'ambito del concordato (tutto il

---

<sup>444</sup> Sul punto si veda A. ROSSI, *Il migliore soddisfacimento dei creditori* (quattro tesi), in *Fallimento*, 2017, pp. 642 ss.; PALETTA, *Tempestiva emersione dello stato di crisi e qualità dei piani di concordato: prime evidenze empiriche*, in *Fallimento*, 2013, pp. 1041 s.; sulle valutazioni di aziende, di beni e di rapporti giuridici, e sui relativi metodi, si veda, in generale, GUATRI, UCKMAR, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea, 2009, *passim*.

*surplus* concordatario) sono da destinarsi ai creditori privilegiati (in particolare, generali), prima di poter procedere alla *falcidia ex art. 160, comma 2, l. fall.*<sup>445</sup>.

Invero, potrebbe osservarsi che quest'ultima tesi non si discosta poi così tanto dalla conclusione sopra esposta. Posto che in entrambi i casi si tratta di assumere come parametro di valutazione il valore di continuità dei beni o del patrimonio del debitore (salvo il caso in cui si escluda la possibilità, nelle specifiche circostanze, di una vendita dell'azienda in blocco), la differenza di vedute sta piuttosto nel trattamento del maggior valore che la continuità *concordataria* consentirebbe di ottenere rispetto alla continuità *fallimentare* (una continuità, cioè, nell'ambito di una liquidazione fallimentare), ammesso che le due "continuità" conducano a risultati differenti<sup>446</sup>. Come già osservato, la differenza fra i due risultati potrebbe discendere dallo "sconto" insito in ogni vendita coattiva (quale è la vendita fallimentare), sconto che, invece, potrebbe essere assente (o almeno minore) nella procedura concordataria (soprattutto in caso di continuità aziendale diretta). Inoltre, la differenza fra i due risultati potrebbe discendere dalla maggiore onerosità, nella liquidazione fallimentare, del trasferimento di alcuni *assets* da un'entità ad un'altra o dalla perdita di valore connessa all'eventuale mutamento della proprietà (nel caso, ad esempio, in cui i vecchi soci contribuiscano con "capitale umano" – contatti, *expertise*, competenze manageriali – che andrebbe perso se la azienda venisse venduta separatamente dalla proprietà).

In questa prospettiva, la questione, correttamente impostata, diventa se, nel concordato preventivo con continuità, occorra necessariamente che ai creditori privilegiati (soprattutto, a quelli con privilegio generale) siano destinati tutti i flussi (*stimati*) ricavabili dal piano (cioè tutto il valore di riorganizzazione o (plus)valore concordatario) fino a soddisfazione della loro pretesa, oppure se sia sufficiente che

---

<sup>445</sup> BOGGIO, *Concordato preventivo – nova pecunia non olet?*, cit., pp. 1393 s. Sul punto si vedano le osservazioni di L. MANDRIOLI, *La relazione del professionista nel concordato preventivo*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, I, pp. 331 s., secondo il quale "in una tal fattispecie [nel concordato con continuità], essendo l'azienda ancora in funzionamento, tra i possibili beni mobili da prendere in considerazione ai fini della relazione di stima vi dovrebbero rientrare anche i crediti da incassare a fronte delle vendite derivanti dalla prosecuzione dell'attività d'impresa e le eventuali giacenze di magazzino in corso di formazione". L'Autore rivela però che una tale valutazione pare "di difficile effettuazione", tanto da fargli ritenere che la norma di cui all'art. 160, comma 2, l. fall. "pare essere stata concepita dal legislatore del decreto correttivo avendo a riguardo l'archetipo di un piano concordatario di tipo liquidatorio – nel quale è possibile addivenire ad uno statico fotogramma dei beni oggetto di alienazione – e non anche conservativo dei valori dell'impresa".

<sup>446</sup> Un elemento di differenza potrebbe discendere, per esempio, dal possibile risultato dell'eventuale esercizio delle revocatorie fallimentari, esperibili solo nel fallimento/liquidazione giudiziale e non nel concordato (art. 67 l. fall.; art. 166 CCII).

venga attribuito loro un valore corrispondente a quanto si ricaverebbe in una vendita fallimentare ove il parametro di valutazione da utilizzare è comunque, in via generale, quello del *going concern*.

### **5.2.2. L'argomento principale a sostegno dell'interpretazione dell'art. 160, comma 2, 1. fall. (art. 85, comma 7, CCII) che qui si critica**

Ai fini della risoluzione della questione sopra posta, si è già detto che il dato letterale non pare univoco. Infatti, è vero che l'art. 160, comma 2, prima frase, 1. fall. (art. 85, comma 7, CCII) fa riferimento al ricavato, in caso di liquidazione, dei beni o diritti sui quali sussiste la prelazione (il che farebbe propendere per l'interpretazione che ammette la falcidia del creditore privilegiato, anche generale, fino al valore di liquidazione della pretesa, con libera destinazione dell'eccedenza anche ai creditori di rango inferiore), ma è anche vero che quella stessa norma (art. 160, comma 2, ult. frase, 1. fall.; art. 85, comma 6, CCII) impone il rispetto dell'ordine delle cause legittime di prelazione (indicazione di sistema nel senso della impossibilità di soddisfare il creditore di rango inferiore se il creditore di rango *potiore* risulta soddisfatto solo parzialmente). A prescindere dal dato letterale, poi, potrebbe argomentarsi – come fa una parte della dottrina – che interpretare l'art. 160, comma 2, 1. fall. (art. 85 CCII)<sup>447</sup> nel senso di attribuire al debitore la facoltà di falcidiare i creditori privilegiati (soprattutto generali) fino al valore di liquidazione della loro pretesa è *l'unica soluzione* che permette al concordato di avere una qualche *chance* di successo<sup>448</sup>. Questo, in quanto, nella maggioranza dei casi, il patrimonio del debitore integrato del *surplus* concordatario non è comunque sufficiente a soddisfare integralmente i creditori privilegiati generali, per cui nulla rimarrebbe ai creditori chirografari, i quali, allora, mai voterebbero a favore del concordato, con la conseguenza che esso non raggiungerebbe le maggioranze richieste *ex lege* e che ogni tentativo di riorganizzazione concordataria (che, in ipotesi, consente la creazione di un *surplus*) verrebbe sempre stroncato.

Questo argomento, sebbene indicativo di un problema reale nella prassi, mi pare, in realtà, superabile.

---

<sup>447</sup> E l'art. 182-ter, comma 1, 1. fall. (art. 88, comma 1, CCII).

<sup>448</sup> Si veda, ad es., GUERRERA, *Struttura finanziaria*, cit., p. 720; PERACIN, *Concordato preventivo e cessio bonorum*, cit., pp. 46 s.

Non è necessario, in questa sede, porsi il quesito se, in un caso come quello appena descritto, sia legittimo e opportuno ammettere i creditori chirografari al voto e includerli nel calcolo delle maggioranze richieste *ex lege*<sup>449</sup>. Si tratterebbe, mi rendo conto, di una soluzione estrema, data la funzione tradizionalmente attribuita al concordato preventivo quale mezzo per raggiungere un accordo, appunto, con (la maggioranza de) i creditori chirografari, suoi naturali destinatari. Eppure, potrebbe osservarsi che il concordato preventivo, nella sua “versione” tradizionale, è nato quando il fenomeno della proliferazione dei privilegi non aveva ancora assunto le dimensioni che ha oggi<sup>450</sup>. In questa prospettiva, verrebbe da chiedersi se la consapevolezza che il mercato del credito (e delle garanzie) presenta, oggi, delle caratteristiche differenti rispetto a quello del 1942 possa indurre a ripensare alcuni “punti fermi” in tema di concordato preventivo.

Né occorre obiettare come una tale interpretazione della norma appaia incoerente con la funzione del privilegio (e, in generale, dei diritti di garanzia) nel nostro ordinamento giuridico; quella, cioè, di “accrescere o rafforzare, per un dato creditore, la probabilità di essere soddisfatto, quindi il vigore normale di una singola obbligazione o del potere di aggressione che questa obbligazione attribuisce”<sup>451</sup>. Tanto che verrebbe da chiedersi, assumendo la prospettiva adottata dalla tesi che qui si critica, perché il legislatore, dopo aver esteso la portata dei privilegi<sup>452</sup> (con il fine, evidentemente, di dare *maggior* protezione a certi interessi *rispetto ad altri*), li privi, per così dire, della loro “forza” proprio nell’ambito dell’istituto concordatario, deputato a consentire una migliore attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore.

---

<sup>449</sup> Vi è chi osserva che in questo caso “non sarebbe possibile accedere alla soluzione concordataria” (NUZZO, *Creditori privilegiati*, cit., p. 710) poiché essa ha per naturali destinatari i creditori, appunto, chirografari.

<sup>450</sup> Sul tema si veda, ad es., G. TUCCI, *I privilegi*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 19, *Tutela dei diritti*, I, Utet, 1997, pp. 595 ss.; ANDRIOLI, *Il privilegio degli incentivi dello Stato agli industriali e ai commercianti*, in *Scritti in memoria di Antonio Giuffrè*, II, Giuffrè, 1967, pp. 1 ss.; G. TUCCI, *Il legislatore italiano degli anni novanta e il paradosso dei privilegi (dall’art. 46 del Testo Unico in materia bancaria al nuovo art. 37 nonies, introdotto dalla Merloni ter)*, in *Giur. it.*, 1999, IV, pp. 1985 ss.

<sup>451</sup> FRAGALI, *Garanzia e diritti di garanzia*, voce [XVIII, 1969], in *Enc. dir.*

<sup>452</sup> La tendenza all’eccessiva proliferazione dei privilegi è stata avvertita in altri ordinamenti europei come un problema di non scarsa importanza tanto che, in alcuni di essi, è stata decisa la loro eliminazione. Per esempio, in Germania con la riforma della legge sull’insolvenza del 1994 sono stati aboliti i *Vorrechte* previsti dal §61 della *Konkursordnung*. Sul punto, anche per l’ordinamento austriaco, si veda C. FERRI, *La «grande riforma» del diritto fallimentare nella Repubblica federale tedesca*, in *Riv. dir. proc.*, 1995, I, p. 188.

Potrebbe rilevarsi, piuttosto, che la circostanza che, nella prassi di questi anni, gli imprenditori abbiano, tendenzialmente, fatto emergere la crisi delle loro imprese quando ormai quest'ultima aveva raggiunto una gravità tale da non consentire la soddisfazione dei creditori privilegiati generali nemmeno assumendo la prospettiva della continuità aziendale non è sufficiente a giustificare il capovolgimento delle regole e dei principi che governano la responsabilità patrimoniale del debitore, i quali impongono che quest'ultimo risponda con tutti i suoi beni presenti e futuri<sup>453</sup> secondo l'ordine delle cause legittime di prelazione. In questo caso, si legittima l'eccezione ad un principio cardine del nostro sistema di diritto privato attraverso la valorizzazione di un elemento che trae origine da un difetto del sistema (la circostanza che le crisi vengano fatte emergere troppo tardi). Peraltro, la tendenza, almeno nelle intenzioni del legislatore, dovrebbe essere invertita con il CCII, il quale predispone una serie di strumenti volti, tra l'altro, alla tempestiva emersione della crisi<sup>454</sup>. Tanto che, una volta che la situazione di crisi delle imprese emergerà (auspicabilmente) ad uno stadio anticipato, l'assunto che si pone a fondamento dell'interpretazione dell'art. 160, comma 2, 1. fall. che qui si critica (*i.e.*, se non si interpreta l'art. 160, comma 2, 1. fall. nel senso di prevedere la possibilità di falciare i creditori privilegiati, ed in particolare quelli assistiti da privilegio generale sul patrimonio mobiliare ed eventualmente immobiliare del debitore, fino al valore di liquidazione della loro pretesa, le *chances* di successo dell'istituto concordatario sono a rischio) potrebbe venir meno.

Peraltro, potrebbe rilevarsi che, anche interpretando l'art. 160, comma 2, 1. fall. nel senso di consentire la falcia dei creditori privilegiati generali solo qualora l'intero patrimonio (mobiliare ed eventualmente immobiliare) "dinamico" (cioè integrato dei flussi di cassa della continuità concordataria) non sia sufficiente, non è del tutto escluso che i creditori chirografari ricevano un qualche valore dal concordato, in quanto può sempre farsi ricorso alla finanza esterna, che non soggiace alle regole di ripartizione dell'attivo di cui agli artt. 2740 e 2741 c.c.

---

<sup>453</sup> E, si badi, per beni futuri non si intende tutti i beni che verranno ad esistenza nell'arco della vita futura del debitore tornato in *bonis* ma tutte quelle voci attive (ad esempio i flussi di cassa) che, si calcola, verranno ad esistenza per effetto della attuazione ed esecuzione del piano e che vanno a comporre il valore di riorganizzazione o (plus)valore concordatario, *nei limiti di quanto stimato dal proponente (e attestato dal professionista)*.

<sup>454</sup> Sul tema, si veda, ad es., D'ATTORRE, *I principi generali nel diritto della crisi d'impresa*, in *Nuova giur. civ.*, 2019, p. 1087; MONTANARI, *Il codice della crisi*, cit., p. 277; FAROLFI, *Il nuovo ruolo del giudice dell'esecuzione nella tempestiva emersione della crisi d'impresa*, in *Esec. forz.*, 2020, pp. 58 ss.

In realtà, al di là di tutte queste considerazioni, mi sembra che la questione possa, e debba, essere impostata diversamente.

### **5.2.3. Per una diversa impostazione del problema**

Nell'arco di questo lavoro si è insistito sulla differenza, per il creditore, fra il pagamento "immediato" e in denaro e la soddisfazione in forme diverse dal denaro (o in denaro, ma con eccessive dilazioni), tipica delle ristrutturazioni concordatarie. In particolare, si è sostenuto che il diritto (collettivo) al (plus)valore concordatario non è un diritto a ricevere un pagamento "immediato" e in denaro, ma un diritto all'attribuzione della quota di (plus)valore secondo il rango in forme anche diverse dal pagamento in denaro (o con un pagamento in denaro ma dilazionato nell'arco del tempo). La seconda opzione equivale, per il creditore, all'assunzione del rischio relativo all'attuazione e alla realizzazione di quanto previsto nel piano concordatario. Infatti, la promessa di un pagamento, anche in denaro, ma nell'arco, ad esempio, di tre o cinque anni, equivale, per il creditore, anche nell'ipotesi in cui preveda il pagamento di interessi, alla richiesta di un nuovo finanziamento. Addirittura, in alcuni casi, il creditore, originariamente titolare di una pretesa fissa sul patrimonio del debitore-società, viene ad assumere la posizione residuale di socio (quando "la soddisfazione dei crediti" avviene attraverso l'attribuzione ai creditori di azioni o quote nella società riorganizzata). In questi casi, il creditore viene inserito nel progetto imprenditoriale sotteso al piano (il quale mira, tra l'altro, ad "assicurare il riequilibrio della situazione finanziaria" dell'impresa: art. 87, comma 1, lett. a), CCII). Egli non ha il diritto di espropriare i beni del debitore inadempiente e soddisfarsi sul ricavato della liquidazione, ma viene coinvolto nell'operazione sottesa al piano, condividendone il rischio di insuccesso. Rispetto a una situazione come quella appena descritta, potrebbe sostenersi che, dato che il creditore partecipa al rischio sotteso al piano, è opportuno che egli debba godere di tutti i benefici (*stimati* e oggetto di attestazione) discendenti dallo stesso (fino ad esaurimento della sua pretesa, ovviamente): debba, cioè, beneficiare di tutto il (plus)valore concordatario. In altre parole, dalla correlazione fra i concetti di "creazione del (plus)valore" e "partecipazione al rischio del piano" emergerebbe che al creditore che si assume il rischio relativo alla attuazione del piano, in quanto accetta, a maggioranza nella classe<sup>455</sup>, di ricevere a soddisfazione del proprio

---

<sup>455</sup> Si veda quanto osservato *supra* al § 4 di questo capitolo.



credito strumenti partecipativi nella società riorganizzata o, comunque, pagamenti in forma dilazionata tali da risultare, di fatto, in nuove forme di finanziamento del debitore, deve essere riconosciuto il diritto di partecipare a tutti i benefici discendenti dal piano (in proporzione alla sua posizione *ex ante*), e cioè il diritto al (plus)valore concordatario secondo il rango (fino ad esaurimento della pretesa).

Se si concorda con quanto appena affermato, dovrebbe riconoscersi che il creditore privilegiato (soprattutto generale) possa essere falciato solo nella misura in cui il patrimonio dinamico dell'imprenditore in concordato non sia sufficiente a soddisfarlo integralmente. Solo nel caso, cioè, in cui il patrimonio del debitore integrato dei flussi di cassa discendenti dal concordato (*i.e.*, il valore di riorganizzazione) non sia sufficiente a soddisfarlo integralmente<sup>456</sup>.

Proprio nell'ottica sopra descritta sembra che le sentenze che adottano l'interpretazione qui condivisa facciano riferimento alla figura del "patto leonino"<sup>457</sup>. Sebbene il riferimento a tale istituto sia da intendersi in senso atecnico nel contesto concordatario, esso rende bene l'idea per la quale sarebbe poco coerente imporre al creditore (attraverso un piano di pagamento in denaro con eccessive dilazioni o attraverso la conversione della sua posizione da titolare di una pretesa fissa a titolare di una pretesa residuale) l'assunzione del rischio relativo al piano e, allo stesso tempo e nonostante ciò, limitare la sua soddisfazione a quella che potrebbe ottenere nella liquidazione fallimentare (in una situazione, cioè, non connotata dal rischio sopra indicato). In questo senso, verrebbe accollata al creditore l'alea della prosecuzione dell'attività senza che egli possa godere dei benefici discendenti da essa, e cioè del *surplus* concordatario.

Alla luce di queste ragioni, sembra opportuno ritenere che, nell'ambito di un concordato con continuità diretta ove il patrimonio del debitore non viene di regola

---

<sup>456</sup> È importante chiarire che il patrimonio "dinamico" oggetto del diritto del creditore privilegiato è soltanto quello "stimato" nell'ambito del piano concordatario (e oggetto di attestazione). Qualora, come dovrebbe fisiologicamente essere se il piano ha successo e la società torna *in bonis*, il patrimonio della società riorganizzata si accresca oltre quello stimato dal professionista (e oggetto del diritto del creditore privilegiato), quei valori ulteriori non sono destinati al creditore privilegiato, in quanto egli rimane comunque un creditore anteriore rispetto al quale opera l'istituto della esdebitazione (art. 184 l. fall.; art. 117 CCII).

<sup>457</sup> Trib. Milano, 15 dicembre 2016, cit.; App. Torino, 31 agosto 2018, cit. ("Né potrebbe farsi carico al singolo creditore (o a una classe di creditori, viepiù privilegiati o ipotecari), in quanto titolare del diritto di voto nel concordato o, comunque, creditore anteriore assoggettato alla proposta concordataria, il solo rischio della procedura di continuità (il costo dell'alternativa fallimentare, con conseguente "taglio" delle sue prospettive di soddisfacimento in tale misura) senza attribuzione anche a costui anche delle potenzialità derivanti dalla prosecuzione (il *surplus* concordatario), perché ciò comporterebbe l'imposizione a questo particolare e privilegiato creditore [di] un patto leonino a suo discapito" (enfasi aggiunta).

liquidato, ma, anzi, impiegato ai fini di consentire la continuità aziendale, i creditori privilegiati abbiano in principio un diritto ad ottenere (anche in forme diverse dal pagamento in denaro) tutto il valore di continuità/riorganizzazione ricavabile dal piano, fino a soddisfazione della loro pretesa<sup>458</sup>. In altre parole, essi hanno diritto ad essere trattati come privilegiati (e non come chirografari degradati) per tutto il valore ricavabile dal piano fino a soddisfazione del loro credito. Se il diritto al (plus)valore concordatario può essere letto anche in chiave di (diritto alla) partecipazione al rischio sotteso al piano, non vi è ragione per ripartire tale rischio in violazione dell'ordine delle priorità stabilite *ex ante*. Questo vuol dire che la falcidia di questi creditori (specialmente se con privilegio generale con collocazione sussidiaria sugli immobili) può legittimamente operare solo qualora il patrimonio del debitore calcolato al valore di continuità/riorganizzazione non sia sufficiente a soddisfarli integralmente<sup>459</sup>.

Quanto appena sostenuto potrebbe implicare che non ci siano risorse per soddisfare i creditori chirografari, con conseguente possibile insuccesso del tentativo di ristrutturazione.

In verità, questa conclusione appare meno problematica di quanto sembri. Anche in questa situazione, infatti, possono essere individuati degli spazi per proporre una soddisfazione ai creditori chirografari.

In primo luogo, come si è già accennato, può farsi ricorso alla finanza esterna, che non soggiace alle regole di ripartizione dell'attivo discendenti dagli artt. 2740 e 2741 c.c.

In secondo luogo, se si adotta la ricostruzione proposta in questo lavoro e si conviene sulla natura disponibile e collettiva del diritto al (plus)valore concordatario secondo il rango, dovrebbe potersi ammettere che i creditori con privilegio generale vengano riuniti in una o più classi (a seconda della loro posizione giuridica e dei loro interessi economici) le quali potrebbero votare a favore di un trattamento peggiore rispetto a quello che spetterebbe loro secondo le regole di priorità. In questo caso, sarebbe possibile riservare un valore economico

---

<sup>458</sup> Trib. Padova, 24 gennaio 2019, cit.

<sup>459</sup> Si veda anche quanto affermato da Cass., 18 giugno 2018, n. 16066 “[i]n caso di opzione del debitore per il ricorso alla disciplina generale del concordato, i crediti per ritenute operate e non versate, al pari dei crediti per I.V.A., e comunque tutti gli ulteriori crediti previdenziali di natura privilegiata possono essere falcidiati con il meccanismo previsto della L.Fall., art. 160, comma 2, con possibilità di soddisfare i creditori di grado inferiore *soltanto con l'intervento di finanza cd. esterna* (Cass. 13 luglio 2016, n. 18561)” (enfasi aggiunta).

ai creditori chirografari. Una possibile ragione per la quale una classe di creditori con privilegio generale potrebbe acconsentire a ricevere una soddisfazione in qualche misura inferiore rispetto a quella che le spetterebbe potrebbe essere rappresentata proprio dalla circostanza che il concordato, che in ipotesi consente la creazione di un *surplus*, non raggiungerebbe le maggioranze richieste *ex lege* senza il voto dei creditori chirografari, i quali, ovviamente, lo approverebbero solo a patto di ricevere una qualche soddisfazione. Un'altra possibile ragione potrebbe essere rappresentata dal fatto che i creditori con prelazione potrebbero non essere interessati a ricevere l'intera quota di (plus)valore in forme diverse dal denaro o con dilazioni di svariati anni; preferiscono ricevere una soddisfazione in misura inferiore, ma in forme meno rischiose.

Questo significa che, coerentemente con quanto argomentato nei §§ 2-3 del presente capitolo, la proposta che non destina tutto il (plus)valore concordatario ai creditori con privilegio generale (sui mobili ed eventualmente sugli immobili), ma che riserva una parte di tale (plus)valore ai creditori chirografari (in assenza di una soddisfazione integrale dei primi), *non è, per sé, inammissibile*. Una tale proposta può essere sottoposta al voto delle classi di creditori privilegiati. Se queste classi sono correttamente formate e la accettano, non sembra esserci una valida ragione per condannare il tentativo di ristrutturazione. Il diritto al (plus)valore concordatario è un diritto disponibile (dal singolo e) dalla maggioranza (diritto collettivo). È solo nel caso in cui una o più classi di creditori privilegiati non acconsentano a ricevere un tale trattamento che, allora, al meccanismo dell'autonomia deve sostituirsi quello dell'eteronomia (il quale verrà esaminato nel capitolo terzo di questo lavoro).

#### **5.2.4. Sintesi delle conclusioni raggiunte con riferimento al trattamento dei creditori privilegiati nel concordato preventivo con continuità aziendale (diretta)**

In conclusione, in tema di trattamento dei creditori privilegiati nel concordato preventivo, sembra potersi dire che, qualora il debitore continui, secondo i termini del piano, ad utilizzare i beni gravati da una causa legittima di prelazione, i creditori privilegiati abbiano, in principio, un diritto al valore di continuità degli stessi nell'ambito del concordato<sup>460</sup>. E così, la prelazione del creditore ipotecario si

---

<sup>460</sup> Pertanto, occorrerà distinguere fra (a) beni che vengono immediatamente liquidati, il cui valore dovrà essere calcolato nella prospettiva della liquidazione fallimentare; i creditori muniti di cause di

estenderà ai frutti civili (stimati) dell'immobile lungo la durata del piano<sup>461</sup>; il privilegio generale sui mobili ed eventualmente sugli immobili si estenderà ai flussi

---

prelazione su questi beni avranno un diritto ad ottenere un pagamento in denaro ed immediato (argomento *ex art. 86 CCII*) nei limiti del valore del bene così calcolato (e per il resto saranno degradati a chirografo); (b) beni che non vengono liquidati immediatamente in quanto funzionali all'esercizio della continuità aziendale; rispetto a questi beni, la parte capiente della garanzia deve essere calcolata tenendo conto del "valore di continuità" degli stessi nell'ambito del concordato. Questo è quello che avviene ad esempio nel diritto statunitense ove "*if the debtor is proposing to retain the collateral in its business, the quoted language* [si intende, la lettera del §506(a) 11 U.S. Code] *would suggest that the court probably should favor valuing the creditor's collateral more in line with going-concern value, rather than at a lower liquidation value*" (TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., p. 1160).

In particolare, per quanto riguarda il diritto statunitense, si veda il §506(a) 11 U.S. Code: "*Such value* [il valore del bene sul quale insiste la causa di prelazione] *shall be determined* in light of the purpose of the valuation *and of the proposed disposition or use of such property, and in conjunction with any hearing on such disposition or use or on a plan affecting such creditor's interest*" (enfasi aggiunta). Per l'interpretazione di questa norma, di fondamentale importanza è stata la decisione della Suprema Corte *Re Associates Commercial Corp. v. Rash* (520 US, 1997) (d'ora in avanti, "Rash"). Il caso è il seguente: Associates aveva un credito di 41.171 dollari verso Rash assistito da un *security interest* su un trattore. Ai fini del piano di riorganizzazione (qui si tratta di un piano ai sensi del *Chapter 13*, ma le stesse considerazioni valgono anche per quanto concerne il *Chapter 11*), Rash intende conservare il trattore in quanto funzionale all'esercizio della sua attività. La questione centrale di questo caso è la misura della falcidia del creditore privilegiato. Come si è visto, essa dipende dal valore del bene oggetto della garanzia, cioè, in questo caso, dal valore del trattore. Secondo i calcoli del debitore, il quale riteneva che occorresse prendere come riferimento il valore che si sarebbe ottenuto in una vendita fallimentare, il valore del trattore era pari a 31.875 dollari. Al contrario, secondo il creditore, il valore del trattore era pari a 41.000 dollari, in quanto occorreva assumere a parametro di riferimento il c.d. *replacement value* e cioè il valore che Rash avrebbe dovuto pagare nel mercato per sostituire quel determinato trattore. La Suprema Corte decise che, quando il debitore intende conservare il bene oggetto della garanzia, occorre avere riguardo al *replacement value* (o valore di continuità).

<sup>461</sup> Si pensi anche al seguente esempio. Il debitore D ha un creditore per 100 (si assuma che il credito sia già scaduto al momento della presentazione della domanda di concordato) con ipoteca su un immobile di sua proprietà. D propone un piano di concordato in continuità con conservazione dell'immobile in quanto funzionale alla prosecuzione dell'attività. Il mercato immobiliare nell'area in cui D opera è molto depresso al momento dell'apertura della procedura, ma si stima che si rialzerà a seguito di interventi di rivalutazione dell'area urbanistica già iniziati da parte del Comune e che termineranno nell'arco di cinque anni. Il valore di liquidazione dell'immobile in questo momento è solo 40. Tuttavia, si stima che fra cinque anni, quando l'area sarà stata rivalutata a seguito degli interventi del Comune, l'immobile avrà un valore di 90. Ora, a me sembra che proporre al creditore privilegiato un piano di pagamento in cinque anni per il valore totale di 40 non sia adeguato (a meno, ovviamente, che il creditore accetti un tale trattamento). Un piano di pagamento in cinque anni equivale di fatto a un rifinanziamento del debitore da parte del creditore. Ma, se si chiede al creditore di rifinanziare il debitore invece di consentirgli di agire esecutivamente sul bene (come avverrebbe in assenza di apertura della procedura concordataria) perché non farlo partecipare anche dei possibili benefici del piano? Altrimenti, si avrebbe la strana situazione per la quale, da un lato, si impedisce al creditore di agire esecutivamente sul bene (in quanto l'apertura della procedura lo impedisce – art. 168 l. fall.; per il CCII si veda quanto previsto dall'art. 54, comma 2), imponendogli, anzi, di rifinanziare il debitore, e, dall'altro, si consente al debitore di godere di tutti i benefici del piano e del prevedibile aumento di valore del bene oggetto della prelazione. Dunque, sembrerebbe più opportuno che al creditore ipotecario venisse offerto un piano di pagamento in cinque anni per il valore di 90 (e non 40). Potrebbe allora sostenersi che, se invece che un piano di pagamento in diversi anni si offrisse al creditore privilegiato il valore di 40 in denaro e senza dilazioni, allora egli non avrebbe di che lamentarsi, in quanto otterrebbe (per la parte capiente della garanzia) quanto ricaverrebbe se potesse agire esecutivamente sul bene. Tuttavia, si dimentica che la funzione del diritto fallimentare in generale e del concordato preventivo in particolare dovrebbe essere quella di consentire il miglior soddisfacimento dei creditori. Anche a voler interpretare tale principio nel senso che "il miglior soddisfacimento" sarebbe delimitato ai soli creditori chirografari, mi sembra che, nel momento in cui è il debitore (o colui che formula la proposta) a scegliere se continuare ad utilizzare

di cassa (stimati). Si tratta, insomma, di attribuire ai creditori privilegiati la quota di (plus)valore corrispondente alla loro pretesa. Tale attribuzione può avvenire in forme anche diverse dal pagamento in denaro. Inoltre, tale diritto è disponibile dal singolo o dalla maggioranza (in presenza di creditori privilegiati con posizione giuridica e interessi economici omogenei). Conseguentemente, il singolo creditore o la singola classe possono votare a favore di una distribuzione inferiore rispetto a quella corrispondente alla loro quota di (plus)valore (cioè il valore dei beni oggetto della prelazione calcolato assumendo come parametro la continuità concordataria)<sup>462</sup>.

Qualora il singolo creditore privilegiato (in assenza di altri creditori con posizione giuridica e interessi economici a lui omogenei) o la classe di creditori privilegiati non acconsenta a ricevere una soddisfazione deteriore occorre chiedersi entro quali

---

il bene oggetto di ipoteca oppure liquidarlo, non spetti a lui decidere se consentire al creditore di godere dei benefici del piano (in questo caso, il prevedibile aumento di valore dell'immobile) oppure no (offrendogli 40 immediatamente e in denaro). Mi sembra, piuttosto, che la decisione se sfruttare i prevedibili benefici del piano o accontentarsi del più basso valore di liquidazione debba spettare al creditore.

<sup>462</sup> A dimostrazione di quanto appena affermato, si consideri il seguente caso (per semplicità di lettura, faccio riferimento ai soli articoli della l. fall. e non ai corrispondenti articoli del CCII): il debitore D ha un debito di 1000 con un creditore C (o un gruppo di creditori riuniti nella classe C) munito di privilegio generale con collocazione sussidiaria sugli immobili *ex art. 2776 c.c.* Gli altri creditori di D sono tutti creditori chirografari. Il valore stimato ricavabile dal piano (*art. 186-bis, comma 2, lett. a) l. fall.*), oggetto di attestazione *ex art. 161, comma 3, l. fall.*, è 900. Se il debitore venisse liquidato nella procedura fallimentare, si ricaverebbe un valore pari a 500 (anche questo valore deve essere incluso nella relazione di cui all'*art. 161, comma 3, l. fall.*, perché altrimenti non si capisce come il professionista potrebbe esprimere il giudizio sul "miglior soddisfacimento dei creditori" di cui all'*art. 186-bis, comma 2, lett. b), l. fall.*). La differenza fra il valore di riorganizzazione e il valore di liquidazione discende dal fatto che il settore in cui l'impresa opera è in crisi e quindi non è agevole reperire compratori sul mercato disposti ad acquistare l'azienda al suo valore di *going concern*. In questo caso, C ha diritto all'intero valore ricavabile dal piano. Questo diritto, come già visto, è un diritto alla soddisfazione in forme diverse dal pagamento immediato ed in denaro, ad esempio, l'attribuzione di azioni in D. Qui una prima questione è se sia opportuno, in caso di voto negativo di C, imporre a C una tale soddisfazione (in azioni, appunto), anche se questa corrisponde alla quota di (plus)valore spettante a C secondo il rango della sua pretesa. Il tema sarà esaminato nel capitolo seguente, dedicato alla tecnica della eterotutela. A parte ciò, assumiamo che il piano preveda a favore di C un pagamento dilazionato in denaro in cinque anni con un valore attuale pari a 600 (oppure azioni nella società riorganizzata per un valore pari a 600). Il resto viene attribuito ai creditori chirografari (inclusa la quota del credito di C scaduta a chirografo). In questo caso, anche se a C non viene offerto tutto il valore di riorganizzazione, la proposta non è inammissibile. Bisogna vedere come vota C (si intende, per la parte trattata come credito privilegiato). Se C vota in senso favorevole alla proposta, non si vede perché il tentativo di ristrutturazione dovrebbe essere stroncato sotto questo profilo (fermo restando che il giudice deve accertare che la classe C riunisca creditori effettivamente titolari di posizione giuridica e interessi economici omogenei). Se C vota in senso contrario al piano, invece, la proposta non è omologabile perché viene violato il principio per cui la classe deve poter partecipare al (plus)valore concordatario secondo l'ordine di graduazione delle varie pretese. Secondo la ricostruzione qui proposta, infatti, C è falcidiabile (e scade a chirografo) senza il suo consenso solo per 100 (1000 meno 900 – valore di riorganizzazione), non per 500 (1000 meno 500 – valore di liquidazione).

limiti – ed in che termini – sia legittimo imporre loro un tale trattamento<sup>463</sup>. Il punto sarà oggetto di trattazione nel prossimo capitolo.

### 5.3. I creditori subordinati

Per quanto riguarda il trattamento dei creditori subordinati nel concordato preventivo, se si accoglie la tesi sostenuta in questo lavoro, dovrebbe essere agevole riconoscere che questi ultimi possano ricevere un qualche valore dal piano solo in determinati casi, e cioè: (i) in primo luogo, quando il (plus)valore concordatario (così come stimato) risulta sufficiente a soddisfare integralmente i creditori antergati, e cioè i creditori privilegiati (nei limiti sopra detti) e i chirografari; (ii) in secondo luogo, anche nell'ipotesi in cui il (plus)valore concordatario non sia sufficiente a soddisfare integralmente i creditori di rango *potiore*, i creditori subordinati potrebbero essere destinatari di un qualche valore a seguito dell'apporto di finanza (rigorosamente) esterna, la cui distribuzione, come già accennato, non soggiace alle regole stabilite dagli artt. 2740 e 2741 c.c.; (iii) in terzo luogo, i creditori subordinati potrebbero ricevere un qualche valore nel caso in cui la classe o le classi di creditori di rango *potiore* dispongano, a maggioranza (nella o nelle classi), del diritto alla quota di (plus)valore concordatario secondo il rango. In tutti questi casi, i creditori subordinati potrebbero essere ammessi al voto in apposite classi.

---

<sup>463</sup> Negli Stati Uniti i creditori assistiti da garanzia reale hanno generalmente (salvo che facciano una “§1111(b) election”, per la quale si veda *infra*) un diritto al *valore* corrispondente alla *collateral* (più gli interessi dovuti per compensare il creditore del fatto che egli viene ripagato nel corso del tempo, interessi da calcolarsi, tendenzialmente, ai sensi della assai discussa decisione della Suprema Corte *Till v. SCS Credit Corp.* (541 U.S. 465, 2004)). I creditori privilegiati non hanno alcun diritto, invece, a un pagamento in denaro corrispondente al valore della *collateral* (TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., p. 730). Inoltre, al *secured creditor* è consentito effettuare la c.d. “§1111 election”. Attraverso questo meccanismo il *secured creditor* impedisce, di fatto, al debitore/proponente (d’ora in poi, il “debitore”) di separare il credito in una parte privilegiata (coperta dal valore del bene oggetto di garanzia) e una parte chirografaria (non coperta dal valore del bene oggetto di garanzia). Tuttavia, è previsto che il creditore che ha fatto una “§1111 election” abbia diritto a ricevere pagamenti (nell’arco della durata del piano) con un *present value* uguale al valore della *collateral*. In pratica, in presenza, ad esempio, di un credito di 10.000 dollari con un diritto di prelazione su un bene il cui valore è pari a 7.000 dollari (così come calcolato sulla base della decisione “*Rash*”), in caso di “§1111 election”, il credito non verrà separato in una parte privilegiata (7.000 dollari) e una parte chirografaria (3.000 dollari), ma rimarrà un credito di 10.000 dollari. Tuttavia, il debitore dovrà pagare (solo) il *present value* del valore nominale dell’intero credito, che, si badi, non è 10.000 dollari, ma 7.000 dollari (perché questo è il valore della *collateral*). Il vantaggio della “§1111 election” è che, qualora nel corso della durata del piano il valore della *collateral* aumenti, il debitore dovrà pagare la differenza al creditore privilegiato. Lo svantaggio, invece, è rappresentato dal fatto che il creditore privilegiato perde il diritto alla quota residua del credito (che sarebbe trattata come chirografaria). Al contrario, una volta che il credito è stato “*bifurcated*”, il creditore privilegiato non può vantare alcuna pretesa se il valore del bene oggetto della garanzia aumenta nel corso del piano. Sul tema si veda TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., p. 761 (dal quale è tratto l’esempio).

Nel caso, invece, in cui i creditori subordinati non siano destinatari di alcun valore economico secondo le disposizioni della proposta, le opzioni ermeneutiche sono due: i) o si ritiene di ammetterli al voto in una apposita classe<sup>464</sup>; in questo caso, il voto negativo è scontato e a tutela delle loro prerogative potrà essere attivato il meccanismo di eterotutela descritto nel capitolo seguente; ii) oppure si ritiene di non ammetterli al voto (come per i soci)<sup>465</sup>, ma si consente loro di utilizzare il meccanismo di eterotutela di cui al capitolo seguente. Fermo che in entrambi i casi è consentito l'accesso a detto meccanismo, la differenza fra le due tesi è apprezzabile dal punto di vista del raggiungimento delle maggioranze richieste *ex lege* per l'approvazione del concordato (art. 177, comma 1, l. fall.; art. 109, comma 1, CCII).

#### **5.4. I soci (*rinvio*)**

Quanto alla posizione dei soci della società debitrice, si è già anticipato che, nell'ambito definito dalla tecnica della autonomia, in presenza di una proposta parzialmente soddisfattiva delle ragioni creditorie, essi possono, di regola, essere destinatari di un qualche valore – anche sottoforma di conservazione delle loro partecipazioni (o parte di esse) nella società riorganizzata, oppure di assegnazione di quelle di nuova emissione nella stessa o in altra società – solo a condizione che, nel concordato con classi, queste ultime accettino di ricevere una soddisfazione inferiore rispetto a quella che spetterebbe loro secondo l'ordine di graduazione delle varie pretese (oppure in presenza di finanza esterna). Nel concordato senza classi, e cioè nel concordato ove (i) i creditori privilegiati, per la parte capiente della garanzia (calcolata secondo i parametri definiti nel § 5.2.1 di questo capitolo) sono pagati in denaro e in tempi brevi, e (ii) gli unici votanti sono i creditori chirografari (inclusi i privilegiati degradati), i quali, però, (a) devono essere tutti portatori di interessi economici omogenei (caso alquanto raro e comunque sottoposto al vaglio

---

<sup>464</sup> STANGHELLINI, *Proposta di concordato*, cit., p. 1981.

<sup>465</sup> Sul punto, VATTERMOLI, *Subordinazione legale*, cit., pp. 290 ss., il quale rileva che: (i) il fatto che la legge non abbia esplicitamente escluso i creditori subordinati dalla votazione non rileva in quanto il legislatore della riforma si sarebbe “completamente disinteressato di questa categoria di creditori”; (ii) i creditori subordinati per i quali la proposta non preveda alcunché sarebbero privi di interesse (così come i creditori privilegiati pagati al 100%) e dunque indifferenti alla proposta; (iii) “tutti gli ordinamenti che prevedono una disciplina *ad hoc* per i crediti subordinati risultano caratterizzati dal fatto di non attribuire *mai* a questi ultimi il potere di condizionare l'approvazione del concordato” (enfasi dell'Autore). Ad esempio, ai sensi del § 1126(g) del *Chapter 11* statunitense, la classe che non è destinataria di alcun valore secondo il piano è considerata dissenziente (non vota). Cfr. anche GUGLIELMUCCI, *Diritto fallimentare*, cit., pp. 341-342.

del giudice) e (b) vengono soddisfatti tutti allo stesso modo, i soci potranno mantenere le loro vecchie partecipazioni (o parte di esse) nella società riorganizzata (oppure ricevere in assegnazione partecipazioni di nuova emissione, anche in altra società costituita sulla base delle disposizioni del piano) a condizione che il concordato sia approvato dalla maggioranza dei creditori chirografari votanti. In questo caso, è come se ci fosse un'unica classe che si esprime in senso favorevole alla proposta e alla allocazione di parte del valore di riorganizzazione in capo ai soci originari.

Per quanto riguarda, invece, le condizioni di partecipazione dei soci al (plus)valore della società riorganizzata nel caso in cui una o più classi di creditori esprimano il loro voto in senso contrario alla proposta, esse verranno analizzate nel capitolo seguente dedicato alla tecnica della eteronomia.

## **6. Dalla tecnica dell'autonomia alla tecnica della eteronomia**

Nell'arco di questo capitolo si è cercato di affrontare la questione della distribuzione del (plus)valore ricavabile attraverso (una proposta e) un piano di concordato preventivo alla luce della tecnica della autonomia. In particolare, si sono definiti i limiti di applicabilità di questa tecnica nel concordato, identificandoli nel voto di classe e nella omogeneità degli interessi (anche economici) dei votanti (nella classe). Si è, così, raggiunta la conclusione per la quale la proposta può legittimamente destinare il (plus)valore concordatario in violazione dell'ordine di distribuzione dell'attivo ricavabile dalle norme sulla responsabilità patrimoniale del debitore *purché vi sia l'assenso delle varie classi (e purché le classi siano correttamente formate)*. Si è anche sostenuto che le varie classi possono legittimamente essere destinatarie di forme di soddisfazione diverse dal pagamento in denaro (nel senso sopra visto), purché accettino di ricevere una forma di soddisfazione che, a seconda dei casi, equivale a un impegno al rifinanziamento del debitore (pagamento dilazionato di svariati anni) o, addirittura, alla conversione della posizione dei creditori in quella di soci della società debitrice (o altra società eventualmente costituita).

In questo contesto, qualora una o più classi (correttamente formate) votino in senso contrario alla proposta, può dirsi che la tecnica della autonomia abbia esaurito il suo ambito di applicazione. In questa situazione, per poter *omologare* la proposta nonostante il dissenso di una o più classi, occorre che alla tecnica della autonomia si sostituisca quella della eteronomia, la quale prevede l'intervento attivo del



giudice in funzione di protezione degli interessi delle classi dissenzienti. Si è visto, infatti, che non sembra corretto ritenere che la maggioranza delle classi possa imporre in via autonoma ad una classe dissenziente di ricevere una soddisfazione inferiore rispetto a quella corrispondente alla sua quota di (plus)valore. In questo caso, l'autonomia non può validamente operare. Allo stesso modo, sembra che la maggioranza delle classi non possa legittimamente imporre ad una classe dissenziente l'attribuzione di strumenti finanziari nella società riorganizzata (o di forme di pagamento eccessivamente dilazionate). In tutti questi casi, sembra opportuno che il giudice intervenga a protezione degli interessi della classe dissenziente.



## CAPITOLO III

# Distribuzione del (plus)valore concordatario ed eteronomia

**SOMMARIO:** 1. Introduzione; 2. Il diritto di *exit*: il problema; 2.1. Il fine del “miglior soddisfacimento dei creditori” non è criterio sufficiente a giustificare l’attribuzione ad una classe dissenziente, con pretesa *in-the-money* nell’ipotesi di liquidazione del patrimonio del debitore, di forme di soddisfazione diverse dal pagamento in denaro e connotate da un certo livello di rischio; 2.2. La proposta di soluzione; 2.3. I vantaggi della soluzione proposta; 2.4. Ulteriori considerazioni a sostegno della soluzione proposta; 3. La tendenziale non omologabilità della proposta che non destina alla classe dissenziente la quota di (plus)valore secondo il rango nei rapporti verticali fra classi; 3.1...e nei rapporti orizzontali; 3.2. Non omologabilità della proposta che viola il diritto della classe a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango sul presupposto della irregolarità della procedura; 3.3. La *absolute priority rule* e le sue deviazioni apparenti; 3.3.1. *Giftng*; 3.3.2. *New Value Exception*; 4. Il problema dei “soci rilevanti”; 4.1. (*segue*) Il caso problematico; 4.1.1. Valore dell’azienda riorganizzata e imputabilità dell’avviamento; 4.1.2. Sulla definizione di valore di riorganizzazione; 4.1.3. Sull’onere di motivazione; 4.2. L’impatto della concorrenza come forma integrativa di tutela; 4.3. Sintesi delle conclusioni raggiunte sul tema della partecipazione alla ristrutturazione dei soci rilevanti e conferme nel diritto comparato; 5. La Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva tra *absolute priority rule* e *relative priority rule*; 6. Conclusioni.

### 1. Introduzione

Il tema della distribuzione del (plus)valore realizzato attraverso il concordato con continuità diretta viene analizzato in questo capitolo nell’ipotesi dell’eteronomia. Come si è visto nel capitolo precedente, questa tecnica si sostituisce alla tecnica della autonomia quando vengono a mancare i presupposti di applicazione di quest’ultima. Ciò si verifica quando la classe che riunisce soggetti con posizione giuridica e interessi economici omogenei si esprime in senso contrario al trattamento offerto dalla proposta. In questo caso, si tratta di stabilire le condizioni necessarie e sufficienti affinché la proposta concordataria possa essere omologata dal giudice superando il dissenso della classe (o delle classi).

Si è sottolineato, in particolare, che il dissenso della classe rileva sotto due peculiari profili.

Il primo profilo attiene alla legittimità di soddisfare una classe dissenziente in forme diverse dal pagamento in denaro e cioè attraverso l’attribuzione di strumenti partecipativi nella società riorganizzata (o altra società di nuova costituzione) o di pagamenti dilazionati nel tempo tali da costituire nuove forme di finanziamento a

favore del debitore. In proposito, i dubbi maggiori attengono alla liceità di imporre l'assunzione di un rischio in capo alla classe che, attraverso il voto contrario alla proposta, ha manifestato la volontà di non volerlo assumere.

Il secondo profilo attiene alla possibilità di attribuire alla classe dissenziente una quota di (plus)valore inferiore rispetto a quella che le spetterebbe secondo l'ordine di distribuzione del patrimonio del debitore. In questo caso, occorre domandarsi se sia legittimo alterare il diritto della classe alla quota di (plus)valore concordatario secondo il rango contro la volontà della maggioranza dei suoi membri (manifestato attraverso il voto contrario alla proposta).

Dal momento che, come si è chiarito nel § 4 del secondo capitolo di questo lavoro, il diritto a partecipare al valore creato dal piano è un diritto a ricevere la quota di (plus)valore in forme anche diverse dal pagamento in denaro, è opportuno cominciare dal primo profilo appena indicato.

## **2. Il diritto di *exit*: il problema**

Nei capitoli precedenti si è insistito sulla differenza, per il creditore, tra il “pagamento” in denaro e la “soddisfazione” in forme diverse dal pagamento in denaro. Queste forme di soddisfazione si contraddistinguono, infatti, per un certo livello di *rischio*. Infatti, ad esempio, una azione di s.p.a. e, a maggior ragione, una quota di s.r.l. possono non essere facilmente liquidabili sul mercato. Inoltre, una azione di s.p.a. incorpora un diritto a ricevere il dividendo solo alla condizione che il bilancio di esercizio evidenzi utili distribuibili e che l'assemblea ne deliberi la ripartizione (art. 2433 c.c.). Sul piano sostanziale, poi, una promessa di pagamento nell'arco di svariati anni equivale alla richiesta di un nuovo finanziamento<sup>466</sup>.

---

<sup>466</sup> Ciò vale soprattutto per i crediti il cui termine è già scaduto o è in scadenza alla data di presentazione della domanda di concordato. Con riguardo ai crediti non ancora scaduti al momento della presentazione della domanda si veda, però, la norma di cui all'art. 169 l. fall., il quale richiama l'art. 55 l. fall. relativo alla accelerazione del termine di scadenza del credito (si vedano, per il CCII, gli artt. 96 e 154, comma 2). In effetti, qui si pone un tema, al quale è però solo possibile accennare in questo lavoro: posto che in caso di crediti già scaduti al momento della presentazione della domanda di concordato, l'offerta di un pagamento dilazionato di alcuni anni corrisponde nella sostanza a una richiesta di rifinanziamento da parte del debitore, e, dunque, all'assunzione di un nuovo rischio da parte del creditore, con le conseguenze che si andranno a delineare nei paragrafi che seguono in punto di tutela del creditore (*rectius*, della classe di creditori) dissenziente, ci si chiede se lo stesso possa dirsi dei crediti non ancora scaduti al momento della presentazione della domanda, ma che l'ordinamento “fa scadere”, *agli effetti del concorso*, per via della disposizione sulla accelerazione del termine (si veda il richiamo all'art. 55 l. fall. da parte dell'art. 169 l. fall., ai sensi del quale i debiti pecuniari si considerano scaduti alla data di presentazione della domanda di concordato). In particolare (ma il tema meriterebbe una più approfondita analisi, che non è possibile svolgere in questa sede), ci si potrebbe chiedere se, qualora la proposta del debitore preveda una soddisfazione che rispetta il termine originario del credito, tale trattamento non debba considerarsi, sul piano sostanziale, analogo a una richiesta di nuovo finanziamento, con la conseguenza che non

---

si applicherà il sistema di tutela delineato nei prossimi paragrafi (diritto di *exit*). Dopotutto, un conto è che il debitore proponga a un creditore con una pretesa già scaduta al momento della presentazione della domanda di concordato una soddisfazione sottoforma di promessa di pagamento nell'arco, ad esempio, di quattro anni (la quale sembra proprio integrare una nuova richiesta di finanziamento e una nuova assunzione di rischio); un altro è che il debitore proponga a un creditore, con una pretesa che scadrebbe (se non operasse la disposizione di cui al combinato disposto degli artt. 169 e 55 l. fall.) nei prossimi quattro anni, una soddisfazione sottoforma di una promessa di pagamento nell'arco, appunto, di quattro anni.

Ciò, peraltro, induce a chiedersi quale sia il senso della norma sulla accelerazione *obbligatoria* (per effetto dell'applicazione dell'art. 55 l. fall.) del termine relativo a crediti non ancora scaduti nel concordato con continuità, ove il debitore (o il terzo proponente) prosegue nell'attività d'impresa e nei rapporti con i creditori anteriori (almeno con alcuni di essi). Si potrebbe infatti pensare che, quando il debitore/proponente non si proponga di falciare i crediti non ancora scaduti, sia più coerente con la *ratio* della fattispecie concordataria in continuità lasciare inalterati tali crediti (e cioè non accelerarne il termine) e prevedere un piano di pagamento secondo le originarie scadenze (applicando una soluzione analoga a quella prevista per i "contratti pendenti", si vedano gli artt. 169-*bis* l. fall. e 97 CCII, quest'ultimo espressamente applicabile solo ai "contratti ancora ineseguiti o non compiutamente eseguiti nelle prestazioni principali da entrambe le parti alla data del deposito della domanda di accesso al concordato preventivo"). Si pensi al credito da restituzione di un mutuo ipotecario secondo un piano di ammortamento nell'arco di alcuni anni. Parrebbe logico pensare che, nel concordato in continuità, se il debitore/proponente si impegna a pagare le rate a scadere secondo i tempi dell'originario piano di ammortamento, non vi sia ragione per applicare la disposizione di cui all'art. 55 l. fall. Il punto è rilevante, in quanto l'art. 55 l. fall., anticipando al momento della proposizione della domanda la scadenza del credito, comporta, secondo le indicazioni accolte dalla maggioranza della dottrina, che il piano che preveda un pagamento dilazionato rispetto alla data della omologazione (ma pur sempre rispettando le scadenze originarie) risulterà non un "pagamento integrale", ma una "soddisfazione integrale", con tutte le conseguenze evidenziate nel testo in punto di diritto di voto e di trattamento del creditore "dilazionato".

Tutto ciò solleva, a sua volta, un'ulteriore problematica di sistema. Infatti, nell'ipotesi in cui si ritenga che l'art. 55, comma 2, l. fall. non debba necessariamente applicarsi ai crediti non scaduti che il proponente il concordato con continuità si offra di soddisfare secondo l'ammontare e le scadenze originarie, sembrerebbe ragionevole applicare il principio per il quale, quando la posizione creditoria non viene intaccata dalla procedura, il creditore non ha diritto di voto, in quanto carente di interesse. In altre parole, la circostanza che la posizione del creditore rimanga inalterata avrebbe l'effetto di escluderlo dal concorso. Ciò porta a chiedersi in via preliminare se una operazione del genere (l'esclusione di un creditore dal concorso per effetto della mancata estensione allo stesso degli effetti della procedura, inclusa la disposizione sull'accelerazione del termine) sia ammissibile nel concordato. Si potrebbe pensare, infatti, che una tale operazione costituisca una violazione della *par condicio* poiché alcuni crediti verrebbero esclusi dal concorso e dalla falce (in quanto pagati integralmente secondo le scadenze originarie) ed altri no. Tuttavia, occorre considerare che il nostro ordinamento consente espressamente una tale operazione (i.e., l'esclusione di alcuni creditori dalla falce e dal "concorso") nell'ambito dell'istituto degli accordi di ristrutturazione dei debiti, ove l'accordo non deve necessariamente coinvolgere tutti i creditori, ma coloro che rappresentano almeno il sessanta per cento dei crediti (si veda, in particolare, l'art. 61 CCII). Nell'ambito di questo istituto, i creditori estranei all'accordo mantengono inalterata (o quasi, si veda l'art. 57, comma 3, CCII, che prevede una dilazione di centoventi giorni dalla omologazione, per i crediti già scaduti, e dalla scadenza, per i crediti non ancora scaduti alla data della omologazione) la loro posizione giuridica. Posto che non sembra porsi un problema di *par condicio*, la soluzione alla questione posta sembra risiedere proprio nella peculiarità della fattispecie concordataria, la quale, almeno di regola, deve coinvolgere ed estendere il concorso (e i suoi effetti) a tutti i creditori anteriori. Il senso della distinzione, sotto questo profilo, tra concordato e accordi di ristrutturazione dei debiti appare, per vero, sfuggente. Peraltro, essa è incoerente con i dati ricavabili dal diritto comparato, ove agli effetti dei piani di ristrutturazione sono di regola estranei i creditori *unimpaired* e cioè coloro rispetto ai quali il piano "*leaves unaltered the legal, equitable, and contractual rights to which such claim or interest entitles the holder of such claim or interest*" (si veda il § 1124 (2) Chapter 11). Anche la Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva (Direttiva UE 2019/1023) consente di escludere dagli effetti del piano i creditori non interessati (nella versione in inglese, più precisa, "*non affected parties*"; si vedano i considerando 39, 43, 64 e gli artt. 8, comma 1, lett. c), d), e), 9, commi 1 e 2 e 15), e richiede che il piano indichi, "se del caso, le parti [...] che non sono interessate dal piano di

Quest'ultima si risolve, per il creditore, nella assunzione di un nuovo rischio che dipende dalla probabilità di riuscita del piano.

In questo contesto, sembra ragionevole ritenere che non sia legittimo imporre dette forme di soddisfazione ad una classe dissenziente, qualora tale classe sia titolare di una pretesa che le consentirebbe di ricevere qualcosa (c.d. *in-the-money*) nell'ipotesi in cui il patrimonio del debitore venisse liquidato (cioè, convertito in denaro).

Per capire la ragione di questa affermazione, occorre soffermarsi nuovamente sulla funzione e sugli effetti del diritto fallimentare in generale e del concordato preventivo in particolare nel nostro ordinamento giuridico.

---

ristrutturazione, unitamente a una descrizione dei motivi per cui si propone che non siano interessate" (art. 8, comma 1, lett. e).

Nella giurisprudenza italiana, il tema dell'applicabilità o non dell'art. 55, comma 2, l. fall. al concordato con continuità è stato affrontato, in senso opposto, da Trib. Marsala, 5 febbraio 2014, in *Dir. fall.*, 2014, II, pp. 108 ss., con nota critica di LEUZZI, e da Trib. Milano, 4 novembre 2014, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Secondo il Tribunale di Marsala sarebbe "coerente con la disciplina del concordato in continuità la prosecuzione dei contratti di mutuo ipotecario, con conseguente assoggettamento alla proposta di concordato delle sole rate già scadute e insolute alla data del deposito della proposta, salvo il regolare adempimento delle rate a scadere secondo i tempi dell'originario piano di ammortamento". Secondo il Tribunale di Milano, invece, "il principio della scadenza del debito al momento della domanda di concordato opera per qualsiasi proposta concordataria, che preveda o meno la cessione dei beni ai creditori, non essendovi alcuna deroga all'art. 55 l.f. nella disposizione dell'art. 186-bis l.f. in tema di effetti del concordato". Nella dottrina recente, per tutti, ARATO, *La domanda di concordato preventivo*, in *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, a cura di Cagnasso, Panzani, III, Utet, 2016, pp. 3402 ss. Il tema era stato affrontato anche in relazione alle versioni della legge fallimentare antecedenti alla riforma del 2005. Sul punto, si veda BONSIGNORI, *Del concordato preventivo*, cit., pp. 256 s., il quale riporta l'opinione di G. Bonelli (in *Fallimento*, III, Vallardi, 1910, pp. 492 ss.) in sede di commento all'art. 7, comma 3, l. 24 maggio 1903 nei termini che seguono: "quando l'attivo rimane in mani del debitore, non essendovi liquidazione, non c'è ragione di togliergli il beneficio del termine, per cui scadenza significa soltanto che il creditore a termine ha diritto a partecipare alla votazione del concordato, ma è soggetto al soddisfacimento in percentuale alla scadenza originaria".

La questione sembra essere stata parzialmente risolta dall'art. 100, comma 2, CCII, ai sensi del quale, quando è prevista la continuità aziendale, non si considerano scaduti i crediti derivanti da contratto di mutuo con garanzia reale gravante su beni strumentali all'esercizio dell'impresa se il debitore, alla data della presentazione della domanda di concordato, ha adempiuto le proprie obbligazioni o se il tribunale lo autorizza al pagamento del debito per capitale ed interessi scaduto a tale data. In questo caso, il debitore può essere autorizzato al pagamento delle rate a scadere, se un professionista indipendente attesta anche che il credito garantito potrebbe essere soddisfatto integralmente con il ricavato della liquidazione del bene effettuata a valore di mercato e che il rimborso delle rate a scadere non lede i diritti degli altri creditori. Questa disciplina e quella di cui al comma 1 della stessa disposizione (già prevista dalla l. fall. all'art. 182-*quinquies*, comma 5), relativa al pagamento dei crediti anteriori per prestazioni di beni o servizi, costituiscono una indicazione di sistema nel senso che non è più necessario che il concordato estenda i suoi effetti (anche in punto di accelerazione del termine di scadenza) a tutti i creditori. Alcuni creditori, in altre parole, possono essere lasciati fuori dalla procedura. Ciò porta a chiedersi se abbia ancora senso, oggi (e alla luce delle considerazioni svolte in questo lavoro), avere due discipline distinte per il concordato preventivo e per gli accordi di ristrutturazione dei debiti (con effetti estensivi).

## **2.1. Il fine del “miglior soddisfacimento dei creditori” non è criterio sufficiente a giustificare l’attribuzione ad una classe dissenziente, con pretesa *in-the-money* nell’ipotesi di liquidazione del patrimonio del debitore, di forme di soddisfazione diverse dal pagamento in denaro e connotate da un certo livello di rischio**

Come si è cercato di argomentare nel primo capitolo di questo lavoro, il diritto fallimentare trova la sua giustificazione nell’esigenza di consentire una azione ordinata e collettiva sul patrimonio insufficiente del debitore. Come già osservato, esso risolve un problema di coordinamento fra più soggetti, i creditori, titolari di molteplici pretese nei confronti di una risorsa comune la quale, però, si rivela (o si rivelerà con ogni probabilità) insufficiente a soddisfare tutti (*common pool problem*)<sup>467</sup>.

In assenza di tale procedura collettiva, ciascun creditore potrebbe ricorrere alla tutela esecutiva individuale<sup>468</sup>. Come già anticipato, il ricorso alla tutela esecutiva individuale pone, però, due ordini di problemi. Da un lato, c’è il rischio che alcuni soggetti, i creditori più avveduti, attivino per primi la tutela esecutiva individuale ed esauriscano tutte le risorse disponibili, con la conseguenza che i creditori meno sofisticati e accorti non troveranno risorse sulle quali soddisfarsi. In questo senso, si ritiene che il diritto fallimentare (e delle procedure concorsuali) consenta l’attuazione del principio della *par condicio creditorum*<sup>469</sup>. Dall’altro lato, sussiste il rischio che l’esercizio di tante azioni individuali e separate da parte dei vari creditori abbia l’effetto di disgregare un patrimonio che varrebbe di più se “tenuto insieme”. In questo senso, si afferma che funzione del diritto fallimentare è quella di realizzare, attraverso un’azione ordinata e collettiva<sup>470</sup>, un maggior valore da mettere a disposizione del ceto creditorio<sup>471</sup>. Grazie a tale meccanismo, il liquidatore nel fallimento è posto nella condizione di vendere l’azienda o un ramo di essa al migliore offerente. Questo non sarebbe possibile se l’insieme dei beni che la compongono fosse oggetto di tante azioni individuali e separate, in quanto l’azienda verrebbe presto disgregata.

---

<sup>467</sup> Si veda il § 3 del primo capitolo di questo lavoro.

<sup>468</sup> Sul tema si veda anche G. FERRI jr, *Impresa in crisi e garanzia patrimoniale*, in *Diritto fallimentare - Manuale breve*, cit., pp. 62 ss.

<sup>469</sup> Si veda il § 3 del primo capitolo di questo lavoro.

<sup>470</sup> Per lo più funzionale alla conservazione dei valori di continuità aziendale (quando questo è coerente con il fine del miglior soddisfacimento dei creditori).

<sup>471</sup> Si veda il § 3 del primo capitolo di questo lavoro.

In via generale, la tutela esecutiva individuale si traduce nella espropriazione<sup>472</sup> e nella conversione coattiva dei beni del debitore *in denaro* da distribuire a coloro che la hanno attivata (c.d. esecuzione per espropriazione: artt. 2910 ss. c.c.)<sup>473</sup>. Come si è già anticipato, la dichiarazione di apertura del fallimento ha l'effetto di sospendere la possibilità di ricorrere alla tutela esecutiva individuale<sup>474</sup>. Per effetto della apertura della procedura collettiva, infatti, i singoli creditori non possono più espropriare in via autonoma i beni del debitore, farli convertire in denaro (*i.e.*, liquidarli) e soddisfarsi sul relativo prezzo. Devono attendere l'esito della procedura fallimentare sul presupposto che questa consentirà di realizzare una migliore (o non peggiore, ma quantomeno tendenzialmente rispettosa della *par condicio*) soddisfazione del ceto creditorio. Questa soddisfazione, nel fallimento/liquidazione giudiziale, avviene anch'essa in forma di distribuzione ai creditori del ricavato, *in denaro*, della conversione coattiva dei beni del debitore. Non si tratta più di una liquidazione attivata nell'ambito di una azione esecutiva individuale, ma di una liquidazione collettiva, il cui esito, però, rimane pur sempre la distribuzione ai creditori del ricavato, *in denaro*, della conversione dei beni del debitore.

Questo è il sistema sul quale si innesta la fattispecie del concordato preventivo (sia liquidatorio che con continuità aziendale). Come si è visto nel capitolo primo di questo lavoro, questo strumento si giustifica, in generale, in quanto dovrebbe consentire la creazione di un maggior valore rispetto a quello che potrebbe ottenersi attraverso una liquidazione fallimentare (si vedano gli artt. 186-*bis*, comma 2, l. fall. e gli artt. 84, comma 4 e 87, comma 1, lett. f) e comma 3, CCII). Questo perché la procedura fallimentare/liquidazione giudiziale rimane comunque una procedura forzata scandita da precise regole procedurali. Talvolta, l'attuazione della garanzia patrimoniale del debitore può avvenire più agevolmente attraverso una diversa procedura, il concordato, che si caratterizza per il maggiore spazio riservato alla autonomia privata.

---

<sup>472</sup> L'effetto sostanziale della espropriazione è (*melius*, può essere) l'estinzione totale o parziale del diritto di credito mediante soddisfacimento, il quale discende dalla ordinanza con la quale si dispone la assegnazione al creditore del ricavato della vendita forzata della cosa pignorata o, nel caso di cui all'art. 505 c.p.c., della cosa pignorata stessa. Sul punto, FAZZALARI, *Tutela giurisdizionale dei diritti*, voce [XLV, 1992], in *Enc. dir.*

<sup>473</sup> In linea di principio, la realizzazione coattiva del diritto di credito avviene in denaro. Ciò sia nel caso in cui a restare inadempita sia una obbligazione pecuniaria, sia nel caso in cui la prestazione dovuta non si presti ad essere coattivamente realizzata in natura, il che accade nella generalità dei casi. La possibilità di realizzazione coattiva in natura della prestazione dovuta risulta circoscritta ai soli casi previsti dalla legge (esecuzione forzata in forma specifica: artt. 2930 ss. c.c.).

<sup>474</sup> Si vedano gli artt. 51, 168, comma 1, 182-*bis*, comma 3, l. fall.; artt. 150, 54, commi 2 e 3, CCII.



In questo contesto, il concordato con continuità diretta si caratterizza per una rilevante peculiarità. Questo strumento, infatti, presuppone che i beni del debitore – almeno quelli funzionali alla continuazione dell’impresa – non vengano affatto liquidati (e cioè convertiti in denaro), ma continuino ad essere impiegati nella stessa impresa che ha aperto la procedura. Talvolta, convertire in denaro il patrimonio del debitore attraverso una liquidazione fallimentare/giudiziale od anche concordataria (concordato liquidatorio o concordato con continuità indiretta) comporta una rilevante dispersione di valore. Come già osservato, questo potrebbe accadere quando, ad esempio, il mercato è depresso e il prezzo offerto per la conversione dei beni del debitore in denaro da distribuire ai creditori è di gran lunga inferiore rispetto al valore reale dell’impresa (*fair market value*). Altre volte ciò può verificarsi perché l’impresa è titolare di beni non facilmente trasferibili da una entità ad un’altra senza un rilevante deprezzamento degli stessi<sup>475</sup>. In questo contesto, il concordato preventivo con continuità aziendale diretta si giustifica perché consente di creare un valore (*stimato*) maggiore di quello che si otterrebbe nella liquidazione fallimentare/giudiziale oppure nella liquidazione concordataria (concordato liquidatorio o concordato con continuità indiretta). La continuità diretta consente, almeno in via teorica, di evitare quello “sconto” insito in ogni liquidazione forzata, ovvero in ogni conversione coattiva di beni in denaro.

In sintesi, può affermarsi che il “sistema concordato con continuità diretta” si giustifica perché, *grazie alla mancata conversione forzata dei beni del debitore in denaro* (almeno quelli funzionali alla prosecuzione dell’attività d’impresa), dovrebbe consentire un “miglior soddisfacimento dei creditori”.

In questo contesto sembra ragionevole ritenere che, sebbene la finalità di consentire la creazione di un maggior valore rispetto a quello che discenderebbe dalla conversione dei beni del debitore in denaro sia senz’altro meritevole di essere perseguita – oltre che *necessaria* al fine di giustificare il “sistema concordato con continuità diretta” – essa (*i.e.*, detta finalità) non appare tuttavia *sufficiente* a giustificare l’imposizione contro la volontà della maggioranza dei membri di una classe di forme di soddisfazione del tutto avulse rispetto a quelle alle quali quegli stessi creditori avrebbero diritto in assenza di quel sistema (cioè del “sistema

---

<sup>475</sup> STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Il caleidoscopio dell’informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di Ghezzi, P. Marchetti, R. Sacchi, Giuffrè, 2020, p. 73; A. ROSSI, *L’esecuzione del concordato di risanamento, tra governance e conflitti*, in *Fallimento*, 2017, p. 1006.

concordato con continuità diretta”). Infatti, tali forme di soddisfazione implicano la volontà di assumersi un rischio, e cioè il rischio connesso alla probabilità di riuscita del piano. Ed allora, un conto è che la maggioranza di soggetti con interessi omogenei riuniti in una classe accetti di assumersi tale rischio. In questo caso, la circostanza che la maggioranza dei membri della classe abbia approvato il trattamento offerto nella proposta fa presumere che quel trattamento – seppure connotato da un certo livello di rischio – sia nell’interesse anche della minoranza dei suoi componenti. Il fatto che al giudice sia consentito un sindacato di merito sulla effettiva omogeneità degli interessi fra i membri della classe (eterotutela) sembra sufficiente a giustificare l’imposizione della volontà della maggioranza sulla minoranza dissenziente<sup>476</sup>. Del tutto diverso, invece, è il caso in cui la maggioranza dei componenti di una classe, che in assenza del “sistema concordato con continuità diretta” potrebbe ottenere un qualche valore dalla liquidazione dei beni posti a garanzia del suo credito (*i.e.*, con una pretesa *in-the-money* nel caso di conversione dei beni del debitore in denaro), voti in senso contrario alla attribuzione di un trattamento che implica l’assunzione di un certo rischio (ad esempio, l’attribuzione di azioni nella società riorganizzata). In questo caso vi è una indicazione chiara nel senso che quella classe reputa il trattamento offerto non *conveniente*, nel senso che preferisce ricevere il (minore) valore di liquidazione della sua pretesa, in denaro, piuttosto che assumersi il rischio connesso alla riuscita del piano.

In altre parole, mi sembra che la *finalità* di perseguire il “migliore soddisfacimento dei creditori” (quali?) non sia *sufficiente* a giustificare una ingerenza nei diritti dei creditori che si traduce nel mancato accesso a quella forma di tutela essenziale che è rappresentata dal diritto alla liquidazione e cioè dal diritto alla conversione dei beni del debitore in denaro. Ciò vale, ovviamente, per quelle classi di creditori che potrebbero ottenere un qualche valore nella liquidazione: quei creditori, cioè, la cui pretesa sarebbe *in-the-money* in una eventuale conversione dei beni del debitore in denaro (si tratta, per la maggior parte dei casi, di creditori privilegiati).

A conferma di quanto appena detto, si pensi al (-l’ipotetico) caso in cui il debitore abbia come suo unico *asset* un bene immobile e come suo unico creditore una banca con un credito di 50 assistito da ipoteca. Alla scadenza del termine, il debitore si rifiuta di pagare. In questo caso, la banca può far espropriare il bene immobile, il

---

<sup>476</sup> Si vedano i §§ 3 ss. del secondo capitolo di questo lavoro.

cui valore di liquidazione (*i.e.*, il valore di conversione di quell'immobile in denaro) è 50. Al termine della procedura espropriativa, la banca otterrà 50 in denaro. Se il debitore fosse un'impresa commerciale con una moltitudine di creditori (oltre alla banca con ipoteca di primo grado sull'immobile), in caso di insolvenza, si aprirebbe la procedura fallimentare. In questo caso la banca non potrebbe far espropriare l'immobile autonomamente in quanto il suo *diritto individuale* ad esperire l'azione esecutiva è sospeso. Deve attendere l'esito della procedura fallimentare, nell'ambito della quale il liquidatore farà alienare l'immobile, operazione che consentirà di realizzare, presumibilmente, il valore di 50. Anche in questo caso, la banca (titolare di un credito assistito da ipoteca) otterrà 50 in denaro. Se invece che la procedura di fallimento si aprisse un concordato con continuità aziendale diretta, qualora si accogliesse la tesi per la quale si può imporre a una classe contro la volontà della maggioranza dei suoi componenti (in questo caso la classe è formata da un unico creditore, la banca) la soddisfazione in forme diverse dal pagamento in tempi brevi e in denaro, alla banca si potrebbe offrire un titolo obbligazionario emesso dalla stessa società in concordato che le attribuisce il diritto di essere ripagata nell'arco di tre anni ad un determinato tasso di interesse, il cui valore attuale (si intende: del titolo obbligazionario) sia pari a 50. In accoglimento della tesi che qui si critica, il giudice, con l'omologazione della proposta, potrebbe superare il dissenso della banca e imporre a quest'ultima un tale trattamento. La banca, che tuttavia ha premura di liberarsi del credito che pesa sul suo bilancio, potrebbe allora cercare di alienare il suo titolo al miglior offerente. Il problema è che la probabilità che la banca venda oggi in cambio di 50 in denaro il titolo obbligazionario (con un valore attuale pari a 50) è infinitamente bassa. Oggi, la banca potrebbe al massimo ottenere (in ipotesi) 30. Così, l'esito della procedura concordataria in continuità diretta per la banca si risolve, di fatto, in una perdita di 20.

A questo punto, giova sottolineare che l'attribuzione, contro la volontà della maggioranza dei membri di una classe, di forme di soddisfazione del tutto avulse rispetto al pagamento in denaro potrebbe trovare giustificazione laddove si attribuissero al concordato preventivo funzioni ulteriori rispetto a quella satisfattiva relativa alla attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore e massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio. È chiaro, infatti, che qualora si ritenesse che funzione dello strumento concordatario sia anche, ad

esempio, quella di agevolare la conservazione dei posti di lavoro, potrebbe giustificarsi l'imposizione contro la volontà della maggioranza in una classe di forme di soddisfazione connotate da un certo livello di rischio o che comunque non corrispondono alla forma di tutela essenziale rappresentata dal diritto alla liquidazione. Si sono già viste, tuttavia, le ragioni (§ 3.3 del primo capitolo di questo lavoro) per le quali questo approccio non solo non appare condivisibile sul piano dei principi, ma è anche controproducente sul piano della politica del diritto.

## 2.2. La proposta di soluzione

Al fine di ricondurre il sistema entro i confini delineati dai principi del nostro ordinamento giuridico, sembrerebbe ragionevole ritenere che, qualora una classe, la cui pretesa risulterebbe *in-the-money* in una eventuale liquidazione dei beni del debitore, non accetti l'attribuzione di forme di soddisfazione diverse dal pagamento in denaro, a quella classe dovrebbe essere data l'opzione di uscire dalla procedura (*exit*) con il valore di liquidazione della propria pretesa (come già detto, se esistente) pagato in denaro<sup>477</sup>.

Come già ricordato, il concordato preventivo in continuità diretta ha la funzione di agevolare il conseguimento (secondo le stime oggetto di attestazione del professionista) del “miglior soddisfacimento dei creditori” (art. 186-*bis*, comma 2, lett. b), 1. fall. e art. 87, comma 3, CCII). Come si è tentato di argomentare nei capitoli precedenti, ciò dovrebbe tradursi nel diritto (collettivo) a partecipare al (plus)valore creato dal piano secondo il rango definito dalla propria pretesa. Quest'ultimo si traduce in un diritto a ricevere una soddisfazione in forme anche diverse dal pagamento in denaro (azioni, quote, obbligazioni, promesse di

---

<sup>477</sup> Una soluzione simile è stata di recente proposta nel sistema olandese con riguardo alla nuova procedura di ristrutturazione del debito (*Wet Homologatie Onderhands Akkoord*, d'ora in avanti WHOA; l'atto è consultabile, nella traduzione in inglese, al sito <https://resor.nl/wp-content/uploads/2020/05/English-Translation-Bill-on-New-Dutch-Scheme.pdf>). La legge, approvata dalla Camera dei rappresentanti in data 26 maggio 2020 e dal Senato in data 6 ottobre 2020, ha modificato la legge fallimentare olandese (*Faillissementswet*) inserendo una nuova procedura di ristrutturazione, simile al nostro concordato preventivo riorganizzativo (in quanto potenzialmente vincolante per tutti i creditori coinvolti nella procedura). In particolare, l'art. 384, comma 4, lett. c) prevede che, qualora il piano di ristrutturazione non sia stato approvato da tutte le classi, la classe o le classi dissenzienti di creditori abbiano il diritto di scegliere di uscire dalla procedura con il valore di liquidazione della loro pretesa pagato in denaro e in tempi brevi. Ai sensi della lett. d) della stessa disposizione (lettera aggiunta in un secondo momento nell'ambito dell'*iter* di approvazione della proposta legislativa), il principio appena esposto non si applica ai creditori privilegiati che hanno concesso al debitore un finanziamento su base commerciale (ad es., le banche), i quali hanno però il diritto di pretendere una soddisfazione in forma quantomeno diversa dalla assegnazione di titoli azionari nella società riorganizzata (o in altra società di nuova costituzione). In dottrina, si veda TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings*, cit., pp. 62 ss.

pagamento dilazionate che equivalgono a nuove forme di finanziamento, e così via). Se una classe intende avvantaggiarsi del (plus)valore, deve accettare tali forme più rischiose di soddisfazione. Dopotutto, la creazione stessa del *surplus* concordatario dipende dal verificarsi o meno di quanto previsto nel piano. I concetti di “*surplus* della continuità” e “rischio” sono intrinsecamente legati. Non ci può essere *surplus* se non ci si assume il rischio della sua creazione – continuando la attività d’impresa con una struttura finanziaria rinnovata. Il piano potrebbe avere successo, oppure no. La relazione del professionista e il giudizio di fattibilità servono per affermare che l’esito positivo si verificherà “più probabilmente che non”. Ma l’esito ultimo del piano si saprà solo quando esso sarà stato integralmente attuato.

In questo contesto, non appare opportuno obbligare una classe, la cui pretesa sarebbe *in-the-money* in una eventuale liquidazione (cioè in una conversione dei beni del debitore in denaro), ad assumersi il rischio connesso alla attuazione del piano contro la volontà della maggioranza dei suoi componenti. Se quella classe intende usufruire del (plus)valore, deve assumersene anche il rischio ed accettare un trattamento in forme diverse dal pagamento in denaro (azioni, quote, strumenti finanziari e così via). Ma se così non è, tale classe dovrebbe avere la possibilità di uscire dalla procedura (*exit*). In questo caso, però, non avrà diritto al (plus)valore, ma solo al valore di liquidazione della sua pretesa.

Più precisamente, il diritto di *exit* potrebbe essere attribuito ai creditori (la maggioranza) dissenzienti nella classe dissenziente. Per coloro che hanno votato a favore dell’attribuzione di un trattamento in forme anche diverse dal pagamento in denaro, e cioè per coloro che trovano conveniente assumersi il rischio connesso all’attuazione del piano – perché, evidentemente, intendono avvantaggiarsi del (plus)valore – potrebbe applicarsi il principio del divieto di contraddizione e dovere di coerenza nei rapporti tra privati (*venire contra factum proprium*). Per coloro che, invece, si sono espressi (a maggioranza nella classe) in senso contrario alla attribuzione di un tale trattamento, sembra necessario offrire una via di uscita (diritto di *exit*). Ciò, chiaramente, solo se la pretesa dei soggetti dissenzienti (la maggioranza) nella classe risulterebbe *in-the-money* in una eventuale liquidazione (come già anticipato, questi soggetti sono generalmente i creditori privilegiati).

In questa prospettiva, il *giudizio di convenienza* (che, a partire dalla riforma del 2005, spetta ai creditori) si traduce nell’alternativa fra la volontà di godere del *surplus* concordatario (ma in forme connotate da un certo livello di rischio) e quella

di uscire dalla procedura con il valore di liquidazione della propria pretesa pagato in denaro.

Questa ricostruzione è, d'altra parte, coerente con i principi che ispirano l'istituto concordatario da quando è stato ridimensionato, con la riforma del 2005, il ruolo dell'eteronomia del giudice. Semplicemente, si prende atto del fatto che il concordato non si rivolge, oggi più che in passato (ma in passato la eterotutela del giudice era molto più accentuata), ad una massa omogenea di soggetti. E ciò perché, da un lato, la disciplina attuale del concordato preventivo consente di incidere anche sulla posizione dei creditori privilegiati oppure dei creditori subordinati; dall'altro, perché si è riconosciuto, con l'introduzione dell'istituto delle classi, che la massa dei creditori chirografari *non* è una massa di soggetti portatori di interessi omogenei<sup>478</sup>. Come già accennato, il vecchio concordato preventivo poteva essere concepito come un concordato ad una classe (di creditori chirografari), la quale votava, sulla base di un giudizio di convenienza, se accettare o non la proposta del debitore, e cioè se accettare o non di assumersi il rischio connesso alla attuazione del piano. Ora che si è preso atto che gli interessi suscettibili di essere scalfiti dal concordato sono molteplici<sup>479</sup>, allo stesso modo si moltiplicano i giudizi di convenienza. Come si vede, il principio è sempre lo stesso: sono i creditori (a maggioranza) a valutare se conviene loro accettare la proposta e, quindi, assumersi il rischio relativo alla attuazione del piano, oppure non rischiare e accontentarsi del (minor) valore di liquidazione della loro pretesa (se *in-the-money* nella liquidazione). Ciò che è cambiato è la presa di coscienza che i creditori che possono essere coinvolti nella procedura concordataria *non sono tutti uguali* e che, quindi, il principio maggioritario trova specifici limiti di applicazione (come visto, la regola maggioritaria non può validamente operare fra distinte classi). E allora, o si ritiene che ogni classe possa svolgere il proprio giudizio di convenienza – con la conseguenza che, se dissenziente sotto questo profilo, può “uscire” dalla procedura – oppure si ritiene che il giudice possa sostituirsi alla classe dissenziente nel valutare la *convenienza della proposta*, da intendersi, però, come scelta tra continuare a finanziare il debitore (attraverso l'imposizione di forme di soddisfazione come l'assegnazione di azioni o quote nella società riorganizzata), ma godendo del *surplus*, oppure uscire dalla procedura, ma con il solo valore di

---

<sup>478</sup> Sul punto si veda, da ultimo, TERRANOVA, *I concordati in un'economia finanziaria*, cit., p. 13, il quale osserva che “la predetta comunione di interessi è più formale che sostanziale”.

<sup>479</sup> Sul punto, si vedano i §§ 5 ss. del primo capitolo di questo lavoro.

liquidazione (pagato in denaro, se esistente). Come verrà evidenziato più avanti, quest'ultima decisione da parte del giudice mi pare possa presentare qualche profilo di problematicità rispetto all'art. 41 Cost.

Prima di procedere oltre, sembra opportuno effettuare due ulteriori considerazioni. In primo luogo, occorre osservare che il sistema appena delineato è pienamente coerente con la disciplina in punto di trattamento, nel concordato preventivo, dei creditori privilegiati, i quali, nella maggior parte dei casi, saranno gli unici ad avere una pretesa con un valore di liquidazione positivo (*i.e.*, una pretesa *in-the-money* nella liquidazione). Come si è visto nel capitolo secondo di questo lavoro, infatti, è la stessa legge (art. 160, comma 2, l. fall. e art. 85, comma 7, CCII) a prevedere che, se i creditori privilegiati non sono disposti ad assumersi il rischio sotteso al piano (*i.e.*, non vogliono beneficiare del (plus)valore), essi devono ricevere almeno il valore di liquidazione della loro pretesa (*in denaro*).

In secondo luogo, è opportuno compiere una ulteriore riflessione sul significato del giudizio di convenienza nel concordato con continuità, alla luce dei principi esposti nell'arco di questo lavoro. A fronte della definizione che si è proposta poco sopra (*i.e.*, il *giudizio di convenienza* si traduce nell'alternativa fra la volontà di godere del *surplus* della continuità, ma in forme connotate da un certo livello di rischio, e quella di uscire dalla procedura con il valore di liquidazione della propria pretesa pagato in denaro) si potrebbe replicare che dall'art. 180, comma 4, l. fall. (art. 112 CCII) si ricava, invece, che il giudizio di convenienza attiene al confronto fra la *misura* della soddisfazione prevista nella proposta concordataria e la *misura* della soddisfazione prevedibilmente ricavabile nella liquidazione fallimentare/giudiziale (così recita l'art. 112 CCII: “il tribunale può omologare il concordato qualora ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alla liquidazione giudiziale”). Ebbene, a me sembra che questa norma – al di là della sua inconferenza rispetto alla corretta soluzione del problema distributivo (§ 3.3 del secondo capitolo di questo lavoro) – mal si adatti alla nuova fisionomia del concordato preventivo con continuità aziendale. Come già sottolineato nell'arco di questo lavoro, per il creditore una soddisfazione nella *misura* di 50 in denaro ed in tempi ravvicinati è radicalmente diversa da una soddisfazione nella *misura* di 50 in strumenti finanziari oppure in denaro ma nell'arco di cinque anni. In questo contesto, ritenere che, in presenza di una classe dissenziente, il giudice possa limitarsi a controllare che la *misura* della

soddisfazione prevista nella proposta non sia inferiore rispetto a quella prevedibilmente ricavabile nella liquidazione fallimentare/giudiziale non mi sembra adeguato. In altre parole, nel nuovo contesto normativo, dove il concordato può assumere la forma di strumento di riorganizzazione della struttura finanziaria del debitore, mi pare che l'art. 180, comma 4, 1. fall. (art. 112 CCII) vada interpretato nel senso che, in presenza di opposizione da parte di un creditore appartenente a una classe dissenziente o, nell'ipotesi di mancata formazione delle classi, di creditori dissenzienti che rappresentano il venti per cento dei crediti ammessi al voto, il giudice non possa omologare il concordato se rileva che il credito risulta soddisfatto dal concordato in misura *non tanto quantitativamente, ma piuttosto qualitativamente inferiore* rispetto a quanto otterrebbe nella liquidazione fallimentare/giudiziale.

Peraltro, per evitare che, in presenza di proposte che prevedono forme di soddisfazione diverse dal pagamento in denaro (proposte di concordato riorganizzativo), il concordato non venga omologato sotto questo profilo, sarebbe opportuno prevedere, già nella proposta, che vengano messi a disposizione dei fondi per quelle classi con un valore di liquidazione positivo (nella maggior parte dei casi, le classi di creditori privilegiati) da utilizzare in caso di dissenso di queste ultime rispetto alla soddisfazione prevista nella proposta. In questo modo, in caso di dissenso della classe con pretesa *in-the-money* nella liquidazione, a quest'ultima potrebbe essere "pagato" il diritto di *exit* e la proposta potrebbe essere omologata (sotto questo profilo). Come già sottolineato, questo è ciò che avviene (o dovrebbe avvenire) in punto di soddisfazione dei creditori privilegiati (capienti o parzialmente capienti), rispetto ai quali la proposta, per essere ammissibile, deve già prevedere di mettere a disposizione i fondi necessari ad un loro pagamento in denaro (e in tempi brevi) nei limiti del valore di liquidazione del bene (o dell'insieme dei beni) posto a garanzia del loro credito.

### **2.3. I vantaggi della soluzione proposta**

Mi pare, d'altra parte, che il meccanismo sopra descritto non possa che condurre ad effetti positivi. Infatti, esso consente di distinguere chiaramente i concordati rispetto ai quali i creditori sono pronti a scommettere, e che quindi sono meritevoli di essere omologati ed eseguiti, e quelli, invece, nei quali i creditori non credono affatto, e ai quali sarebbe quindi meglio porre fine. Se la maggioranza delle classi di creditori



accetta una soddisfazione in azioni o altri strumenti finanziari nella società riorganizzata significa che tale maggioranza crede nel piano e nella possibilità di creazione del *surplus*. Il progetto imprenditoriale sotteso al piano, dunque, parrebbe meritevole di essere perseguito.

In verità, il discorso potrebbe valere anche nell'ipotesi in cui una sola classe di finanziatori fosse disposta ad assumersi il rischio sotteso al piano, a patto, però, che i diritti di tutte le altre classi siano tutelati con il meccanismo proposto nel paragrafo precedente<sup>480</sup>. Infatti, la circostanza che anche solo una classe di finanziatori abbia manifestato la volontà di assumersi il rischio della continuazione dell'attività d'impresa (in cambio della possibilità di godere del *surplus*) significa che almeno una frazione del *mercato* (seppur esigua) crede nel progetto imprenditoriale sotteso al piano e che, quindi, almeno in via teorica, quest'ultimo sia conveniente almeno per qualcuno. Ciò, però, non appare consentito nel nostro sistema, in quanto gli artt. 177, comma 1, l. fall. e 109, comma 1, CCII sono chiari nel senso che per l'approvazione del concordato occorre la maggioranza delle classi.

Il principale problema discendente dall'accoglimento della soluzione proposta è legato alla possibile assenza, nel patrimonio del debitore, della liquidità necessaria a pagare il diritto di *exit* ai creditori dissenzienti nelle classi dissenzienti. E pur tuttavia potrebbe osservarsi che: (i) in un contesto nel quale lo scopo del sistema dovrebbe essere non tanto l'omologazione di un gran numero di concordati, ma piuttosto l'omologazione di buoni concordati<sup>481</sup>, se davvero una parte (delle classi) dei creditori crede nel piano pur in una situazione connotata dalla assenza di liquidità nel patrimonio del debitore, potrebbe presumersi che tali creditori siano disposti ad attivarsi per reperire la liquidità necessaria a pagare il diritto di *exit* a coloro che nel piano non credono; se non ci riescono è perché o non credono nel piano *abbastanza* da pagare con propri fondi il diritto di *exit* ai dissenzienti (nelle classi dissenzienti), oppure perché non trovano nel resto del mercato alcuno disposto ad assumersi il rischio sotteso al piano e a investire la cifra necessaria ad entrare nel progetto imprenditoriale; ciò dovrebbe indurre a ritenere che il piano

---

<sup>480</sup> Questo è ciò che avviene nel sistema statunitense, dove per l'omologazione di un *reorganization plan* è sufficiente che almeno una classe di titolari di pretese si esprima in senso favorevole al trattamento previsto nel piano (§ 1129 (a) (10) *Chapter 11*). Da ciò discende che, in quel sistema, la corte può superare il dissenso di tutte le classi meno una. Peraltro, occorre sin da subito rilevare che nel diritto statunitense è assente la previsione di un diritto di *exit* sul modello suggerito in questo lavoro (si veda *infra*, il § 2.4).

<sup>481</sup> Per questa espressione si veda R. SACCHI, *Dai soci di minoranza*, cit., p. 1073.

non sia poi così meritevole di essere perseguito in quanto non gode, nel mercato, del supporto minimo necessario alla sua attuazione (ii) nella maggior parte dei casi, gli unici creditori con un valore di liquidazione positivo saranno i creditori privilegiati; ma, allora, come si è visto nel capitolo secondo, §§ 5.2 ss., è la stessa legge (art. 160, comma 2, 1. fall. e art. 85, comma 7, CCII) a prevedere che, se i creditori privilegiati non sono disposti ad assumersi il rischio sotteso al piano (*i.e.*, non vogliono beneficiare del (plus)valore), essi devono ricevere almeno il valore di liquidazione della loro pretesa (*in denaro* e in tempi brevi).

Dopotutto, quando il nostro ordinamento ha voluto obbligare qualcuno contro la sua volontà ad assumersi il rischio d'impresa nelle forme appena viste, lo ha fatto esplicitamente e lo ha fatto per precise ragioni.

Come noto, secondo il sistema delineato dalla Direttiva UE 59/2014 (BRRD), attuato in Italia con il d.lgs. 180/2015, l'autorità amministrativa di risoluzione della crisi *bancaria* (nel nostro ordinamento, la Banca d'Italia) può procedere coattivamente alla *conversione forzata di parte del debito in capitale*, quando ciò occorre al fine di riportare il c.d. capitale regolamentare ai livelli prescritti *ex lege* in relazione alle dimensioni della banca (*debt conversion*), oltretutto, nei casi più gravi come ad esempio in caso di patrimonio netto negativo, all'azzeramento delle partecipazioni e alla decurtazione del valore nominale dei debiti (*debt write down*). Ciò, sulla base della duplice premessa per la quale: (i) è nell'interesse pubblico procedere al salvataggio di taluni istituti bancari<sup>482</sup>; (ii) il salvataggio delle banche in crisi dovrebbe essere realizzato non con risorse pubbliche poste a carico della collettività (c.d. *bail out*), ma con il sostegno degli stessi investitori privati, siano essi fornitori di capitale di rischio o possessori di strumenti rappresentativi di capitale di credito (c.d. *bail in*)<sup>483</sup>. Ai sensi di questa disciplina, la conversione forzata dei debiti in capitale<sup>484</sup> è disposta a tutela di un interesse pubblico ben

---

<sup>482</sup> PORTALE, *Dalla «pietra del vituperio»*, cit., p. 25; SANDEI, *Il bail-in tra diritto dell'insolvenza e diritto dell'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, p. 887; UDA, *Il bail-in e i principi della par condicio creditorum e del no creditor worse off (ncwo)*, in *Dir. econ.*, 2018, p. 734; PRESTI, *Il bail-in*, in *Banca, impr. soc.*, 2015, p. 340.

<sup>483</sup> PRESTI, *Il bail-in*, cit., pp. 340 s.

<sup>484</sup> Sulla quale si veda CAPIZZI, CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail in: la conversione forzata di debito in capitale*, lavoro presentato al convegno Orizzonti del diritto commerciale, Roma 21-22 febbraio 2014; SANDEI, *Il bail-in*, cit., pp. 880 ss., che osserva come "il *bail in* ha incrinato le regole del *concorso* esponendo ormai in modo irreversibile tutti i creditori bancari, compresi i depositanti, ad un rischio (d'impresa) non voluto, non remunerato e in ogni caso non facilmente dominabile attraverso strumenti di natura *endosocietaria* o di *mercato*" (pp. 916 s.); PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 356, il quale parla di "sgretolamento della linea di distinzione tra capitale di rischio e capitale di credito, tra pretesa residuale e pretese fisse". Sul tema della necessità di

delineato<sup>485</sup>, circoscritta solo a talune tipologie di debitori (gli istituti bancari)<sup>486</sup> ed attuata attraverso una procedura ben definita<sup>487</sup>. L'interesse pubblico sotteso alla procedura di *bail in* giustifica, inoltre, la mancata sottoposizione al voto dei creditori (e, *a fortiori*, dei soci) del programma di alterazione forzata della struttura finanziaria dell'impresa bancaria che vi è sottoposta. Mi rendo conto che nella disciplina concordataria è lo stesso art. 160, comma 1, lett. a) e b), l. fall. (art. 85, comma 3, lett. a), CCII) a prevedere che la ristrutturazione dei debiti possa avvenire anche mediante l'attribuzione ai creditori di "azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito". Tuttavia, a differenza che nella procedura di *bail in*<sup>488</sup>, nel concordato i creditori votano, e votano perché esso (il concordato) è una procedura fondata anche sulla autonomia delle parti secondo il paradigma definito dal principio maggioritario<sup>489</sup> e rispetto alla quale non pare sussistere un "interesse pubblico" a giustificazione della trasformazione dei creditori in soci al di fuori del loro consenso (ancorché espresso a maggioranza). Ed allora vale ciò che si è sostenuto nel capitolo secondo, §§ 3 ss., in tema di limitazioni al funzionamento del principio maggioritario. Laddove la forza vincolante di quest'ultimo non può espandersi, e cioè in caso di classe dissenziente (che non può essere vincolata dalla volontà espressa dalla maggioranza delle altre classi, in quanto ogni classe raccoglie per definizione soggetti con interessi disomogenei rispetto alle altre), torna ad applicarsi il principio generale

---

protezione degli interessi degli azionisti e dei creditori di società sottoposte a *bail in* si veda anche DE VAUPLANE, *Procedural aspects of the bail-in mechanism: conflict between public and private interests*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2012, p. 575.

<sup>485</sup> In particolare, l'applicazione del *bail in* deve essere giustificata da esigenze di preservazione della stabilità economica e finanziaria del sistema (art. 21 d.lgs. 180/2015).

<sup>486</sup> Art. 2 d.lgs. 180/2015.

<sup>487</sup> Si vedano gli artt. 48 ss. d.lgs. 180/2015.

Peraltro, vi è chi ha sottolineato (SANDEI, *Il bail-in*, p. 906) che il *bail in* solleva un "problema sistematico" legato alla presenza, all'interno della organizzazione societaria delle banche, "di una categoria di soggetti [i creditori] negativamente caratterizzata da una vistosa asimmetria tra i rischi imposti e gli strumenti di protezione (non) accordati", con ciò intendendo che se sul piano dei doveri si registra ora una sostanziale parificazione tra lo *status* di socio e quello di creditore (condivisione degli oneri), lo stesso non vale sul piano delle prerogative attive di *governance* della società bancaria. Da qui il possibile argomento per cui occorrerebbe attribuire ai creditori bancari (almeno i *bail-inable debt holders*) il diritto di esercitare alcune specifiche prerogative di *voice*, almeno quelle attinenti alla risoluzione. Mi pare che lo stesso discorso potrebbe valere anche per il concordato preventivo, laddove si consentisse contro la volontà di una classe di creditori di imporre a questi ultimi il rifinanziamento del debitore oppure l'assunzione di una posizione riconducibile a quella dei soci.

<sup>488</sup> Vi è chi ha definito il *bail in* un "concordato coatto con continuità aziendale" (PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 346). *Contra*, però, G. FERRI jr, *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2016, p. 819, nt. 12.

<sup>489</sup> Sul punto, si veda LENER, *Bail-in bancario*, cit., p. 289 ("[m]a la conversione attraverso *bail-in* è tutt'altro: non c'è alcun accordo").

per cui nessuno (*i.e.*, nessuna classe) può essere obbligato contro la sua volontà ad assumersi il rischio d'impresa. E non mi sembra, d'altra parte, che l'eterotutela del giudice possa in questo caso sostituirsi all'autonomia delle parti. Infatti, è come se si chiedesse al giudice di valutare la convenienza, per una determinata classe, dell'assunzione del rischio d'impresa, cosa che mi sembra sollevare qualche dubbio (quantomeno) in punto di compatibilità con il principio di libertà di iniziativa economica privata di cui all'art. 41 Cost. In altre parole, mi sembra che, con riferimento alla procedura concordataria, manchi quell'interesse pubblico che, nel caso del *bail in*, giustifica la trasformazione forzosa del creditore<sup>490</sup> in socio (o comunque in finanziatore oltre i limiti accettati *ex ante*) pur in assenza di un suo consenso (consenso che, nel *bail in*, non ci può essere in quanto i creditori non votano)<sup>491</sup>, eventualmente espresso a maggioranza (come sarebbe nel concordato)<sup>492</sup>.

---

<sup>490</sup> Peraltro, il *bail in* si applica solo a talune passività (ad es., non si applica ai depositi delle persone fisiche fino a 100.000 euro; cfr. art. 49, comma 1, d.lgs. 180/2015). Inoltre, è previsto che altre passività possano "eccezionalmente" essere escluse nel caso concreto per decisione della Autorità (art. 49, comma 2, d.lgs. 180/2015). Con riguardo al regime delle esclusioni, si è sottolineata la lesione al principio della *par condicio*, con la conseguenza che "alcuni creditori (quelli soggetti al *bail-in*) di fatto si ritrovino a fornire le risorse necessarie al soddisfacimento degli altri (quelli non soggetti al *bail-in*) con un radicale cambiamento involontario della natura del loro attivo finanziario: da soggetti protetti divengono soggetti che proteggono" (PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 357). L'Autore appena citato rileva che conseguenza di ciò sarà l'aumento dei tassi di interesse, con pregiudizio dei creditori più deboli "non in grado di negoziare un *surplus* di rendimento correlato al maggior rischio".

<sup>491</sup> Con riguardo al *bail in*, sono stati posti dubbi in punto di compatibilità con la nostra Carta fondamentale (oltre che con la CEDU). In particolare, si è posto l'accento sulla possibile frizione con l'art. 42 Cost. – sul tema si veda, ad es., GUIZZI, *Il bail-in*, cit., pp. 1485 ss. – soprattutto per ciò che riguarda il meccanismo di cancellazione o conversione, senza "indennizzo" (art. 52, comma 5, d.lgs. 180/2015), delle partecipazioni sociali o di alcuni diritti di credito. Per vero, tali problemi di costituzionalità sembrano superabili sulla base del principio per il quale, come è stato condivisibilmente affermato – cfr. sempre GUIZZI, *Il bail-in*, cit., p. 1492 – se il valore della pretesa è pari a zero, zero è anche l'indennizzo. Mi pare, però, che il *bail in* ponga dubbi di costituzionalità anche rispetto all'art. 41, comma 1, Cost. (per un accenno si veda PORTALE, *Dalla «pietra del vituperio»*, cit., p. 31) laddove obbliga talune tipologie di creditori (anche a fronte della titolarità di una pretesa con valore positivo in caso di liquidazione "secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo Unico Bancario o altra analoga procedura concorsuale applicabile"; cfr. art. 52, comma 2, lett. b), d.lgs. 180/2015) a trasformarsi in soci della società bancaria sottoposta a risoluzione (*debt conversion*), in quanto impone a tali creditori di assumersi il rischio di impresa senza il loro consenso (anzi, senza neanche dare loro la possibilità di esprimersi a riguardo). Tuttavia, tali dubbi di costituzionalità potrebbero essere superati alla luce dell'interesse pubblico – chiaramente delineato nella normativa – che ispira la disciplina del *bail in* bancario. Inoltre, nello specifico caso del *bail in*, si prevede che il trattamento in concreto riservato ai creditori, come pure ai soci, sia fatto oggetto di una *valutazione successiva* (art. 88, comma 1, d.lgs. 180/2015), volta a controllare che esso non risulti inferiore a quello che sarebbe loro spettato nell'ambito di una procedura concorsuale in ragione dell'"ordine di priorità" in essa applicabile. Qualora il trattamento si riveli in concreto inferiore, è previsto il pagamento di un indennizzo a favore del creditore (o socio) svantaggiato (art. 89). Sul punto si veda G. FERRI jr, *La posizione dei soci*, cit., p. 818.

<sup>492</sup> Con riferimento all'ordinamento tedesco, l'art. 225a *InsO* prevede che la conversione dei crediti in capitale possa avvenire solo con il consenso del creditore interessato, che deve essere allegato al piano ai sensi dell'art. 230, comma 2, *InsO*. Sul tema si veda SPLIEDT, *Rechte der Anteilshaber*,

#### 2.4. Ulteriori considerazioni a sostegno della soluzione proposta

Al fine di chiarire meglio quanto sostenuto finora, sembra utile ricorrere ad un esempio.

Un debitore organizzato nella forma di s.p.a., che opera nel settore del commercio al dettaglio di tessuti, è insolvente. I suoi creditori sono: una banca, con un credito pari a 40 assistito da ipoteca di primo grado su un piccolo capannone; l'Agenzia delle Entrate *ex art. 2752*, comma 1, assistita da privilegio generale sui mobili, per 30; altri creditori finanziari, di rango chirografario, per il valore di 100; una serie di fornitori, sempre di rango chirografario, per l'ammontare di 100. I suoi soci, postergati ai sensi dell'art. 2467 c.c., per un valore pari a 50. Il valore di liquidazione della società è pari a 60. Tale valore si giustifica poiché si stima che una vendita della società in blocco non sia agevole. Infatti, non è in crisi solo la società debitrice ma tutto il settore del commercio al dettaglio dei tessuti. Nessuno è disposto a comprare l'azienda al suo valore di continuità. L'azienda può liquidarsi atomisticamente, e in questo caso si ricaverebbe un valore pari a 40 dalla vendita del capannone e un valore pari a 20 dalla vendita di alcuni macchinari (il valore di liquidazione della società è pertanto pari a 60). La società presenta un piano di concordato con continuità diretta che prevede la conversione del *business* del commercio al dettaglio di tessuti in commercio di prodotti finiti di alta qualità. Si stima che il valore ricavabile dal piano (la cui fattibilità viene attestata dal professionista ai sensi dell'art. 87, comma 2, CCII) sia pari a 100. Il piano prevede il seguente trattamento: per la banca, pagamento di una somma di denaro nell'arco di quattro anni con un valore attuale pari a 40; per la Agenzia delle Entrate, pagamento di una somma di denaro nell'arco di tre anni con un valore attuale pari a 20; per la classe di creditori finanziari chirografari, azioni nella società per il valore di 10; per la classe di creditori fornitori chirografari, azioni nella società per il valore di 10; per i soci originari postergati *ex art. 2467 c.c.*, azioni nella società

---

in *Insolvenzordnung*, diretto da K. Schmidt, C.H. Beck, 2016, *sub* § 225a, Rn. 27 ss. L'obbligo del consenso di ogni creditore discenderebbe dalla libertà di associazione negativa di cui all'art. 5 della Costituzione tedesca (*negativen Vereinigungsfreiheit*) (sul punto, HASS, *Mehr Gesellschaftsrecht im Insolvenzplanverfahren. Die Einbeziehung der Anteilsrechte in das Insolvenzverfahren*, in *NZG*, 2012, p. 965). Per la disciplina delle obbligazioni soggette al *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz - SchVG)* del 31 luglio 2009 (si veda in particolare l'art. 5), si veda SPLIEDT, *Rechte der Anteilshaber*, cit., Rn. 28.

per il valore di 20<sup>493</sup>. Secondo la ricostruzione proposta in questo lavoro, la proposta concordataria è dichiarata ammissibile e sottoposta al voto dei creditori. Tutte le classi votano a favore della proposta tranne la banca. In questo caso, la proposta è omologabile solo a condizione che alla banca sia garantito il diritto di *exit* dalla procedura per 40 in denaro (da pagarsi in tempi relativamente brevi). D'altra parte, se la società venisse liquidata (in questo caso, atomisticamente), 40 è proprio il valore che la banca potrebbe ottenere.

In un caso come questo, potrebbe sostenersi che, siccome il piano di concordato permette di creare un (plus)valore (stimato) che, in termini assoluti, consente un "migliore soddisfacimento dei creditori" (100 invece che 60) allora potrebbe giustificarsi il sacrificio imposto alla banca (in termini di soddisfazione dilazionata nel tempo). Dopotutto, la banca riceve pur sempre 40, anche se nell'arco di quattro anni. Sebbene l'argomento possa apparire ragionevole, non mi sembra che il perseguimento del migliore soddisfacimento dei creditori (quali?) sia una ragione sufficiente per pregiudicare i diritti di chi, *ex ante*, ha contrattato (e preteso un tasso di interesse più basso) per disporre di una più intensa garanzia (il diritto di prelazione) in caso di crisi o insolvenza del debitore. In altre parole, sembra che alle distribuzioni concordatarie debba applicarsi il criterio paretiano per il quale il *welfare* collettivo si considera aumentato solo se l'utilità di una classe aumenta senza che l'utilità di una qualsiasi altra classe diminuisca. Solo se si segue il meccanismo qui proposto può affermarsi che il concordato conduca ad un miglioramento paretiano<sup>494</sup>. Infatti, la banca si trova nella stessa situazione in cui si troverebbe in assenza di concordato, mentre tutte le altre classi beneficiano di un miglioramento (notevole) della loro condizione.

Peraltro, varrà sottolineare che quanto appena descritto non è ciò che avviene nel sistema statunitense, ove è radicata l'idea per la quale i creditori (anche con prelazione) hanno diritto, in via di principio, solo a un *valore* e non a una soddisfazione in denaro (nei tempi della liquidazione fallimentare). Tuttavia, chi si è proposto di ricostruire il fondamento giuridico di quel sistema ha assunto esplicitamente che i creditori soddisfatti in forme diverse dal denaro (in *secured notes* o in azioni) possano immediatamente liquidare sul mercato gli strumenti

---

<sup>493</sup> In questo esempio, i soci originari non ricevono alcun valore in virtù delle azioni possedute nella società insolvente.

<sup>494</sup> PARETO, *Manuale di economia politica*, a cura di Montesano, Zanni, Bruni, Università Bocconi Editore, 2006.

finanziari ricevuti. Ciò, d'altra parte, si spiega se si considerano le peculiarità del mercato finanziario statunitense<sup>495</sup>. Questo sistema, peraltro, ha dato vita a feroci battaglie giudiziarie tra i creditori assistiti da cause di prelazione (*secured creditors*), i quali, generalmente, adottano strategie volte ad ostacolare l'approvazione del *reorganization plan* (contestando, ad esempio, la valutazione della *collateral* effettuata dal giudice) e i creditori chirografari e i soci i quali, invece, possono solo trarre beneficio dal piano<sup>496</sup>. Inoltre, questo sistema sembra da alcuni decenni essersi trasformato in *qualcos'altro* proprio per via del fatto che si tratta di un sistema che in qualche modo pregiudica irragionevolmente gli interessi dei creditori *seniores*, tanto che alcuni autori parlano di nuova era del diritto fallimentare americano o di *end of bankruptcy*<sup>497</sup>. In particolare, gli studiosi statunitensi osservano che la tipica procedura di riorganizzazione societaria (*Chapter 11*) viene utilizzata sempre meno ed è stata sostituita con vendite in blocco delle società in crisi al loro valore di *going concern*<sup>498</sup>. La ragione è, probabilmente, che il sistema economico in generale e il mercato del credito in particolare hanno subito una trasformazione rispetto a quando il *Chapter 11* si è sviluppato (al tempo, i creditori privilegiati erano poco sofisticati e vi era una moltitudine di piccoli creditori chirografari poco informati e disorganizzati)<sup>499</sup>. La differenza è che oggi c'è un numero sempre maggiore di creditori privilegiati<sup>500</sup>, i quali, attraverso l'uso di specifiche clausole contrattuali oppure attraverso l'utilizzo di nuova finanza, assumono il controllo della procedura e fanno vendere la società al migliore offerente per soddisfarsi *in denaro* sul ricavato<sup>501</sup>.

---

<sup>495</sup> Sulle peculiarità del mercato finanziario statunitense e sulle differenze (anche) con quello europeo si veda, ad es., ALLEN, CHUI, MADDALONI, *Financial systems in Europe, the USA, and Asia*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 20, 2004, pp. 490 ss.

<sup>496</sup> Su questo tema si veda, ad es., AYOTTE, MORRISON, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, in *Journal of Legal Analysis*, 1, 2009, pp. 511 ss.

<sup>497</sup> BAIRD, RASMUSSEN, *The End of Bankruptcy*, in *Stanford Law Review*, 55, 2002, pp. 751 ss.; ROE, *Three Ages of Bankruptcy*, in *Harvard Business Law Review*, 7, 2017, pp. 187 ss.

<sup>498</sup> Sul tema si vedano, ad es., BAIRD, RASMUSSEN, *The End*, cit., *passim*; MILLER, WAISMAN, *Is Chapter 11 Bankrupt?*, in *Boston College Law Review*, 47, 2005, pp. 129 ss.; SKEEL, *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 152, 2003, pp. 917 ss.; WARREN, WESTBROOK, *Secured Party in Possession*, in *American Bankruptcy Institute Journal*, 22, 2003, pp. 12 ss.

<sup>499</sup> LANDRY, *Enhancing Rescue in Chapter 11: Lessons from Reform Efforts in the United Kingdom*, in *American Business Law Journal*, 57, 2020, p. 241.

<sup>500</sup> LANDRY, *Enhancing Rescue*, cit., p. 264.

<sup>501</sup> KIRSHNER, *Design Flaws in the Bankruptcy Regime: Lessons From the U.K. for Preventing a Resurgent Creditors' Race in the U.S.*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 17, 2015, p. 529 ("They [i creditori privilegiati] have used their position to cash out their claims in a sale of assets under Section 363 of the U.S. Bankruptcy Code, rather than support the company through a conventional Chapter 11 process").

Tornando all'esempio di cui sopra, si obietterà che, in un caso come questo, la banca voterà sempre contro il piano. In verità, ciò non è affatto detto. Il valore di liquidazione di un immobile potrebbe infatti essere di gran lunga inferiore rispetto al suo "valore di continuità" (§ 5.2.1 del secondo capitolo di questo lavoro). Assumiamo che il credito della banca sia pari a 100 (assistito da ipoteca per 100). Se il capannone si convertisse in denaro oggi (liquidazione), esso varrebbe 50. Qualora, invece, si attenda a liquidare il bene (perché, ad esempio, il mercato immobiliare sta crescendo di valore), si calcola che il capannone potrebbe avere un valore pari a 80. In questo caso, la banca potrebbe trovare conveniente (e votare a favore di) una proposta che preveda, ad esempio, un piano di pagamento nell'arco di tre anni per un valore attuale di 80.

Si noti, infine, che la proposta descritta all'inizio di questo paragrafo è omologabile anche se i creditori fornitori ricevono azioni per il valore di 10 mentre i vecchi soci-creditori ricevono azioni nella società riorganizzata per il valore di 20<sup>502</sup>. Infatti, la classe di creditori chirografari fornitori, votando a favore della proposta, ha mostrato di voler accontentarsi del minor valore di 10. Se lo ha fatto è perché, ad esempio, potrebbe attribuire un qualche valore alla prosecuzione dei rapporti commerciali con la società ed i suoi soci originari.

### **3. La tendenziale non omologabilità della proposta che non destina alla classe dissenziente la quota di (plus)valore secondo il rango nei rapporti verticali fra classi**

Come si è tentato di argomentare nell'arco dei capitoli precedenti (in particolare, ai §§ 1 e 2 del secondo capitolo di questo lavoro), ciascuna classe di titolari di pretese nei confronti del patrimonio del debitore ha diritto a partecipare al (plus)valore creato dal piano secondo il rango definito dalla propria pretesa: le classi di creditori privilegiati (nei limiti evidenziati nei §§ 5.2 ss.), prima; le classi di creditori chirografari, poi, e, solo una volta che queste ultime sono state soddisfatte integralmente, le classi di creditori subordinati e (da ultimo) i soci. Da ciò dovrebbe discendere, in via generale e per quanto riguarda i rapporti verticali fra le varie classi<sup>503</sup>, che se il valore ricavabile dal piano di concordato (così come stimato dall'attestatore) non è sufficiente a soddisfare integralmente le classi di rango

---

<sup>502</sup> Per l'ammissibilità giuridica di una tale proposta, si vedano i §§ 2 ss. del secondo capitolo di questo lavoro. Quanto alla omologabilità della stessa, si veda meglio *infra*.

<sup>503</sup> Quanto ai rapporti orizzontali, si veda il paragrafo seguente.



*potiore*, nessun valore potrà essere distribuito alle classi di rango inferiore (almeno in via di principio). Le loro pretese, infatti, sono prive di valore anche rispetto al maggior valore ricavabile dal concordato (nel diritto statunitense si dice che sono “*out-of-the-money*” rispetto al valore di riorganizzazione), che viene assorbito integralmente dalle classi di rango superiore.

Come si è già sottolineato, questo principio è derogabile qualora la classe di rango *potiore* voti a favore di una distribuzione in violazione dell’ordine gerarchico delle varie pretese. Infatti, come già evidenziato, il diritto al (plus)valore è un diritto collettivo e disponibile (da parte della maggioranza nella classe). Ciò vuol dire che: (i) la proposta che preveda una distribuzione del valore realizzabile attraverso il piano di concordato in deroga all’ordine gerarchico delle priorità non è *per se* inammissibile<sup>504</sup>; (ii) la classe può anche rinunciare a parte della sua quota di (plus)valore e accontentarsi di una soddisfazione inferiore (magari in forme meno rischiose e in tempi più brevi). In questo modo, le classi *out-of-the-money* di rango inferiore potrebbero ricevere un qualche valore dal piano (salva, in ogni caso, la libera distribuibilità della finanza esterna<sup>505</sup>).

Qualora, però, la classe *senior* non integralmente soddisfatta non rinunci al suo diritto al (plus)valore, sembra che, almeno di regola<sup>506</sup>, il giudice *non possa omologare* la proposta che preveda distribuzioni a favore di classi o soggetti che, rispetto ad essa, si collocano su un gradino inferiore della scala gerarchica delle priorità. E così, se, ad esempio, il valore (stimato) ricavabile dal piano non è sufficiente a soddisfare integralmente tutti i creditori chirografari, e la classe o le classi di chirografari votano in senso contrario alla proposta, il giudice fallimentare non potrebbe, almeno in via di principio, omologare il concordato che destini un qualche valore ai creditori subordinati ed ai soci (salva la finanza esterna). In questo modo, il diritto alla quota di (plus)valore secondo il rango, assicurando alle classi *seniores* che, salvo loro consenso, il valore ricavabile dal piano sarà distribuito in via prioritaria ad esse e poi, una volta integralmente soddisfatte, alle classi *juniores*, si pone come regola di eterotutela a protezione delle posizioni soggettive acquisite *ex ante* dalle parti.

---

<sup>504</sup> In questo modo si ritiene di superare la tesi di VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale*, cit., p. 341.

<sup>505</sup> Per la definizione di questo concetto, si veda il § 7.3 del primo capitolo di questo lavoro.

<sup>506</sup> Si veda quanto argomentato nei §§ 3.3 ss. del presente capitolo.

Come già osservato in precedenza (§ 8 del capitolo primo di questo lavoro) l'applicazione di questo principio – con i correttivi che andremo ad esaminare nel prosieguo – sembra essere l'unica compatibile con i principi in materia di responsabilità patrimoniale del debitore ricavabili dagli artt. 2740 e 2741 c.c., ai sensi dei quali il debitore risponde delle sue obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri, nel rispetto della par condicio, *salve le cause legittime di prelazione (e le cause di postergazione*<sup>507</sup>).

Vi è chi, in dottrina, ha ritenuto che, nel sistema italiano, questa regola non sarebbe applicabile ai rapporti fra soci e creditori perché gli artt. 2740 e 2741 c.c. regolerebbero solo i rapporti fra creditori e non quelli fra creditori e soci di società di capitali<sup>508</sup>. Tuttavia, potrebbe rilevarsi che, se anche il principio non fosse direttamente ricavabile dagli artt. 2740 e 2741 c.c., esso sarebbe pur sempre ricavabile dalla disciplina di diritto societario che regola i rapporti fra i fornitori di capitale di debito e i fornitori di capitale di rischio, dalla quale si ricava che il sacrificio delle ragioni dei creditori postula l'azzeramento di quelle dei soci<sup>509</sup>.

Come già osservato, vi è poi chi afferma, in dottrina, che il principio sopra detto non sarebbe applicabile in relazione al *surplus* da concordato, ma solo al patrimonio presente e liquidabile al momento del deposito della domanda di concordato<sup>510</sup>. A questa tesi si è già obiettato che essa risulta incoerente rispetto alla funzione dello strumento concordatario e cioè quella di consentire una migliore attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore attraverso la massimizzazione del valore a

---

<sup>507</sup> Per quanto riguarda i creditori subordinati, si veda VATTERMOLI, *Crediti subordinati*, cit., pp. 41 ss.

<sup>508</sup> G. FERRI jr, *La struttura finanziaria*, cit., p. 486; si veda, inoltre, ID., *Autonomia delle masse*, cit., p. 289, ove si rileva che l'art. 2740 c.c., in quanto norma relativa al momento esecutivo della responsabilità patrimoniale, risulterebbe estraneo alla vicenda concordataria, in cui a venire in considerazione sarebbe piuttosto la ristrutturazione dei debiti. Nel § 3 del primo capitolo di questo lavoro si sono indicate le ragioni per le quali si ritiene di non poter concordare con questa affermazione.

<sup>509</sup> Come noto, anche se la posizione dei soci e quella dei creditori di società di capitali è assimilabile, da un certo punto di vista, sul piano sostanziale, in quanto entrambi, investendo risorse nella società, assoggettano al rischio imprenditoriale parte del proprio patrimonio ed entrambi si espongono al rischio di perdere, al massimo, i mezzi forniti alla società, le condizioni dell'investimento si differenziano nettamente. Mentre i creditori sono, in linea di principio, titolari di una pretesa fissa poiché a fronte del prestito concesso maturano il diritto di ottenere alle scadenze predeterminate il rimborso di quanto prestato e gli eventuali interessi, i soci sono titolari di una pretesa residuale in quanto a loro spetta tutto quanto residui dopo il pagamento dei creditori.

<sup>510</sup> D'ATTORRE, *Ricchezza del risanamento imprenditoriale e sua destinazione*, in *Fallimento*, 2017, pp. 1019 s., per il quale “[i] beni sopravvenuti per effetto della prosecuzione dell'attività d'impresa (quella che abbiamo chiamato la “ricchezza” del risanamento) possono, pertanto, essere liberamente distribuiti tra i creditori anteriori senza il rispetto dell'ordine delle cause di prelazione e senza il vincolo delle regole di distribuzione del patrimonio responsabile”; ID., *La distribuzione del plusvalore*, cit., pp. 1078 s.

disposizione del ceto creditorio. In un contesto in cui le risorse del debitore (nel concordato con continuità, i beni presenti e futuri<sup>511</sup>, così come stimati, indicati nel piano, il quale è oggetto di attestazione da parte del professionista) rimangono comunque insufficienti per soddisfare tutti, non si vede perché le regole ricavabili dal nostro sistema di diritto privato debbano cambiare sol perché si fa riferimento al *surplus* da concordato e cioè a quella frazione in più – ma pur sempre insufficiente – che il concordato consente di creare rispetto alla alternativa fallimentare. Ritenere diversamente legittimerebbe distribuzioni asimmetriche ed incentiverebbe le varie classi a comportarsi in modo opportunistico per partecipare più che proporzionalmente (rispetto al rango della loro pretesa) al valore creato dal piano<sup>512</sup>.

---

<sup>511</sup> Si è ritenuto (cfr., ad es., DONATI, *Crisi d'impresa*, cit., p. 174, nt. 18) che il *surplus* da ristrutturazione, inteso come il maggior valore ricavabile rispetto alla liquidazione fallimentare, sarebbe “difficilmente” riconducibile alla nozione di “beni futuri” di cui all’art. 2740 c.c., in quanto “[t]ale plusvalore entra [...] nella sfera patrimoniale dell’imprenditore solo in occasione dell’omologazione del concordato o dell’accordo, momento nel quale si verifica l’effetto esdebitatorio che priva i creditori del diritto di concorrere su tale *surplus*”. Questa ricostruzione non mi sembra condivisibile. Il *surplus* ricavabile dal concordato con continuità, e cioè – semplificando – quel maggior valore discendente dai flussi di cassa della continuità, è da ricomprendersi fra i “beni futuri” *nella misura in cui essi (i flussi) sono prospettati nel piano* (si veda l’art. 87, comma 1, lett. g), CCII che parla di “ricavi attesi dalla prosecuzione dell’attività”) oggetto di attestazione da parte del professionista. È rispetto a tale valore che opera l’effetto esdebitatorio collegato alla omologazione della proposta concordataria nel rispetto degli artt. 2740 e 2741 c.c. Infatti, pare ragionevole ritenere che, per determinare in quale misura il debitore debba rispondere delle sue obbligazioni secondo il paradigma dell’art. 2740 c.c., non vadano conteggiati solo i beni presenti nel patrimonio del debitore al momento della domanda, ma, appunto, anche quelli futuri, e cioè quelli che *si stima* che il patrimonio del debitore sarà in grado di generare nell’ambito dell’attuazione del piano in continuità (e cioè il *surplus*). Poco importa, poi, che i flussi vengano ad esistenza solo in un secondo momento, e cioè dopo l’omologazione della proposta e l’avvenuto effetto esdebitatorio. Piuttosto, è corretto ritenere che siano estranei dal perimetro di applicazione dell’art. 2740 c.c. i beni *ulteriori* rispetto a quelli prospettati nel piano omologato e che vengono ad esistenza una volta che la società è tornata in *bonis*. L’effetto – e il senso giuridico – della esdebitazione si realizza solo con riguardo a questi ultimi.

<sup>512</sup> A conferma di quanto argomentato nel testo, si pensi al seguente caso. Il valore ricavabile nella liquidazione fallimentare di una società di capitali è pari a 50. Il valore ricavabile grazie ad un piano di riorganizzazione è pari a 70. Vi è una classe A di creditori chirografari con una pretesa complessiva di 100 e una classe B di creditori subordinati con una pretesa complessiva di 60. Se si concorda con quanto sostenuto nell’arco di questo lavoro, ciascuna classe dovrebbe partecipare al valore creato dal piano (il valore di riorganizzazione) secondo l’ordine definito dal proprio rango (a meno che non accetti una diversa distribuzione). Dunque, in questo esempio, A ha diritto a 70 e B ha diritto a 0 (ciò vale anche per i soci della società, titolari di una pretesa residuale rispetto a quella dei creditori). Al contrario, secondo la tesi che argomenta che l’ordine delle priorità acquisite *ex ante* (ricavabile dagli artt. 2740 e 2741 c.c. e dal principio societario per il quale il sacrificio delle ragioni dei creditori postula l’azzeramento di quelle dei soci) si applicherebbe solo al patrimonio presente al momento della domanda e liquidabile nella liquidazione fallimentare (50), e non al maggior valore creato dal concordato (in questo esempio, 20), A avrebbe diritto a 50 (perché 50 è ciò che otterrebbe nella liquidazione fallimentare), mentre il *surplus* (20) potrebbe anche essere distribuito ad altri titolari di pretese nei confronti del patrimonio del debitore, ad esempio i soci della società debitrice. Questa tesi, dunque, consente trasferimenti di valore da un gruppo di soggetti ad un altro.

Si è già osservato, poi, come il principio di *default* per il quale ciascuna classe di titolari di pretese nei confronti del patrimonio del debitore-società ha diritto a partecipare al (plus)valore generato dal piano secondo il rango sia idoneo a creare incentivi virtuosi per i vari soggetti del mercato. Infatti, per quanto riguarda i rapporti fra soci e creditori di società di capitali: (i) da un lato, i creditori sanno che, in applicazione di tale principio, possono appropriarsi, se vogliono, di tutto il valore ricavabile dal piano (fino all'integrale soddisfazione delle loro pretese), così massimizzando le loro prospettive di soddisfacimento; come si è già visto, un sistema di diritto della crisi delle imprese che, in caso di disfunzioni della garanzia patrimoniale del debitore, consente di massimizzare la soddisfazione del ceto creditorio è un sistema che contribuisce ad abbassare il costo del credito per le imprese, in quanto abbassa le probabilità che i creditori non verranno soddisfatti integralmente e, conseguentemente, i tassi di interesse diminuiranno<sup>513</sup>; (ii) dall'altro lato, permettere ai soci di società di capitali, che già godono del beneficio della responsabilità limitata<sup>514</sup>, di conservare (agevolmente ed opportunisticamente<sup>515</sup>) parte del valore dell'impresa in concordato, nonostante il mancato soddisfacimento delle ragioni creditorie, rischia di esacerbare ulteriormente il c.d. *moral hazard problem*; questo, perché i soci che sanno che possono conservare qualcosa in caso di crisi o insolvenza sono più incentivati a scegliere progetti connotati da un alto livello di rischio, con la conseguenza che i creditori, per compensare questo maggior rischio, aumenteranno il costo del credito per le imprese<sup>516</sup>. Per quanto riguarda, poi, i rapporti fra le varie categorie di creditori, si è osservato che è poco coerente non applicare *ex post* i criteri di distribuzione contrattati *ex ante*<sup>517</sup> proprio al fine di regolare il caso in cui le risorse disponibili siano insufficienti per soddisfare tutti<sup>518</sup>.

---

<sup>513</sup> SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, cit., pp. 1207 ss.

<sup>514</sup> Come noto, la responsabilità limitata dei soci ha l'effetto di traslare una parte del rischio d'impresa sui creditori. Il punto è stato messo in evidenza nel contributo di JENSEN, MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305 ss.; sul tema si veda anche STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci*, cit., pp. 12 s.

<sup>515</sup> Si usa il termine "opportunisticamente" per distinguere questo caso dal caso (si veda *infra* il § 4) in cui i soci originari conservano parte del valore della società riorganizzata in quanto è stato dimostrato sotto lo stretto controllo del giudice che essi contribuiscono positivamente alla ristrutturazione.

<sup>516</sup> SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, cit., pp. 1207 ss.

<sup>517</sup> Oppure, in caso di creditori con privilegio legale, stabiliti *ex ante* dal legislatore sulla base di una valutazione di opportunità.

<sup>518</sup> Ed infatti, anche chi mette in dubbio l'opportunità di accogliere la APR nel nostro ordinamento non manca di sottolineare che "[l]a *absolute priority rule* [...] ha il pregio della prevedibilità e

In sintesi, sembra potersi affermare che, in presenza di classi dissenzienti, il giudice non possa omologare la proposta che violi il diritto della classe dissenziente a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango della pretesa. Ciò significa che, salvo quanto si preciserà nel prosieguo, il giudice non potrà in via di principio omologare la proposta concordataria che distribuisca valore (ivi compreso il *surplus*) a una classe *junior* se una classe di rango *potiore* non è integralmente soddisfatta e vota in senso contrario alla proposta.

Prima di precisare ulteriormente quanto appena argomentato, occorre riflettere brevemente sulle implicazioni dell'accoglimento del principio per cui ciascuna classe deve poter partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango della pretesa nei rapporti orizzontali fra classi.

### **3.1. ...e nei rapporti orizzontali**

Come già anticipato nei §§ 3.2-3.4 del secondo capitolo di questo lavoro, il principio per cui ciascuna classe deve poter partecipare al (plus)valore generato dal piano secondo il rango della pretesa concerne non solo i rapporti verticali fra le varie classi, ma anche i rapporti orizzontali. Infatti, dal principio per il quale ciascuna classe è titolare del diritto alla quota di (plus)valore secondo il rango può trarsi il corollario per il quale, se due classi di titolari di pretese hanno il medesimo rango, allora hanno anche diritto a una pari quota di (plus)valore. Ora, se questo corollario (relativo ai rapporti orizzontali fra classi) è ben conosciuto e pacificamente applicato in molti ordinamenti giuridici, nell'ordinamento italiano, invece, come già sottolineato (§ 3.2 del secondo capitolo di questo lavoro), esso sembra essere messo in discussione dalla disciplina delle classi nel concordato. Infatti, come già anticipato, dall'insieme delle norme in tema di classazione dei creditori nel concordato preventivo emerge che, da un lato, ai creditori appartenenti alle diverse classi possono essere attribuiti trattamenti differenziati (purché sia assicurato lo stesso trattamento ai creditori appartenenti alla medesima classe)<sup>519</sup> e, dall'altro, in caso di (creditore opponente appartenente a una) classe dissenziente, la proposta è omologabile purché (il creditore appartenente al)la classe dissenziente

---

dell'eleganza concettuale, visto che attua – sul più elevato valore di ristrutturazione, anziché quello di liquidazione – l'ordine gerarchico delle pretese" (STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei soci*, cit., p. 82).

<sup>519</sup> Art. 160, comma 1, lett. d), l. fall.; art. 85, comma 3, lett. d), CCII.

riceva almeno il valore che otterrebbe nella liquidazione fallimentare/giudiziale<sup>520</sup>. Dall'insieme di queste regole risulta che nel nostro ordinamento concordatario non è vero che due classi (dissenzienti) dello stesso rango hanno in principio diritto allo stesso trattamento (o quantomeno a un trattamento non discriminatorio), ma, piuttosto, che la classe dissenziente ha diritto a ricevere almeno ciò che riceverebbe nella procedura fallimentare/liquidazione giudiziale (a prescindere dal trattamento offerto a una classe dello stesso rango).

Al di là delle considerazioni già svolte in punto di limiti di operatività della regola maggioritaria (§ 3 del secondo capitolo di questo lavoro), mi sembra che questa disciplina debba essere ripensata per almeno due ragioni. In primo luogo, questa disciplina legittima distribuzioni asimmetriche del *surplus* concordatario, favorendo le classi di creditori (dello stesso rango) “più forti” a danno di quelle “più deboli”<sup>521</sup>. In applicazione di questa disciplina, infatti, le classi più “forti” di creditori chirografari possono appropriarsi di tutto (o quasi) il *surplus* concordatario, lasciando alle classi più deboli – anche a fronte del dissenso della maggioranza dei loro membri – solo il valore di liquidazione della loro pretesa (oppure qualcosa di più del valore di liquidazione, a seconda dell'interpretazione che si voglia accogliere circa il principio del “miglior soddisfacimento dei creditori”<sup>522</sup>). D'altra parte, la *ratio* che giustificerebbe una tale disparità di trattamento non è affatto chiara. Si è detto che il sistema delle classi è stato introdotto nel nostro ordinamento giuridico per agevolare la raccolta del consenso: grazie a questo sistema, infatti, il trattamento offerto dalla proposta può essere “personalizzato” e conformato alle esigenze di ciascun gruppo di interessi (omogenei), cosicché i creditori saranno complessivamente più propensi a votare a favore della proposta. Secondo questo meccanismo, dunque, ai creditori

---

<sup>520</sup> Art. 180, comma 4, l. fall.; art. 112 CCII.

<sup>521</sup> STANGHELLINI, *Creditori «forti»*, cit., pp. 385 ss.; si vedano anche le osservazioni di DE CICCO, *Le classi di creditori nel concordato preventivo. Appunti sulla par condicio creditorum*, ESI, 2007, pp. 167 ss.

<sup>522</sup> Il principio del miglior soddisfacimento dei creditori potrebbe, infatti, essere inteso nel senso che: (i) ogni creditore deve ricevere qualcosa di più rispetto a quanto otterrebbe nella liquidazione fallimentare/giudiziale; (ii) ogni classe – o, comunque, ogni gruppo di soggetti con interessi omogenei – deve ricevere qualcosa di più rispetto a quanto otterrebbe nella liquidazione fallimentare/giudiziale; (iii) come sembra preferibile, la soluzione negoziale della crisi deve consentire di ottenere un valore complessivamente maggiore rispetto a quello che si ricaverebbe nella liquidazione fallimentare/giudiziale, così che il ceto creditorio, nel complesso, possa disporre di un maggior valore da distribuire ai vari titolari di pretese (secondo l'ordine delle priorità stabilite *ex ante*). In generale, sul principio del miglior soddisfacimento dei creditori, si veda A. ROSSI, *Il migliore soddisfacimento*, cit., pp. 637 ss.

chirografari fornitori può essere proposta, ad esempio, una soddisfazione in percentuale maggiore, ma nell'arco di un più ampio lasso temporale, e alle banche finanziatrici (anch'esse di rango chirografario), ansiose di liberarsi dei crediti in sofferenza, una soddisfazione in percentuale più bassa, ma immediata. In questa prospettiva, come già visto<sup>523</sup>, si ritiene che la disciplina delle classi nel concordato abbia introdotto una deroga normativa al principio della *par condicio*<sup>524</sup>. Ora, la finalità, assolutamente legittima, di agevolazione della raccolta del consenso non mi sembra sufficiente a giustificare trattamenti discriminatori fra classi dello stesso rango *che prescindano dal consenso della classe "discriminata" espresso a maggioranza dei suoi membri*. In altre parole, non mi sembra che la finalità sopra detta possa giustificare l'imposizione di trattamenti discriminatori a classi di titolari di pretese che hanno contrattato *ex ante* la medesima posizione giuridica (riconducibile al rango di chirografo), quando il consenso a detti trattamenti non sia stato raggiunto nella classe interessata. Né, d'altra parte, sembra che tale imposizione possa trovare una giustificazione nella circostanza che la maggioranza delle classi abbia aderito al piano; si sono già viste le ragioni, infatti, per le quali il principio di maggioranza non può operare fra diverse classi (anche se appartenenti allo stesso rango), contraddistinte da interessi disomogenei<sup>525</sup>. In questa prospettiva, sembra ragionevole ritenere che, se è vero che la disciplina delle classi nel concordato introduce una deroga alla *par condicio*, non è altrettanto vero che tale deroga possa prescindere dal consenso della classe interessata. In altri termini, il sistema delle classi nel concordato consentirebbe sì di trattare le classi di creditori dello stesso rango in modo diverso (e qui sta la deroga alla *par condicio*), ma ciò solo a condizione che le classi "discriminate" acconsentano.

Per chiarire quanto appena esposto, si pensi al seguente caso. Il valore di riorganizzazione del debitore è pari a 100. Il valore di liquidazione è pari a 60. Ci sono tre classi di creditori, tutte di rango chirografario, ciascuna con una pretesa, in ipotesi, pari a 50: la classe delle banche, la classe dei fornitori di servizi e la classe dei fornitori di beni. Ai sensi della disciplina attuale del concordato preventivo, così come pacificamente applicata e interpretata dalla giurisprudenza e dalla dottrina, la proposta potrebbe legittimamente prevedere la seguente distribuzione del valore di

---

<sup>523</sup> Si veda il § 3.2 del secondo capitolo di questo lavoro.

<sup>524</sup> FABIANI, *La giustificazione delle classi nei concordati e il superamento della par condicio creditorum*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pp. 718 s.

<sup>525</sup> Si vedano i §§ 3 ss. del secondo capitolo di questo lavoro.

riorganizzazione (immaginando che non ci siano altre classi e che i soci vengano coinvolti nella riorganizzazione attraverso l'apporto di finanza esterna): 45 alla classe delle banche, 34 alla classe dei fornitori di servizi e 21 alla classe dei fornitori di beni. Banche e fornitori di servizi votano a favore della proposta (si assume qui che essi rappresentino la maggioranza dei crediti ammessi al voto), la classe dei fornitori di beni vota in senso contrario. Applicando la norma di cui all'art. 180, comma 4, l. fall. (art. 112 CCII), una proposta come quella appena descritta sarebbe omologabile da parte del giudice, perché i creditori appartenenti alla classe dissenziente (quella dei fornitori di beni) ricevono almeno il valore di liquidazione della loro pretesa (in questo caso si ipotizza che il valore di liquidazione spettante a ciascuna classe sia pari a 20, cioè a un terzo di 60). Ora, a me non sembra che, in relazione ad un istituto, quello concordatario, che si traduce in un meccanismo alternativo (rispetto al fallimento) di attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore e funzionale alla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio (e non solo di alcuni creditori), una distribuzione come quella appena descritta sia giustificabile sul piano dei principi. Né mi sembra che il fine di agevolare la raccolta del consenso sia sufficiente a legittimare trattamenti discriminatori fra classi dello stesso rango in presenza del dissenso di queste ultime. Non si capisce, infatti, perché – secondo la ricostruzione che qui si critica – il proponente dovrebbe poter liberamente decidere di distribuire in modo asimmetrico il *surplus* ricavabile dal concordato tra (classi di) creditori che hanno contrattato *ex ante* una medesima posizione giuridica (riconducibile al rango di chirografo) *a fronte del dissenso della classe o delle classi interessate*.

Come già visto nell'arco di questo lavoro, qualsiasi distribuzione in deroga all'ordine (verticale oppure orizzontale) di distribuzione del patrimonio responsabile ricavabile dalle regole sulla responsabilità patrimoniale del debitore è giustificata se c'è il consenso della maggioranza dei membri (con interessi omogenei) della classe<sup>526</sup>. Al contrario, se la maggioranza dei membri in una classe si è espressa in senso contrario al trattamento in deroga all'ordine di ripartizione dell'attivo (sia in senso verticale che in senso orizzontale), tale trattamento non sembra trovare giustificazione.

Come si è già visto, quanto appena affermato è valido in un sistema di diritto concorsuale che individua (correttamente) come unica funzione del concordato

---

<sup>526</sup> Si veda il § 3 del secondo capitolo di questo lavoro.



quella di attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore e di massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio<sup>527</sup>. È chiaro infatti che, se si cambia prospettiva e si ritiene che il concordato debba perseguire finalità ulteriori rispetto a quella satisfattiva di attuazione della garanzia patrimoniale del debitore (e si sono già viste le ragioni per le quali quest'ultimo approccio non è condivisibile né sul piano dei principi né sul piano della politica del diritto<sup>528</sup>), potrebbero giustificarsi distribuzioni asimmetriche a favore di soggetti la protezione dei cui interessi rientri fra dette finalità. Ad esempio, se si ritenesse che funzione del concordato sia anche la conservazione dei posti di lavoro, si potrebbero legittimare distribuzioni asimmetriche del *surplus* che siano funzionali a soluzioni della crisi che consentano di mantenere un maggior numero di posti di lavoro.

Giova inoltre osservare (e veniamo alla seconda ragione di critica) che la disciplina italiana in punto di trattamento dei creditori appartenenti a classi (dissenzienti) dello stesso rango si pone in attrito con i dati ricavabili dal panorama comparatistico. Infatti, sia nel sistema statunitense<sup>529</sup> (al quale, a detta di molti, il sistema italiano delle classi si sarebbe ispirato<sup>530</sup>), sia nel sistema tedesco<sup>531</sup>, vige (accanto alla APR, che disciplina i rapporti verticali fra classi) la c.d. regola di non-discriminazione (“*non discrimination rule*” oppure “*non unfair discrimination rule*”<sup>532</sup>), la quale

---

<sup>527</sup> Si veda il § 3 del primo capitolo di questo lavoro.

<sup>528</sup> Si veda il § 3.3 del primo capitolo di questo lavoro.

<sup>529</sup> § 1129 (b) (1) *Chapter 11*.

<sup>530</sup> Si veda, ad es., SCIUTO, *La classificazione dei creditori*, cit., p. 568.

<sup>531</sup> Art. 245, comma 2, n. 3, *InsO*.

<sup>532</sup> La *non discrimination rule* (regola di non discriminazione), che sembra essere stata adottata, ad es., nella Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva, e la *non unfair discrimination rule* (regola di non ingiusta discriminazione), tipica del sistema statunitense, non sono regole esattamente corrispondenti. Infatti, mentre la regola di non discriminazione tecnicamente richiede che una classe dissenziente di un determinato rango sia trattata esattamente come le classi del suo stesso rango, la regola di non ingiusta discriminazione sembra lasciare spazio a una maggiore flessibilità. In particolare, i commentatori statunitensi (si veda, ad esempio, TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., pp. 1174 s.) precisano che, in quel sistema, nessuna classe dissenziente può essere trattata meglio (o peggio) di una classe dello stesso rango “*absent a fair justification*”. Quest'ultimo requisito è interpretato in maniera restrittiva dalle corti statunitensi (si veda, ad es., *In re Bryson Properties*, XVIII, 961 F.2d 496 (4th Cir. 1992), 506 U.S. 866 (1992); per ulteriori riferimenti si veda TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., p. 1175) che, per valutare se il trattamento discriminatorio fra classi dello stesso rango è *fair*, richiedono che vengano soddisfatti simultaneamente quattro criteri: (i) la discriminazione deve essere supportata da motivazioni ragionevoli; (ii) il piano non può essere confermato ed attuato senza il trattamento discriminatorio; (iii) il trattamento discriminatorio deve essere proposto in buona fede; (iv) occorre effettuare un esame nel merito del trattamento offerto alle classi discriminate. In particolare, si ritiene che la discriminazione fra classi (dissenzienti) dello stesso rango sia ragionevole (purché l'esistenza di tutti i requisiti sopra detti venga dimostrata) laddove a differire sia il termine di pagamento o il mezzo di pagamento. Qualora, invece, la discriminazione riguardi le percentuali di soddisfacimento, la dimostrazione della ragionevolezza della discriminazione fra classi (dissenzienti) dello stesso rango è molto più ardua. In ogni caso – e qui sta la differenza con l'ordinamento italiano (nel quale, per l'omologazione della proposta, basta che il giudice verifichi che (il creditore opponente appartenente al)la classe dissenziente riceva dal

impedisce di omologare un piano di ristrutturazione che attribuisca ad una classe *dissenziente* un trattamento meno favorevole (o, comunque, un trattamento discriminatorio<sup>533</sup>) rispetto a quello offerto ad una classe dello stesso rango. In quei sistemi, dunque, il giudice non può omologare la proposta se rileva che la classe dissenziente non riceve un trattamento almeno pari (o comunque non discriminatorio rispetto<sup>534</sup>) alle classi del medesimo rango. Quest'ultimo principio è previsto, poi, anche nel sistema della Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva. Il considerando 55 enuncia, infatti, che “[g]li Stati membri dovrebbero poter tutelare una classe dissenziente di creditori interessati garantendo che ricevano un trattamento tanto favorevole quanto quello delle altre classi dello stesso rango [...]”. Per vero, l’art. 11 della Direttiva menziona la regola di non discriminazione solo in relazione all’applicazione di una delle due regole distributive che gli Stati Membri possono scegliere di adottare nei loro diritti nazionali, e cioè la regola di priorità relativa (e non anche in relazione all’applicazione della regola di priorità assoluta). Si potrebbe pensare, dunque, che, nel sistema delineato dalla Direttiva, la regola di non discriminazione debba applicarsi solo qualora lo Stato Membro opti per la regola di priorità relativa<sup>535</sup> e non anche nel caso in cui la scelta ricada sulla regola di priorità assoluta. A ben vedere, però, il fatto che la regola di non discriminazione sia richiamata solo in relazione alla regola di priorità relativa si giustifica alla luce della considerazione per la quale, se si intende correttamente la regola di priorità assoluta quale espressione del principio per il quale ciascuna classe deve poter partecipare al (plus)valore creato dal piano secondo il rango, è del tutto naturale applicare la regola di non discriminazione in un sistema governato dalla *absolute priority rule*; e ciò perché, come già più volte sottolineato, la regola di non discriminazione è immanente al principio, di cui la APR è espressione, per il quale ciascuna classe ha diritto alla quota di (plus)valore secondo il rango. Altrettanto non può dirsi, invece,

---

concordato almeno il valore di liquidazione della sua pretesa) – nel sistema statunitense il giudice effettua un giudizio di merito sulla ragionevolezza della discriminazione (in caso di classe dissenziente, ai fini del *cram down*).

<sup>533</sup> Si veda la nota precedente.

<sup>534</sup> Si veda la nota 532.

<sup>535</sup> Si veda l’art. 11, comma 1, lett. c), Direttiva, che include la regola di non discriminazione e la RPR, in rapporto al comma 2 dello stesso articolo, che introduce la APR “in deroga al paragrafo 1, lettera c)”: sembrerebbe che il comma 2 deroghi a tutto ciò che è previsto nella lettera c) del comma 1, e cioè sia la RPR sia la regola di non discriminazione. Tuttavia, come evidenziato nel testo, sembra corretto ritenere che la regola di non discriminazione non sia stata riprodotta anche per ciò che riguarda la APR perché è in essa immanente (così non è, invece, per la RPR).

della regola di priorità relativa, motivo per il quale la Direttiva ha voluto precisare che, qualora lo Stato Membro optasse per questa regola distributiva, allora sarebbe comunque tenuto ad applicare la regola di non discriminazione. Alla luce di queste considerazioni e dal momento che la Direttiva dovrà essere recepita nel nostro ordinamento giuridico entro il mese di luglio 2021<sup>536</sup>, sembra che non si possa più prescindere dalla applicazione della regola di non discriminazione (o almeno quella di non ingiusta discriminazione<sup>537</sup>) alle classi dissenzienti dello stesso rango.

Dalle argomentazioni sopra esposte dovrebbe discendere che anche la proposta concordataria che attribuisca a una classe un trattamento inferiore (o, comunque, discriminatorio) rispetto alle classi del medesimo rango (sia senz'altro ammissibile, ma) non sia omologabile dal giudice qualora la maggioranza dei membri della classe interessata si esprima in senso contrario a tale trattamento. Come già rilevato, questo non è altro che un diretto corollario del principio per cui ciascuna classe è titolare di un diritto (disponibile) alla quota di (plus)valore secondo il rango.

### **3.2. Non omologabilità della proposta che viola il diritto della classe a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango sul presupposto della irregolarità della procedura**

Dalla ricostruzione esposta nei paragrafi precedenti discende che ulteriore condizione per l'omologazione della proposta concordataria è la verifica, da parte del giudice, che la proposta non violi il diritto della classe dissenziente a partecipare

---

<sup>536</sup> Si veda l'art. 34 Direttiva.

<sup>537</sup> Come anticipato, l'art. 11 della Direttiva richiede che, in caso di dissenso di una o più classi, il giudice verifichi che il piano assicuri "che le classi di voto dissenzienti di creditori interessati ricevano un trattamento almeno tanto favorevole quanto quello delle altre classi dello stesso rango [...]". In questo senso, la Direttiva (che pure si è ispirata al sistema statunitense) non sembra aver adottato una regola analoga a quella che vige nel sistema statunitense per regolare i rapporti orizzontali fra classi dissenzienti dello stesso rango (la regola di non ingiusta discriminazione, appunto). Sembra, piuttosto, che abbia adottato la regola di non discriminazione "pura". Tuttavia, dato che gli Stati Membri, nell'implementare le Direttive nei loro rispettivi ordinamenti, devono riempire di contenuto i principi ivi inclusi, mi pare che una soluzione simile a quella statunitense – che mi sembra equilibrata – possa conseguirsi qualora si interpreti il concetto di "trattamento almeno tanto favorevole quanto quello delle altre classi dello stesso rango" nel senso di consentire trattamenti disuguali in punto di mezzo di soddisfazione e tempi di pagamento ma non in punto di percentuali di soddisfazione. In questo senso, un trattamento non sarebbe discriminatorio rispetto ad un altro – cioè sarebbe "tanto favorevole quanto" – se la percentuale è la stessa ma differiscono il mezzo o il tempo di pagamento. Tutto ciò, però, a patto che vengano indicate le ragioni del diverso trattamento e che il giudice, in caso di dissenso della classe "discriminata", effettui una valutazione nel merito della ragionevolezza della discriminazione (e ferma restando la tutela descritta al § 2.2 del presente capitolo). Mi sembra che questa possa essere una soluzione equilibrata anche per l'ordinamento italiano (che, in ogni caso, dovrà attuare la Direttiva ed i principi in essa contenuti).

al (plus)valore concordatario secondo il rango<sup>538</sup>. In particolare, tale verifica potrebbe rilevare sotto il profilo della “regolarità della procedura”. D’altra parte, la verifica del rispetto del diritto della classe alla quota di (plus)valore secondo il rango può avvenire solo dopo la votazione sulla proposta da parte dei creditori, nel caso in cui una o più classi si siano espresse in senso contrario alla stessa. Pertanto, se nella fase antecedente al voto sulla proposta il tribunale deve limitarsi a verificare che la essa sia conforme alle disposizioni legali non derogabili (e non disponibili da parte delle classi), è solo nella conseguente fase dell’omologazione che il giudice deve accertare, sotto il profilo della regolarità della procedura, che la proposta non violi il diritto alla quota di (plus)valore secondo il rango.

Posto che, come già più volte ripetuto, il diritto di ciascuna classe alla quota di (plus)valore secondo il rango concerne sia i rapporti verticali fra classi che quelli orizzontali, nel prosieguo della trattazione si affronteranno alcune problematiche legate ai rapporti verticali fra di esse, tralasciando di analizzare ulteriormente la questione dei rapporti orizzontali (regola di non discriminazione oppure regola di non ingiusta discriminazione). D’ora in poi, dunque, salvo che sia specificato altrimenti, quando si parlerà di “diritto alla quota di (plus)valore” si farà riferimento ai rapporti verticali fra le varie classi.

### **3.3. La *absolute priority rule* e le sue deviazioni apparenti**

Come già anticipato nel § 2.5.1 del secondo capitolo di questo lavoro, il principio esposto nel § 3 di questo capitolo, relativo ai rapporti verticali fra le varie classi, è espresso, nel diritto statunitense, dalla c.d. *absolute priority rule* (APR)<sup>539</sup>. In particolare, in applicazione della APR statunitense, è sempre fatto divieto al giudice fallimentare di confermare un *reorganization plan* che distribuisca valore alle classi *juniores* in presenza di classi *seniores* dissenzienti non integralmente soddisfatte. Per vero, il diritto della classe dissenziente a partecipare al (plus)valore ricavabile dal piano secondo il rango (“il diritto alla quota di (plus)valore”) e la APR statunitense, per come formulata nel *Chapter 11*, non sono esattamente la stessa cosa. Infatti, sebbene la *ratio* della APR sia quella di proteggere il diritto alla quota

---

<sup>538</sup> Il principio è riconosciuto anche in UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law*, United Nations, 2005, p. 236, raccomandazione n. 152, lett. e): “[e]xcept to the extent that affected classes of creditors have agreed otherwise, if a class of creditors has voted against the plan, that class shall receive under the plan full recognition of its ranking under the insolvency law and the distribution to that class under the plan should conform to that ranking”.

<sup>539</sup> § 1129 (b) *Chapter 11*.

di (plus)valore secondo il rango, la sua formulazione letterale appare più restrittiva di quanto necessario. Infatti, vi sono dei casi in cui il diritto alla quota di (plus)valore è rispettato ma la APR, per come formulata nel *Chapter 11*, risulta violata. Questi casi sono stati identificati dalla giurisprudenza americana, che, tuttavia, giusta la formulazione letterale della APR (che fa sempre divieto al giudice di confermare il piano di riorganizzazione che destini valore alle classi *juniores* in presenza di classi *seniores* dissenzienti e non integralmente soddisfatte) è divisa sulla loro ammissibilità.

### 3.3.1. *Giftng*

Il primo caso oggetto di dibattito nel sistema statunitense è quello del c.d. *giftng* (dall'inglese, "donare"). Esso si verifica quando una classe *senior* cede volontariamente parte del suo valore a una classe *junior* (*out-of-the-money*), in presenza di una classe intermedia, situata tra la classe *senior* che effettua il *giftng* e la classe *junior* che ne beneficia, la quale non è soddisfatta integralmente e si oppone al piano. La tecnica del *giftng* può essere giustificata dalla volontà, da parte della classe *senior*, di incentivare il consenso della classe *junior*, oppure da quella di coinvolgere quest'ultima nella riorganizzazione in quanto la sua partecipazione appare funzionale alla massimizzazione del valore di riorganizzazione (si pensi alla classe di soci-proprietari di una piccola-media impresa, ritenuti necessari per la prosecuzione dell'attività d'impresa, oppure a una classe di creditori fornitori)<sup>540</sup>.

---

<sup>540</sup> Come già evidenziato nel § 2.5.1 del secondo capitolo di questo lavoro, nel sistema statunitense, le varie classi sono incentivate a raggiungere un accordo fra di loro per evitare le complicazioni e le incertezze legate al meccanismo del *cram down* e alla verifica, da parte della corte, che la APR sia rispettata. Nell'ambito del meccanismo del *cram down*, infatti, la corte fallimentare deve calcolare esattamente il valore di riorganizzazione della società. Questo, sia perché in una riorganizzazione di matrice statunitense i creditori ricevono di regola strumenti finanziari nella società riorganizzata, il cui valore dipende da quello della società soggetta alla procedura, sia perché: "[f]irst, a dissenting class may be crammed down if the plan provides for each holder of a claim or interest in that class to receive or retain property equal to the allowed amount of the claim or interest. § 1129(b)(2)(B)(i), (C)(i). In other words, if a class is paid in full, the absolute priority rule is satisfied as to that class, irrespective of what the plan provides for other classes. Second, if a dissenting class is not being paid in full, the "who gets what" issue is relevant to determine if any class junior to the dissenting class is receiving or retaining under the plan anything on account of their claims or interests, which would violate the absolute priority rule. § 1129(b)(2)(B)(ii), (C)(ii). Third, if a dissenting class is not being paid in full, the absolute priority rule demands that no class senior to the dissenting class is paid more than in full [...]" (TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., p. 1172). Questa valutazione, tuttavia, è particolarmente onerosa, oltretutto fonte di molteplici incertezze. Il rischio è che la corte sottovaluti il valore dell'impresa riorganizzata, così escludendo dalla *reorganization* alcune classi (*juniores*) che avrebbero diritto a parteciparvi, oppure, viceversa, che sopravvaluti il valore dell'impresa riorganizzata, con il risultato di far partecipare alla ristrutturazione classi che sarebbero *out-of-the-money*. Dunque, in via generale, le classi preferiscono trovare un accordo ed evitare la procedura di *cram down*. Il punto è stato sottolineato con forza da SEYMOUR, SCHWARCZ, *Corporate*

Come anticipato, la giurisprudenza statunitense è divisa sulla questione se la tecnica del *gifting* si ammissibile oppure no<sup>541</sup>. Per comprendere le problematiche legate all'utilizzo di questa tecnica, sembra utile ricorrere ad un esempio. La classe *senior* è titolare di una pretesa pari a 400. Anche la classe *junior* è titolare di una pretesa pari a 400. Il valore di riorganizzazione è 650. Questo valore è sufficiente a soddisfare la classe *senior* per 400 e la classe *junior* per 250. Le quote di (plus)valore alle quali, rispettivamente, le due classi hanno diritto sono 400 e 250. In questo caso, le pretese dei soci sono prive di valore economico (*out-of-the-money*). Il piano propone la seguente distribuzione: 300 alla classe *senior*, 250 alla classe *junior* e 100 ai soci. La classe *senior* ha “donato” un valore pari a 100 ai soci per ottenere il loro consenso al piano (come già visto, in quell'ordinamento i soci votano in una o più classi e sono inclusi nel calcolo delle maggioranze per l'approvazione del piano<sup>542</sup>), oppure per coinvolgerli nella riorganizzazione in quanto unici soggetti in grado di gestire la società. La classe *senior* e la classe dei soci votano a favore del piano. La classe *junior* (*i.e.* la classe intermedia) vota in senso contrario al piano. Ai sensi della formulazione letterale della APR, questo piano non potrebbe essere confermato dalla corte fallimentare. Infatti, esso distribuisce valore a una classe di rango inferiore (quella dei soci) sebbene una classe di rango *potiore* (quella intermedia) non sia soddisfatta integralmente e si opponga al piano. Se, al contrario, si applica il principio per cui ciascuna classe dissenziente deve ricevere dal piano la sua quota di (plus)valore secondo il rango, il piano è suscettibile di essere omologato. Infatti, il piano distribuisce alla classe *junior* esattamente la sua quota di (plus)valore (250). Il fatto che la classe *senior* abbia volontariamente ceduto (alla classe dei soci) una parte del valore ad essa spettante non sembra pregiudicare il diritto della classe *junior* (intermedia) alla sua quota di (plus)valore. La *ratio* che sta alla base della APR sembrerebbe rispettata<sup>543</sup>.

---

*Restructuring*, cit., pp. 15 ss. nell'ambito della critica alla versione europea della *relative priority rule*.

<sup>541</sup> Si vedano, in senso opposto, *Re SPM Manufacturing Corp*, 984 F2d 1305 (1st Cir 1993) (a favore del *gifting*) e *Re Armstrong World Industries Inc*, 432 F3d 507 (3rd Cir 2005); *Re DBSD North America Inc*, 634 F3d 79 (2nd Cir 2011) (contrarie al *gifting*).

<sup>542</sup> §§ 1123 (a) (1) e 1126 *Chapter 11*.

<sup>543</sup> E si veda quanto osservato in ADLER, CASEY, MORRISON, *Baird & Jackson's Cases*, cit., p. 259: “[u]nder the absolute priority rule, senior creditors are entitled to all assets of the firm, until they are paid in full. It might seem that, if a senior creditor is really owed more than the firm is worth, the firm's equity belongs to the creditor, who can do whatever it wants with the ownership interest. The senior creditor can keep its interest in the firm. It can give the interest to a family member. Or it can give some of the interest to a third party who happens to be one of firm's junior investors. It does not make any difference. Gifts are entirely unobjectionable. People can do what they want with

Il pericolo legato all'accoglimento di questa tecnica è evidente. Il rischio è che le varie classi adottino comportamenti opportunistici che abbiano effetti distorsivi sul processo di negoziazione del piano, in pregiudizio delle classi intermedie. Tale rischio, tuttavia, potrebbe essere bilanciato innanzitutto dal potere del giudice di verificare che la classe intermedia riceva effettivamente la sua intera quota di (plus)valore. In altre parole, il giudice potrebbe omologare la proposta che preveda un *gift* solo a condizione che verifichi che essa destina alla classe intermedia dissenziente esattamente la sua quota di (plus)valore<sup>544</sup>. In secondo luogo, per evitare abusi dell'istituto, il *gift* potrebbe essere considerato tale solo se la classe *senior* esplicita la volontà di devolvere alla classe *junior* (saltando quella intermedia) parte della sua quota di (plus)valore tramite una dichiarazione unilaterale para-concordataria. Con questi correttivi, volti essenzialmente ad evitare che il sistema di salvaguardie a tutela delle classi più deboli venga eluso, l'istituto potrebbe essere ammesso nel nostro ordinamento in quanto risulta conforme al principio – ricavabile dall'insieme delle regole che disciplinano, nel concordato, l'attuazione della garanzia patrimoniale del debitore – per cui ciascuna classe deve poter partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango della pretesa.

### 3.3.2. *New Value Exception*

Come anticipato, la formulazione letterale della APR statunitense richiede che le classi (dissenzienti) di creditori *seniores* siano pagate per intero prima che le classi *juniores* (tra le quali vi sono anche le classi dei soci, che occupano l'ultimo posto nella scala gerarchica delle priorità) ricevano eventuali distribuzioni dal piano. Di conseguenza, in presenza di un valore di riorganizzazione inferiore all'ammontare dell'esposizione debitoria, i soci originari non potrebbero mai conservare o ricevere

---

*their money. We do not need to inquire into motive*"; in generale, nella dottrina straniera, a favore della tecnica del *gifting* si veda, ad es., DIZENGOFF, *Beyond Gifting: Harmonizing the Devolution of Reorganization Plan Gifts and the Evolution of Sale Gifts in Cardozo Law Review*, 39, 2017, pp. 787 ss.; TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings*, cit., pp. 142 ss.; *contra*, ad es., TIMM, *The Gift that Gives too much: Invalidating a Gifting Exception to the Absolute Priority Rule*, in *University of Illinois Law Review*, 4, 2013, pp. 1649 ss.; TABB, *Law of Bankruptcy*, cit., p. 1169. Sul tema, anche VATTERMOLI, *Chapter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers)*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, II, pp. 82 ss., che osserva: "nel caso in cui i *senior creditors* siano i *residual owners* dell'impresa in crisi, nessuno potrebbe impedire a questi ultimi di riservarsi la titolarità esclusiva degli *assets* o delle quote di capitale della società debitrice e, chiusa la procedura, cedere parte delle azioni a terzi, ivi inclusi i vecchi azionisti; ma se questo è vero, allora non dovrebbe esserci alcun ostacolo a che tale distribuzione avvenga direttamente all'interno del *reorganization plan*".

<sup>544</sup> In questo caso, però, il giudice dovrebbe calcolare esattamente il valore dell'impresa riorganizzata.

in assegnazione titoli azionari nella società riorganizzata (a meno che tutte le classi di creditori, all'unanimità delle stesse, votino in senso favorevole ad una proposta che distribuisca un qualche valore ai vecchi soci). Come ha spiegato la Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso "Boyd": "*creditors [are] entitled to be paid before the stockholders could retain [equity] for any purpose whatever*"<sup>545</sup>.

Nell'ambito di questo sistema, una delle questioni più dibattute in relazione alla APR è se i soci originari possano mantenere le vecchie partecipazioni nella società riorganizzata o acquistare quelle di nuova emissione effettuando nuovi conferimenti nella società sottoposta alla procedura. In questo caso, si parla di *new value exception* alla APR o *new value corollary*<sup>546</sup>. La Corte Suprema americana ha fornito alcune indicazioni sulla *new value exception* nel caso "LaSalle"<sup>547</sup>, dichiarando che "[a] *debtor's pre-Bankruptcy equity security holders may not, over the objection of a senior class of impaired creditors, contribute new capital and receive ownership interests in the reorganized entity, when that opportunity is given exclusively to the old equity security holders under a plan adopted without consideration of alternatives*". Le corti e i commentatori statunitensi hanno generalmente interpretato questa decisione nel senso di richiedere un "test di mercato" prima che il giudice possa confermare un piano di riorganizzazione in cui i soci originari conservano o ricevono azioni nell'entità riorganizzata a fronte dell'apporto di nuovo capitale<sup>548</sup>. I tribunali non sono tuttavia necessariamente concordi sui parametri di questo test di mercato o sulla procedura richiesta per soddisfare lo standard indicato nel caso LaSalle<sup>549</sup>.

---

<sup>545</sup> *Northern Pacific Railway Co. v Boyd* (228 U.S. 482, 1913).

<sup>546</sup> Per l'applicazione della *new value exception*, le corti fallimentari statunitensi generalmente richiedono che il "nuovo valore" sia "(i) *new*, (ii) *substantial*, (iii) *in money or money's worth* [cioè, in strumenti finanziari o comunque in mezzi di soddisfazione assimilabili al denaro], (iv) *necessary for a successful reorganization*, and (v) *reasonably equivalent to the value of the stock being retained or received*". Si vedano, ad es., *Bonner Mall Partnership v. U.S. Bancorp Mortgage Co.*, 2 F.3d 899, 908 (9th Cir. 1993); *U.S. Bancorp Mortgage Co. v. Bonner Mall Partnership*, 510 U.S. 1039 (1994), 513 U.S. 18 (1994).

<sup>547</sup> *Bank of America National Trust and Savings Association v. North LaSalle Street Partnership*, 526 U.S. 434 (1999) (d'ora in avanti, "LaSalle").

<sup>548</sup> Si veda, ad es., la decisione *In re Castleton Plaza, LP*, 707 F.3d 821 (7th Cir. 2013) (la quale rigetta, per via della mancanza di un test di mercato, un "*new value plan*" ai sensi del quale i soci originari, a fronte dell'apporto di nuovo valore, conservavano il cento per cento dell'*equity* nella società riorganizzata). Si veda anche KEACH, *LaSalle, The "Market Test" and Competing Plans: Still in the Fog*, in *American Bankruptcy Institute Journal*, 21, 2002, p. 18.

<sup>549</sup> Abi Commission Report, cit., p. 225.



Sebbene la Corte Suprema abbia riconosciuto che la *new value exception* potrebbe applicarsi in alcune circostanze<sup>550</sup>, il fatto che essa non sia mai stata codificata ha indotto alcuni a negarne l'ammissibilità. In particolare, il Report dell'*American Bankruptcy Institute* per la riforma del *Chapter 11* riporta che la giurisprudenza adotta approcci contrastanti e talora si rifiuta di riconoscere l'ammissibilità della *new value exception*<sup>551</sup>.

Lo stesso Report, che risale al 2014, suggerisce di codificare la *new value exception* nell'ambito del § 1129 *Chapter 11*<sup>552</sup>. Come noto, le raccomandazioni contenute in questo Report non sono mai state attuate. Dunque, l'applicabilità della *new value exception* è ancora oggetto di discussione nel sistema statunitense.

Per vero, se si interpreta la APR come il diritto della classe dissenziente alla sua quota di (plus)valore secondo il rango, non ci dovrebbero essere dubbi circa l'ammissibilità di una tale eccezione. Anzi, in questa prospettiva la *new value exception* non rappresenterebbe nemmeno una "eccezione" alla APR. Infatti, il diritto alla quota di (plus)valore è riconosciuto in capo a ciascuna classe in relazione alla sua pretesa *anteriore* alla domanda di concordato. In altre parole, il diritto alla quota di (plus)valore in tanto esiste (nei termini indicati in questo lavoro) in quanto discende dalla titolarità di una pretesa anteriore nei confronti del patrimonio del debitore. Ai sensi della *new value exception*, i soci originari che apportano nuovo capitale nella società riorganizzata non manterrebbero le loro vecchie partecipazioni (o ne riceverebbero di nuove) *in virtù delle loro pretese anteriori*, ma in virtù del loro apporto *successivo* alla presentazione della domanda di concordato. Dunque, la *ratio* sottesa alla APR non sarebbe violata.

La dottrina e la giurisprudenza italiane hanno da tempo riconosciuto quest'ultimo principio esprimendosi nel senso della libera distribuibilità degli apporti di finanza esterna<sup>553</sup>, nei quali potrebbero rientrare i conferimenti dei soci alla società in concordato. Non si dovrebbe dunque dubitare circa l'operatività nel nostro sistema concordatario della *new value "exception"*. Tuttavia, occorre riconoscere che la via della *new value "exception"* non è sempre praticabile, soprattutto nelle piccole e

---

<sup>550</sup> Si veda la sentenza appena citata ("The upshot is that this history does nothing to disparage the possibility apparent in the statutory text, that the absolute priority rule now on the books as subsection (b)(2)(B)(ii) may carry a new value corollary"). Si veda anche GEORGAKOPOULOS, *New Value After LaSalle*, in *Bankruptcy Developments Journal*, 20, 2003, pp. 1 ss., che osserva come la Corte Suprema abbia di fatto riconosciuto il *new value corollary* nel caso La Salle.

<sup>551</sup> Abi Commission Report, p. 225.

<sup>552</sup> Abi Commission Report, p. 226.

<sup>553</sup> TERENCE, "Finanza esterna", cit., pp. 381 ss.

medie imprese dove i soci-imprenditori potrebbero aver investito tutto quanto nelle loro disponibilità prima di proporre domanda per l'apertura di una procedura concorsuale. All'esame di questo specifico caso sono dedicati i paragrafi che seguono (con la precisazione che, ora che si è chiarito in quali termini debba essere intesa ed applicata la APR statunitense nel nostro ordinamento giuridico, si comincerà ad utilizzare il termine APR per fare riferimento al diritto alla quota di (plus)valore secondo il rango nei rapporti verticali fra classi).

#### **4. Il problema dei “soci rilevanti”**

Come già rilevato, una delle principali conseguenze applicative della APR – al di là dei casi sopra individuati – dovrebbe essere la tendenziale estromissione dei soci originari dalla compagine societaria<sup>554</sup>. Come già osservato nel § 7.1 del primo capitolo di questo lavoro, ciò discende, sul piano teorico, dal riconoscimento che, in presenza della falcidia concordataria, le vecchie partecipazioni sociali dovrebbero considerarsi prive di valore. Infatti, “in presenza di una proposta che prevede un soddisfacimento parziale dei creditori (anche se subordinati), sembra corretto ritenere che, almeno avuto riguardo alle aspettative economiche dei soci, il capitale proprio della società debitrice si sia *ridotto a zero*, dovendo le perdite, com'è ovvio, essere imputate, dapprima, al capitale di rischio e, soltanto successivamente, una volta esauritosi quest'ultimo, al capitale di credito”<sup>555</sup>. In questo contesto, se il valore delle vecchie partecipazioni è pari a zero, quelle attualmente in circolazione, *che acquistano valore per effetto della falcidia*

---

<sup>554</sup> Come già più volte osservato, ciò dovrebbe avvenire nel caso in cui una o più classi di creditori abbiano votato in senso contrario alla proposta, cioè non abbiano rinunciato (a maggioranza) al loro diritto al (plus)valore secondo il rango. Ovviamente, la stessa possibilità di estromettere dalla compagine societaria i vecchi soci presuppone il superamento del principio di neutralità organizzativa e della concezione “proprietaria” del socio, per la quale il diritto societario rappresenta una barriera insuperabile qualora si pretenda di utilizzare il veicolo societario per risolvere la crisi. Su questa linea, fino a non molti anni fa, la Corte di Giustizia Europea aveva ammonito gli Stati Membri nel senso di negare la possibilità di comprimere i diritti degli azionisti così come previsti dalla allora Seconda direttiva (Seconda direttiva 77/91/CEE del Consiglio, 13 dicembre 1976). In particolare, si vedano i casi Pafitis (CGCE, 12 marzo 1996, C-441/93, Pafitis c. Banca Trapeza Kentrikis Ellados AE) e Kefalas (CGCE, 12 maggio 1998, C-367/96, Alexandros Kefalas e a. c. Elliniko Dimosio (Stato ellenico) e Organismos Oikonomikis Anasykrotisis Epicheiriseon AE (OAE)). Sul tema dell'evoluzione, anche nel diritto europeo, dei principi in punto di bilanciamento dei diritti degli azionisti e dei creditori nelle ristrutturazioni finanziarie delle società di capitali si veda DONATI, *L'incerto bilanciamento dei diritti degli azionisti e dei creditori nella capitalizzazione forzata dei crediti*, in RDS, 2017, pp. 1104 ss. Il superamento del principio di neutralità organizzativa e della concezione “proprietaria” del socio in caso di crisi appare ora codificato nella Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva, la quale, all'art. 32, modifica espressamente la Direttiva 1132/2017 in materia di diritto societario, consentendo che, in caso di crisi, aumenti e riduzioni di capitale non siano deliberati dall'assemblea della società per azioni.

<sup>555</sup> VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale*, cit., p. 356.

*concordataria*, non potrebbero, almeno in linea di principio (e salvo quanto precisato *supra*), essere assegnate ai soci originari.

Questa ricostruzione è senz'altro da condividere sul piano teorico. Tuttavia, ci potrebbero essere dei casi in cui l'applicazione della APR nel nostro ordinamento – anche accogliendo le due ipotesi “derogatorie” sopra individuate<sup>556</sup> – potrebbe rappresentare un problema sul piano pratico<sup>557</sup>. In particolare, ciò potrebbe verificarsi quando la partecipazione al piano di concordato con continuità dei soci originari sia essenziale all'attuazione del piano o comunque funzionale al successo dello stesso. Si pensi al caso, tipico della realtà italiana, delle piccole-medie imprese, ove è possibile tracciare una distinzione fra soci finanziatori e soci imprenditori. In questi casi, l'apporto dei vecchi soci (imprenditori), in termini di conoscenza del mercato di riferimento, di contatti, di *know-how* e di particolari abilità (“*soft skills*”) potrebbe risultare di fondamentale importanza per la prosecuzione dell'attività e per il successo del piano concordatario<sup>558</sup>. In questi casi, il coinvolgimento dei vecchi soci nella proposta di concordato potrebbe essere la soluzione che massimizza il valore a disposizione del ceto creditorio<sup>559</sup>. Con ciò

---

<sup>556</sup> E quindi ritenendo ammissibili – con i correttivi sopra individuati – la tecnica del *gifting* e la *new value exception*.

<sup>557</sup> Come già rilevato nel § 4 del primo capitolo di questo lavoro, la presente analisi concerne nello specifico i concordati con continuità diretta o soggettiva. Tuttavia, il problema della partecipazione dei soci originari al valore dell'impresa riorganizzata in presenza di una classe dissenziente di creditori non integralmente soddisfatti si potrebbe porre anche nel caso di concordato in continuità indiretta, qualora il diverso soggetto che intenda proseguire l'attività (ad es., il compratore) voglia assegnare un qualche valore ai vecchi soci (ad es., per garantirsi la loro collaborazione nella gestione dell'impresa) remunerandoli con una parte del prezzo pagato per acquisire l'impresa.

<sup>558</sup> Queste considerazioni hanno spinto alcuni studiosi europei a suggerire l'introduzione della *relative priority rule* (RPR) nell'ambito della Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva. Si veda, ad es., MOKAL, *Fairness*, in *Best Practices*, cit., pp. 46 s. (“*The relative priority rule also makes it more feasible for plans to be confirmed that permit equity holders to retain a stake in the debtor or its business, which in turn is likely to incentivise – particularly in the case of MSMEs – greater and more timely use of restructuring proceedings and the option of drawing on equity’s debtor specific knowledge, expertise, and goodwill*”). Sul punto si veda anche STANGHELLINI, *Verso uno statuto*, cit., p. 84, che rileva come l'introduzione nella Direttiva della RPR sia motivata, tra l'altro, dalla “possibilità di coinvolgere anche i soci nella ristrutturazione”, coinvolgimento che “può consentire la fattibilità di piani per imprese che necessitano del perdurante apporto dei soci e dei manager che di questi sono espressione”. Come si vedrà in seguito, non è necessario spingersi sino ad affermare l'applicabilità della RPR per permettere ai vecchi soci (imprenditori) di conservare parte del valore della società riorganizzata in presenza di una proposta (parzialmente soddisfacente delle ragioni creditorie) rigettata da una classe di creditori. Infatti, lo stesso risultato può essere conseguito ammettendo una deroga alla APR quando si dimostri al giudice che ciò è funzionale alla attuazione di quel determinato piano e alla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio.

<sup>559</sup> Sul punto si veda STANGHELLINI, *Verso uno statuto*, cit., p. 82, che osserva che “soprattutto per le piccole e medie imprese, il patrimonio della società può svalutarsi se separato dai suoi soci”. DONATI, *Crisi d'impresa*, cit., p. 174, nt. 17. Nella letteratura statunitense, cfr. LANDRY, *Enhancing Rescue*, cit., p. 246 (“*a carte blanche application of the APR to prohibit participation by equity in the reorganized debtor may reduce the going-concern value of the debtor because the equity*

non si intende disconoscere che, in molti casi, la crisi sia riconducibile proprio alle scelte poste in essere dai vecchi soci (ciò sarà particolarmente accentuato nel caso in cui i vecchi soci siano anche amministratori), per cui una loro estromissione e sostituzione nella compagine sociale appare del tutto ragionevole. Tuttavia, è anche vero che vi sono dei casi in cui la crisi si verifica (o si inasprisce) indipendentemente dalle scelte compiute dalla proprietà, oppure casi nei quali l'unica soluzione possibile, in termini di convenienza, alla crisi dell'impresa è la continuazione dell'attività da parte dello stesso soggetto (allora da intendersi non solo in senso formale, ma anche sostanziale).

In questo contesto, si pone il problema di capire se sia possibile individuare degli spazi per assegnare un qualche valore ai vecchi soci pur in assenza del consenso di tutte le classi di creditori. Ciò, almeno per quanto riguarda i c.d. soci imprenditori, e cioè coloro che, ancorché servendosi dello schermo societario, svolgono un ruolo attivo nelle scelte imprenditoriali della società, apportando non solo capitale di rischio, ma anche il loro patrimonio di conoscenze, contatti, *expertise*, e così via. Peraltro, non sarebbe l'unico caso in cui rileva la distinzione fra soci-imprenditori e soci-finanziatori. Si pensi alla disciplina in tema di postergazione dei finanziamenti soci ai sensi degli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. Come noto, il legislatore ha previsto l'applicazione della disciplina della postergazione legale solo per quei tipi normativi ove rileva il carattere imprenditoriale della partecipazione sociale<sup>560</sup>, e cioè per le s.r.l., società tradizionalmente fondate sull'*intuitu personae*<sup>561</sup>, e per i gruppi di società (ove il carattere imprenditoriale che lega la

---

*holder's knowledge, attributes of continued management, and willingness to fund the debtor may be lost*").

<sup>560</sup> BACCETTI, *Informazione e postergazione tra s.p.a. e nuove s.r.l. che esercitano piccole e medie imprese*, in *BBTC*, 2019, I, pp. 692 s. Sul tema, si pone la questione se la disciplina della postergazione sia applicabile anche ai soci finanziatori di s.r.l., ovvero quei soci la cui partecipazione assume connotati oggettivi e spersonalizzati tipici della partecipazione azionaria. Nel senso della disapplicazione dell'art. 2467 c.c. ai soci di minoranza e/o disinteressati alla conduzione della società e/o meramente finanziatori di s.r.l. si vedano, ad es., TERRANOVA, *Finanziamenti dei soci*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, III, Jovene, 2004, *sub art.* 2467, p. 1477 ("la postergazione non può avere luogo, quando il prestito è stato erogato da un socio di minoranza che, a causa della estraneità al gruppo di comando, non può sperare d'ottenere dei vantaggi aggiuntivi rispetto alla remunerazione prevista nel contratto di finanziamento"); BALP, *I finanziamenti dei soci « sostitutivi » del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 407, la quale non esclude che il socio meramente finanziatore possa fornire la prova della sua concreta estraneità alla conduzione imprenditoriale della società, con conseguente disapplicazione dell'art. 2467 c.c. *Contra*, ad es., M. CAMPOBASSO, *La postergazione dei finanziamenti dei soci*, in *S.r.l. commentario* dedicato a Portale, a cura di Dolmetta e Presti, Giuffrè, 2011, *sub art.* 2467, pp. 243 s.; BRIOLINI, *Appunti sugli autori e sui destinatari delle sovvenzioni ex art. 2467 c.c.*, in *BBTC*, 2018, I, pp. 732 ss.

<sup>561</sup> Invero, la disciplina sulle s.r.l. PMI sembra ora mettere in crisi questo tradizionale paradigma. Cfr. l'art. 57, comma 1, d.l. 24 aprile 2017, n. 50, convertito senza modificazioni dalla l. 21 giugno

capogruppo alle società soggette a direzione e coordinamento emerge, appunto, nello stesso potere di direzione dell'impresa societaria da parte della capogruppo). È noto, poi, come l'interpretazione che estende alla s.p.a. la disciplina sulla postergazione dei finanziamenti anomali dei soci – condivisa da un recente arresto giurisprudenziale<sup>562</sup> – si fonda sulla ideale distinzione fra soci-imprenditori, e perciò muniti (o in grado di munirsi) delle informazioni necessarie a rilevare la situazione di sottocapitalizzazione nominale<sup>563</sup> della società finanziata<sup>564</sup>, e soci-finanziatori<sup>565</sup>, che invece di quei poteri di informazione e controllo di regola non dispongono<sup>566</sup>.

---

2017, n. 96, in virtù del quale ogni riferimento alle start-up innovative contenuto nell'art. 26, commi 2, 5 e 6, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (convertito, con modificazioni, dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221), è sostituito con il riferimento alla "PMI". Per la definizione di PMI si deve ricorrere alla Raccomandazione della Commissione del 6 giugno 2003, n. 2003/361/CE, che definisce PMI tutte quelle imprese che "occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro" (questa definizione è richiamata dall'art. 4, comma 1, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 ai fini della nozione di PMI innovativa). Sul tema si vedano, ad es., CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 818 ss.; CAGNASSO, *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, pp. 2425 ss.

<sup>562</sup> Cass., 20 giugno 2018, n. 16291, ad es. in *Riv. not.*, 2018, II, pp. 824 ss., con nota di RUOTOLO, BOGGIALI, *La questione dell'applicabilità dell'art. 2467, c.c. alle s.p.a.*

<sup>563</sup> Essa si verifica quando l'impresa sociale è dotata dei mezzi necessari al suo esercizio, ma ciò si realizza non attraverso l'apporto di mezzi propri (conferimenti imputati in capitale: capitale proprio o capitale di rischio), che anzi sono del tutto inadeguati al suo esercizio, ma con la concessione di prestiti da parte dei soci (capitale di credito).

<sup>564</sup> Insiste sul fatto che il fondamento giuridico della disciplina della postergazione dei finanziamenti anomali sia il diritto di informazione e controllo BACCETTI, *Informazione*, cit., pp. 697 ss.

<sup>565</sup> Come noto, il nostro legislatore ha scelto di disciplinare i vari tipi normativi (s.r.l., s.p.a., e così via) attraverso norme tendenzialmente dispositive, di modo che l'autonomia delle parti (l'autonomia statutaria) possa discostarsi dal modello di riferimento (ciò vale soprattutto per ciò che riguarda la s.r.l.). E così, se in alcuni casi possono essere valorizzati i tratti capitalistici della s.r.l., allo stesso modo la s.p.a. può dotarsi di un assetto organizzativo tale per cui la partecipazione di alcuni suoi soci risulta dotata del carattere dell'imprenditorialità.

<sup>566</sup> Nel senso della applicazione (estensiva o analogica) alla s.p.a. della disciplina sulla postergazione dei finanziamenti anomali si vedano, ad esempio, PORTALE, *I « finanziamenti » dei soci nelle società di capitali*, in *BBTC*, 2003, I, pp. 669 s., 681 ("le norme contenute nell'art. 2467 esprimono principi generali di diritto dell'impresa, come tali sicuramente applicabili a tutte le società di capitali", enfasi dell'Autore); M. RESCIGNO, *Problemi aperti in tema di s.r.l.: i finanziamenti dei soci, la responsabilità*, in *Società*, 2005, p. 15; MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Giuffrè, 2005, pp. 231 ss.; ID., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 145; OLIVIERI, *Questioni aperte in tema di finanziamenti anomali dei soci nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, pp. 527 ss.; BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Giuffrè, 2009, pp. 633 ss.; ID., *Postergazione dei finanziamenti e tipi sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 830 ss.; ID., *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione nominale nelle società per azioni indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 855 ss.; BALP, *I finanziamenti dei soci « sostitutivi »*, cit., pp. 387 ss.; E. PEDERSOLI, *Sulla nozione di "finanziamento" ai fini dell'applicazione della regola di postergazione*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 1204. In giurisprudenza, nel senso dell'applicazione della postergazione anche ai finanziamenti concessi dai soci imprenditori di s.p.a. non eterodirette, oltre a Cass., 20 giugno 2018, n. 16291, cit., si veda ad es. Cass., 7 luglio 2015, n. 14056, ad es. in *BBTC*, 2015, II, pp. 409 ss., con nota di CASPANI, *Postergazione dei finanziamenti dei soci e tipi sociali*; Trib. Venezia, 8 marzo 2011 e Trib. Udine, 3 marzo 2009, entrambe in *BBTC*, 2012, II, pp. 223 ss., spec. pp. 234 ss. (la prima) e pp. 237 ss. (la seconda), con nota di BALP, *Questioni in tema*

Dunque, si tratta di capire se – e in caso di risposta affermativa, in quali termini – rispetto a questa tipologia di soci possa ammettersi una “deroga” alla APR.

#### **4.1. (segue) Il caso problematico**

Più precisamente, il caso oggetto di discussione è il seguente: (i) la proposta concordataria non ottiene il consenso di tutte le classi di creditori; (ii) la proposta non prevede che i vecchi soci ricevano valore (in termini di conservazione delle partecipazioni sociali nella società riorganizzata o di assegnazione delle partecipazioni di nuova emissione) in virtù dell’apporto (anche da parte di terzi) di finanza esterna; (iii) i vecchi soci non (ri)acquistano le partecipazioni (oppure non acquistano le partecipazioni di nuova emissione) nella società riorganizzata effettuando nuovi conferimenti; (iv) non siamo in un caso in cui opera la tecnica del *gifting* (v) il coinvolgimento dei vecchi soci nella ristrutturazione concordataria attraverso l’assegnazione agli stessi di tutte o parte delle partecipazioni nella società riorganizzata consente di massimizzare il valore a disposizione del ceto creditorio o è comunque funzionale alla attuazione di quel determinato piano. Il quesito al quale si cerca di dare una risposta è se – e, in caso di risposta affermativa, a quali condizioni – una tale proposta non sia in ogni caso suscettibile di essere omologata (in quanto derogatoria della APR) oppure se possano essere individuati degli spazi per una sua eventuale omologazione.

Ora, in relazione ad un caso come questo si potrebbe ritenere che: (i) se i vecchi soci sono così fondamentali per il successo della ristrutturazione, allora tutte le classi di creditori dovrebbero essere d’accordo (con il voto favorevole al piano) nel consentire loro di mantenere almeno una parte delle partecipazioni nella società riorganizzata; oppure (ii) almeno una classe *senior* dovrebbe essere disposta, sfruttando la tecnica del *gifting* (in ipotesi, ammissibile), a devolvere parte della sua quota di (plus)valore ai soci (pur saltando una classe intermedia). Senonché, ciò non è sempre suscettibile di verificarsi. Infatti, le varie classi di creditori potrebbero

---

*di postergazione ex artt. 2467 e 2497-quinquies c.c. Contra*, nel senso di negare la postergazione dei finanziamenti anomali dei soci nelle s.p.a. non eterodirette, cfr. ad es. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 1087; DE FERRA, *La postergazione del credito del socio finanziatore*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 196.; RIVOLTA, *La società per azioni e l’esercizio di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 653 s. In giurisprudenza, in senso contrario all’applicabilità della postergazione alla s.p.a. non eterodiretta, si veda ad es. Trib. Milano, 16 novembre 2017, n. 11552, in *Riv. not.*, 2018, II, pp. 824 ss., spec. pp. 828 ss. con nota di RUOTOLO, BOGGIALI, cit.

non essere informate a sufficienza circa il potenziale contributo dei soci alla ristrutturazione oppure potrebbero esercitare un comportamento di *hold out*.

Per verificare se esistano degli spazi per derogare alla APR occorre allora interrogarsi sulla *ratio* e sulla natura di questo principio. Come si è visto *supra*, la APR si qualifica come una *regola eteronoma di protezione* delle varie classi; essa entra in gioco quando la tecnica della autonomia esaurisce il suo ambito di applicazione, e cioè in presenza di classi dissenzienti. Si potrebbe allora ritenere che, in alcuni specifici casi, tale regola di *protezione* potrebbe essere derogata, a condizione che alla classe o alle classi dissenzienti sia assicurata un'altra forma di *protezione*, e cioè l'esercizio, da parte del giudice, di un sindacato nel merito della convenienza della proposta per la classe dissenziente (eterotutela). Tale sindacato nel merito dovrebbe essere diretto a verificare che la partecipazione dei vecchi soci alla riorganizzazione non sia opportunistica ma funzionale alla attuazione del piano e alla creazione di valore per il ceto creditorio, nonché proporzionata al contributo che essi sono in grado di apportare alla riorganizzazione. In questa prospettiva, il giudice potrebbe omologare una proposta concordataria che deroghi alla APR, laddove verifichi che (i) il contributo dei vecchi soci è idoneo a consentire l'attuazione di quel determinato piano e la creazione del *surplus* concordatario, (ii) il valore assegnato ai vecchi soci – anche in termini di conservazione delle loro partecipazioni originarie – è proporzionale al contributo che essi sono in grado di apportare alla riorganizzazione, (iii) la classe dissenziente, opponendosi ad una proposta che massimizza il valore a disposizione di tutti (compreso il suo), sta esercitando un comportamento di *hold out* (oppure, più in generale, ha votato in senso contrario al suo stesso interesse, presumibilmente perché poco informata). La legittimità della tesi sopra esposta trova conferma sul piano teorico alla luce delle considerazioni esposte nel paragrafo seguente, che esamina il rapporto fra valore dell'azienda e avviamento (soggettivo).

#### **4.1.1. Valore dell'azienda riorganizzata e imputabilità dell'avviamento**

Come noto, l'azienda, quale mezzo per esercitare l'attività d'impresa, di cui la società rappresenta una possibile forma di organizzazione (collettiva)<sup>567</sup>, non è solo

---

<sup>567</sup> E si veda ANGELICI, *Profili dell'impresa nel diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 239, per il quale “la società non è tanto intesa come modello (evidentemente soprattutto organizzativo) di impresa, quanto come modo in cui l'imprenditore, poiché collettivo, si organizza per lo svolgimento del suo ruolo nell'impresa”.

la somma dei beni e servizi predisposti ed organizzati (e quindi adoperati) per l'esercizio dell'impresa. Componente, per alcuni essenziale<sup>568</sup>, dell'azienda è anche l'avviamento<sup>569</sup>, definito come "l'attitudine di un'azienda a produrre utili che derivino o da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso, non hanno un valore autonomo, ovvero da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione delle risorse in un sistema efficiente"<sup>570</sup>.

Con riguardo all'avviamento, è nota la distinzione fra avviamento oggettivo, "inerente ai singoli elementi dell'azienda, alle loro qualità, alla loro organizzazione ed anche all'attività del fondatore in quanto permanentemente trasfusasi ed obbiettata nell'azienda"<sup>571</sup> ed avviamento soggettivo, che "deriva dalla persona e dall'attività del titolare ed è a lui indissolubilmente congiunto"<sup>572</sup>. Più propriamente, dal momento che non esistono tanti avviamenti ma un unico avviamento al quale sono riconducibili più cause, occorrerebbe parlare di

---

<sup>568</sup> Si veda ad es. SASSO, *Avviamento d'impresa*, in *Digesto disc. priv. sez. comm.*, II, Utet, 1987, p. 62.

<sup>569</sup> In generale, l'avviamento è destinato a rimanere inespresso in contabilità fino al trasferimento dell'azienda, nell'ambito del quale il maggior valore della stessa rispetto alla sommatoria dei valori dei singoli cespiti è espresso nella frazione del corrispettivo versato dall'acquirente a tale titolo. L'avviamento è ricompreso tra i beni immateriali, il cui valore, se acquisito a titolo oneroso (art. 2426, comma 1, n. 6, c.c.), è iscrivibile nell'attivo dello stato patrimoniale della società acquirente, previo consenso del collegio sindacale, con obbligo di ammortamento secondo la sua vita utile ovvero, nei casi eccezionali in cui non è possibile stimare tale periodo con esiti attendibili, in un lasso temporale non superiore a dieci anni, con adeguata motivazione della scelta sulla durata dell'ammortamento in sede di nota integrativa. Tutto ciò in virtù del principio della iscrivibilità all'attivo di beni o entità immateriali solo a fronte di un costo di acquisizione. In accoglimento di questo principio, si nega la possibilità di attribuire rilevanza alle potenzialità reddituali dell'impresa, in coerenza con la funzione del bilancio di determinazione del risultato dell'esercizio e non di quantificazione del valore aziendale. Nel sistema dei bilanci ancorati ai principi contabili internazionali, come in quelli da redigersi secondo i principi IAS/IFRS non può evidenziarsi alcun avviamento interno o autogenerato.

<sup>570</sup> Questa definizione è contenuta nell'OIC 24. In proposito si vedano anche, già, SRAFFA, *La locazione di un negozio e l'avviamento*, in *Studi di diritto commerciale*, Casa editrice libraria «fratelli Cammelli», 1907, pp. 115 ss.; VIVANTE, *La proprietà commerciale della clientela*, in *Riv. dir. comm.*, 1928, I, pp. 493 ss.; CARNELUTTI, *Valore giuridico della nozione della azienda commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, I, pp. 166 ss. ("[l']avviamento dell'azienda è qualcosa come la carica di un orologio"); ROTONDI, *Studi sull'avviamento*, I, in *Riv. dir. comm.*, 1928, I, p. 287; sotto il vigente codice, SASSO, *Avviamento*, cit., p. 59; BRONZINI, *Società di persone: liquidazione dell'avviamento e della quota*, in *Dir. fall.*, 1980, II, pp. 419 ss. Per una ricostruzione del concetto di avviamento nell'evoluzione del pensiero economico-aziendale si veda BIANCHI MARTINI, *Interpretazione del concetto di avviamento. Analisi dei principali orientamenti della dottrina italiana*, Giuffrè, 1996; GUATRI, *L'avviamento d'impresa. Un modello quantitativo per l'analisi e la misurazione del fenomeno*, Giuffrè, 1957; BORRÈ, *L'avviamento in aziende con carenza di reddito*, Giuffrè, 2008; CAPALDO, *L'azienda. Centro di produzione*, Giuffrè, 2013, pp. 364 ss.

<sup>571</sup> ROTONDI, *Studi*, cit., p. 290.

<sup>572</sup> ROTONDI, *Studi*, cit., p. 290.



avviamento imputabile al soggetto-imprenditore (avviamento soggettivo) ed avviamento imputabile alla azienda, in quanto oggettivizzato nella stessa (avviamento oggettivo)<sup>573</sup>.

Nello specifico, il fatto che l'avviamento sia imputabile all'imprenditore o all'azienda discende dalla rilevanza della attività del primo in relazione alla seconda. Infatti, non in tutte le imprese l'attività dell'imprenditore ha la stessa consistenza. Se, da un lato, “non vi è possibilità d'impresa senza attività di scelte (col conseguente rischio che queste scelte siano felici o meno, e quindi incidano in senso positivo o negativo sulla realizzazione del profitto), dall'altro può anche darsi che le scelte ricorrenti siano particolarmente facili o che le stesse siano affidate ai collaboratori”<sup>574</sup>; in quest'ultima ipotesi, la scelta iniziale da parte dell'imprenditore di dotarsi di collaboratori fa sì che anche l'attività, in quanto svolta da questi ultimi, si obbiettivizzi, cioè diventi parte del complesso aziendale, pur essendo imputata all'imprenditore. Può darsi, ancora, che i rapporti coi clienti dipendano non tanto dalla persona dell'imprenditore, quanto dagli elementi aziendali (ad esempio, dall'ubicazione dell'edificio in cui viene svolta l'attività d'impresa; dalla qualità dei prodotti, che a loro volta dipendono dall'abilità della manodopera o dei dirigenti; dalle invenzioni e dai procedimenti per realizzare i prodotti; dalle materie prime utilizzate; da un sistema di pubblicità accuratamente predisposto, da efficaci segni distintivi).

Peraltro, mentre l'avviamento oggettivo è senz'altro trasferibile e contribuisce a determinare il valore di alienazione dell'azienda, non altrettanto può affermarsi con riguardo all'avviamento soggettivo. Quest'ultimo, infatti, o non è affatto suscettibile di essere trasferito – perché dipendente dalle qualità personalissime

---

<sup>573</sup> Per la distinzione tra avviamento oggettivo e soggettivo oltre a ROTONDI, *Studi*, cit., pp. 290 s. (che richiama la corrispondente distinzione nella tradizione anglosassone fra *real goodwill* e *personal goodwill*), si vedano VALERI, *Avviamento di azienda*, in *Nuovo dig. it.*, Utet, 1937-1940, p. 40; RIVOLTA, *Avviamento dell'azienda sociale e liquidazione della quota nelle società di persone*, in *Riv. dir. comm.*, 1966, I, pp. 114 s.; G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Utet, 1976, pp. 196 s. (“l'avviamento ha un *fondamento soggettivo*, in quanto è inerente alle capacità dell'imprenditore, e un *fondamento oggettivo*, in quanto è inerente agli elementi dell'azienda e talora anche alla particolare situazione locale in cui l'attività si esplica”, enfasi dell'Autore); AULETTA, *Avviamento*, voce [IV, 1959], in *Enc. dir.*, che ho potuto consultare solo nella versione (integrale) *online* presente nella banca dati *DeJure*, giusti gli impedimenti dovuti allo scoppio della pandemia da Covid-19; NIEDDU ARRICA, *Avviamento e liquidazione della quota nelle società di persone*, nota a Cass., 8 ottobre 2018, n. 24769, in *Giur. comm.*, 2020, II, p. 68.

<sup>574</sup> AULETTA, *Avviamento*, op. cit.

dell'imprenditore – oppure, per essere trasferito insieme con l'azienda, richiede una attività ulteriore da parte dell'imprenditore<sup>575</sup>.

Si pensi, ad esempio, a quella componente dell'avviamento che dipende dalla clientela o dai fornitori. Talvolta tale avviamento è imputabile all'azienda in quanto tale (perché, ad esempio, la clientela dipende dall'ubicazione del locale o dalla proprietà di un'invenzione o dalle qualità dei dipendenti) e si qualifica, pertanto, come avviamento oggettivo. Altre volte, la clientela è tale da seguire (in tutto o in parte) l'imprenditore, se questi, alienata l'azienda, continuasse l'impresa con un'altra azienda; ciò, sia per la conoscenza che l'imprenditore potrebbe avere di clienti e fornitori, essendo in condizioni di attirare gli stessi, utilizzando le loro abitudini, i loro gusti, le loro preferenze, sia per il rapporto di fiducia che potrebbe legare la clientela all'imprenditore. In tali ipotesi il conseguente avviamento (soggettivo) è sì trasferibile, ma per trasferire lo stesso non basta trasferire l'azienda; è necessario, inoltre, che l'alienante si astenga, per un certo periodo, dal fare concorrenza all'impresa costituita dall'acquirente con l'azienda alienata<sup>576</sup> e che, più in generale, collabori attivamente per assicurare la permanenza della clientela nella stessa.

Ora, si è soliti dire che le procedure concorsuali trovino una giustificazione sul piano teorico in quanto sono idonee ad attuare il trasferimento dell'impresa-organismo ai creditori sociali (che ne diventano i proprietari in senso economico)<sup>577</sup>. Si è anche visto che la riorganizzazione societaria attuata attraverso un piano di ristrutturazione (piano di concordato preventivo con continuità aziendale, *restructuring plan*, *reorganization plan*) è tradizionalmente concepita come una "ipotetica vendita" della società da riorganizzare ai creditori<sup>578</sup>. La società non è alienata sul mercato al migliore offerente ma è "virtualmente" alienata ai titolari di pretese nei confronti della stessa (come si è visto, lo stesso accade nel *bail in*<sup>579</sup>). In questo modo, come già osservato, si evita la dispersione di valore che

---

<sup>575</sup> ROTONDI, *Studi*, cit., p. 292 ("l'avviamento soggettivo, inerente alla persona del titolare è, come tale, praticamente e giuridicamente intrasmissibile, non potendosi far beneficiare il nuovo titolare dell'avviamento personale del suo autore se non indirettamente, attraverso la stipulazione di clausole di [non] concorrenza od obblighi di fare").

<sup>576</sup> Si veda l'art. 2557 c.c.

<sup>577</sup> STANGHELLINI, *Le crisi di impresa*, cit., pp. 49 ss.

<sup>578</sup> BAIRD, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, in *Journal of Legal Studies*, 15, 1986, p. 127.

<sup>579</sup> Si veda il § 4 del primo capitolo di questo lavoro.

discende dalla natura coattiva di qualsiasi vendita a terzi nell'ambito di una procedura concorsuale<sup>580</sup>.

Ebbene, se è certo che, nell'ambito di qualsiasi alienazione, e quindi anche della "vendita virtuale" suscettibile di essere realizzata attraverso una procedura concorsuale, i creditori hanno senz'altro diritto (al valore connesso) all'avviamento oggettivo imputabile all'azienda, non altrettanto vale per l'avviamento soggettivo, per sua natura intrasferibile (oppure, se trasferibile, come nel caso della clientela legata all'imprenditore, non suscettibile di essere trasferito indipendentemente da un comportamento attivo dell'imprenditore alienante). Ma se l'avviamento soggettivo è intrasferibile (nel senso sopra precisato), allora i creditori di una società assoggettata a una procedura concorsuale non hanno alcun diritto nei confronti dello stesso. Da ciò discende che, se i creditori (a maggioranza delle classi, secondo la disciplina prevista nel nostro ordinamento giuridico) intendono beneficiare di tale avviamento e includere i vecchi soci-imprenditori nella riorganizzazione anche a fronte del dissenso di una classe di creditori non pienamente soddisfatta, a questi ultimi (*i.e.*, ai vecchi soci) potrebbe legittimamente essere assegnato un qualche valore nella società riorganizzata in virtù del riconoscimento che parte dell'avviamento dell'azienda è imputabile ad essi.

Si pensi, ad esempio, a quella componente dell'avviamento rappresentata dalla clientela, la quale potrebbe dipendere dalla persona dell'imprenditore (si pensi al socio-amministratore di s.r.l.). Come già visto, perché l'acquirente dell'azienda possa realmente beneficiarne, non basta il trasferimento dell'azienda, ma occorre anche (quantomeno) che l'imprenditore si astenga dal compiere atti di concorrenza in applicazione dell'art. 2557 c.c. Ora, per affermare che i creditori di una società riorganizzata attraverso un concordato preventivo in continuità, il cui effetto sia l'estromissione dei vecchi soci dalla compagine societaria, abbiano un pieno diritto al valore discendente dall'esistenza di una clientela direttamente connessa alle persone dei soci originari, occorrerebbe ritenere (quantomeno) che a questi ultimi si applichi l'art. 2557 c.c., relativo al divieto di concorrenza in caso di alienazione di azienda; ciò, tuttavia, seppur è stato prospettato in caso di cessione di quote di s.r.l.<sup>581</sup>, non pare concepibile in caso di diluizione ed estromissione dei soci originari per effetto di una proposta concordataria acquisitiva. Peraltro, non occorre

---

<sup>580</sup> Si veda il § 4 del primo capitolo di questo lavoro.

<sup>581</sup> Cass., 20 gennaio 1997, n. 549, ad es., in *Giust. civ.*, 1997, pp. 1289 ss., con nota di L. ALBERTINI, *Cessione di quote sociali e divieto di concorrenza ex art. 2557 c.c.*

qui affrontare il tema se possa ricostruirsi in via interpretativa, alla luce del principio di buona fede, un obbligo di non concorrenza del socio estromesso di società in concordato, in quanto, quand'anche quest'obbligo fosse configurabile, non si potrebbe di certo obbligare detto socio, in assenza di incentivi, a adoperarsi attivamente affinché la clientela a lui (in ipotesi) legata permanga nella società riorganizzata. Ed allora, delle due l'una: o si ammette che i vecchi soci-imprenditori possano partecipare alla riorganizzazione in misura proporzionale al loro contributo (in questo caso, il valore connesso alla permanenza della clientela nella azienda), così da massimizzare (o consentire la creazione de) il valore a disposizione del ceto creditorio, oppure, in applicazione della rigida APR, li si estromette con compromissione del possibile risultato positivo del tentativo di riorganizzazione (i soci-imprenditori estromessi "porteranno via" la clientela).

Si pensi anche al caso in cui i vecchi soci-amministratori siano titolari di un patrimonio di conoscenze (in termini di conoscenza del mercato di riferimento e delle tecniche necessarie per condurre l'attività sociale) che li rende gli unici soggetti in grado di gestire quella determinata società. Anche in questo caso, i soci-amministratori potrebbero conservare parte del valore della società riorganizzata – sottoforma di mantenimento delle vecchie partecipazioni o di assegnazione di quelle di nuova emissione nella stessa o in altra società – nonostante il dissenso di una o più classi di creditori a fronte del contributo in termini di competenze manageriali che essi apportano alla ristrutturazione.

Alla luce delle considerazioni appena esposte, sembra corretto ritenere che ai vecchi soci-imprenditori possa legittimamente essere attribuito un qualche valore economico nell'impresa riorganizzata attraverso una proposta concordataria non pienamente soddisfattiva delle ragioni creditorie e non accettata da una o più classi di creditori, nella misura in cui questo corrisponda alla parte di avviamento (soggettivo) imputabile ad essi (se esistente). Il tutto, ovviamente, sotto lo stretto controllo del giudice che, in presenza di una proposta derogatoria della APR rigettata da una o più classi di creditori, dovrebbe verificare che il valore assegnato ai soci originari secondo le disposizioni del piano trovi la sua giustificazione in (e sia proporzionato a) quella componente dell'avviamento (soggettivo) che essi sono in grado di generare<sup>582</sup>.

---

<sup>582</sup> Si veda il successivo § 4.1.3 per quanto riguarda il tema dell'onere della prova.

A questo punto, occorre effettuare una precisazione. Ovviamente, il coinvolgimento dei vecchi soci nella riorganizzazione dipende in prima battuta dalla scelta di chi formula la proposta ed il piano e, poi, dalla circostanza che la proposta incontri il favore della maggioranza delle classi (secondo la disciplina prevista nel nostro ordinamento). In altre parole, è chi avanza la proposta che decide di avvalersi del possibile contributo dei vecchi soci in termini di mantenimento dell'“avviamento soggettivo” a loro imputabile. Il proponente potrebbe, tuttavia, anche decidere di non avvalersene affatto. Ciò a conferma del fatto che i vecchi soci non hanno alcun diritto di essere coinvolti nella riorganizzazione in virtù della possibile esistenza di un avviamento soggettivo loro imputabile. Come già anticipato, quando il patrimonio della società è incapiente, la proprietà della stessa passa (in senso economico) ai creditori e sono loro a decidere come disporre di quel patrimonio. I vecchi soci avranno un diritto ad essere coinvolti nella riorganizzazione solo nella misura in cui ciò sia previsto nella proposta (votata dalla maggioranza delle classi) e a condizione che il giudice accerti che il loro coinvolgimento corrisponda a quella parte di avviamento (soggettivo) loro imputabile. Da quanto appena osservato emerge con forza la rilevanza dell'istituto delle proposte concorrenti in questa materia. Prima, però, di analizzare l'impatto di questo istituto rispetto alla questione oggetto di analisi in queste pagine, occorre effettuare una ulteriore precisazione.

#### **4.1.2. Sulla definizione di valore di riorganizzazione**

Quanto argomentato nel paragrafo precedente è, invero, espressione di un principio più generale, che trova conferma anche in alcuni dati di diritto positivo (artt. 182-*quinquies*, comma 5, l. fall. e 100 CCII). Secondo questo principio, il valore di riorganizzazione (o (plus)valore concordatario) da distribuire ai vari titolari di pretese anteriori nei confronti del patrimonio del debitore andrebbe determinato sottraendo dal valore totale ricavabile dal piano (così come stimato dal proponente e oggetto di attestazione da parte del professionista) il valore che deve essere attribuito ad altri soggetti per poter attuare *quel determinato* piano e per poter realizzare *proprio quel valore*<sup>583</sup>. Si pensi nuovamente al caso della clientela collegata alla persona del socio-imprenditore. La permanenza di tale clientela nell'azienda potrà essere, a seconda dei casi, imprescindibile per l'implementazione del piano concordatario (perché senza quella particolare clientela l'azienda non può

---

<sup>583</sup> TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings*, cit., p. 111.

creare profitto<sup>584</sup>) oppure semplicemente funzionale alla sua positiva realizzazione (nel senso che il piano potrebbe avere successo anche senza la permanenza della clientela, ma sarebbe suscettibile di generare un minor valore). In questo caso, il valore di riorganizzazione del quale i creditori sono titolari andrebbe calcolato sottraendo al valore totale ricavabile dal piano il valore che deve essere attribuito ai vecchi soci per assicurarsi la permanenza della clientela nell'azienda (oppure la loro collaborazione). Tale valore potrà essere distribuito liberamente (ai soci-imprenditori), così come è liberamente distribuibile il valore ricavabile dagli apporti di finanza esterna necessari per l'implementazione del piano.

Il principio sopra enunciato (il valore al quale i creditori hanno diritto è tutto il (plus)valore ricavabile da quel determinato piano<sup>585</sup> meno il valore che deve essere assegnato ad alcuni soggetti per poter generare o mantenere quel determinato valore<sup>586</sup>) trova conferma, ad esempio, nella disciplina relativa alla “autorizzazione al pagamento dei crediti pregressi” di cui agli artt. 182-*quinquies*, comma 5, l. fall. e 100 CCII. In base a questa disciplina, quando è prevista la continuazione dell'attività aziendale, il tribunale, su richiesta del debitore proponente, può autorizzare il pagamento di crediti anteriori per prestazioni di beni o servizi essenziali per la prosecuzione dell'attività e funzionali ad assicurare la migliore soddisfazione dei creditori. La disposizione, evidentemente, autorizza un *vulnus* al principio della *par condicio creditorum*, *vulnus* giustificato dalla opportunità di consentire al debitore di indurre i fornitori strategici di beni o servizi indispensabili per la continuazione dell'impresa a aderire alla richiesta di ulteriori forniture, con la prospettiva di ottenere anche l'immediato e integrale pagamento di quelle pregresse<sup>587</sup>. Questa disciplina rappresenta una indicazione di sistema nel senso

---

<sup>584</sup> E dunque il piano che non prevedesse il coinvolgimento dei vecchi soci non sarebbe (economicamente) fattibile.

<sup>585</sup> Così come stimato dall'attestatore.

<sup>586</sup> Sul punto cfr. TOLLENAAR, *Pre-Insolvency Proceedings*, cit., p. 111 (“*To determine the reorganization value, one must deduct from the total enterprise value of the business post restructuring the payments that need to be made and the interests that need to be granted (to others than those entitled to the existing value) in order to be able to actually realize the reorganization value*”).

<sup>587</sup> Sul fatto che la disciplina del pagamento dei crediti anteriori introduca una eccezione al principio della *par condicio* si veda, ad es., IRACE, *Disposizioni in tema di finanziamento e di continuità aziendale nel concordato preventivo e negli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, a cura di Nigro, Sandulli e Santoro, Giappichelli, 2014, sub art. 182-*quinquies*, p. 471. Sul tema si veda, in generale, ABETE, *Il pagamento dei debiti anteriori nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2013, pp. 1108 ss.

È interessante notare come nel sistema statunitense il risultato conseguibile nell'ordinamento italiano utilizzando la disposizione di cui all'art. 182-*quinquies* l. fall. (art. 100 CCII) può essere raggiunto attraverso i c.d. “*first-day orders*” oppure “*first-day motions*”. Si tratta di richieste formali

che, in presenza di prestazioni necessarie alla realizzazione del (plus)valore concordatario, dal valore totale da distribuire al ceto creditorio (il valore di riorganizzazione) vanno dedotti quei valori necessari alla sua realizzazione, i quali verranno pagati in deroga all'ordine gerarchico delle priorità (sia in senso verticale che in senso orizzontale). Tutto ciò, ancora una volta, sotto lo stretto controllo del giudice, che verifica che la deroga alle regole di ripartizione dell'attivo trovino una giustificazione nell'esigenza di massimizzare il valore a disposizione del ceto creditorio<sup>588</sup>.

A conferma di quanto argomentato sinora, si pensi al caso di una piccola s.r.l. insolvente i cui creditori siano il fisco, di rango privilegiato, per 50 (classe *senior*), e alcuni creditori chirografari, suddivisi in due classi, con una pretesa di 20 ciascuna (classi *juniores*). Il valore di liquidazione della s.r.l. è pari a 40. Il valore totale della società debitrice dopo la ristrutturazione in uno scenario in cui i due soci-imprenditori rimangono coinvolti è pari a 90. Di questo valore (90) si calcola che, senza un contributo attivo dei soci-imprenditori, la clientela possa diminuire con una perdita pari a 30. Su questa base, il valore di riorganizzazione al netto del "contributo" dei vecchi soci è pari solo a 60. Il debitore-società propone un piano che prevede che i due soci-imprenditori rimangano pienamente coinvolti nella società. In base ai termini della proposta, alla classe *senior* viene offerto un pagamento dilazionato con un importo nominale pari a 40 e interessi al tasso di mercato. Le due classi *juniores* ricevono un valore pari a 10 ciascuna, da pagarsi in breve tempo dopo l'omologazione. I due soci-imprenditori conservano il 100% del capitale (con un valore pari a 30).

Una delle due classi *juniores* vota contro la proposta sul presupposto che essa violi la APR. La proposta è tuttavia suscettibile di essere omologata in questo caso. Il valore di riorganizzazione distribuibile ai creditori anteriori è infatti pari solo a 60. Tale valore è stato distribuito integralmente ai creditori (classe *senior* e classi

---

rivolte alla corte di autorizzare il pagamento, in violazione dell'ordine gerarchico delle priorità, di crediti anteriori ad esempio di fornitori essenziali (c.d. "*critical vendors*") oppure di lavoratori strategici. I commentatori statunitensi spiegano che "[t]he idea behind permitting these priority-violating distributions is that they are needed to enhance the chances of a successful reorganization (LANDRY, *Enhancing Rescue*, cit., p. 256). In giurisprudenza, si veda, ad es., la decisione *In re Pioneer Health Servs., Inc.*, 570 B.R. 228, 232 (Bankr. S.D. Miss. 2017). Dopo la nota decisione *Jevic (Czyzewski v. Jevic Holding Corp.)*, 137 S. Ct. 973 (2017) la approvazione, da parte della corte, dei "*first-day orders*" è soggetta alla prova dell'esistenza di una "*significant offsetting bankruptcy-related justification*".

<sup>588</sup> Non a caso, il pagamento dei crediti anteriori in deroga alla *par condicio* deve essere autorizzato dal tribunale sulla base di una attestazione redatta da un professionista.

*juniores*). Il valore (30) che i soci-imprenditori ricevono sulla base delle disposizioni del piano rappresenta il valore del loro futuro coinvolgimento nella società. Senza il loro coinvolgimento, il valore totale a disposizione del ceto creditorio non sarebbe 90, ma solo 60.

#### **4.1.3. Sull'onere di motivazione**

Sul piano della procedura, al fine di verificare l'esistenza delle condizioni per omologare una proposta concordataria non pienamente soddisfattiva delle ragioni creditorie la quale consenta ai vecchi soci di partecipare al valore discendente dalla riorganizzazione della società nonostante il dissenso di una o più classi di creditori, sono immaginabili due distinti percorsi.

Il primo percorso prevede uno specifico *onere di motivazione*<sup>589</sup> in capo al proponente che presenti una proposta che consenta ai vecchi soci di mantenere almeno una parte del valore dell'impresa in concordato (in termini di conservazione delle quote o azioni nella società riorganizzata oppure di assegnazione di quelle di nuova emissione) nonostante una non integrale soddisfazione dei creditori (e il dissenso di una o più classi di voto)<sup>590</sup>. Più in particolare, il proponente, con la presentazione del piano e dei documenti ai sensi dell'art. 161 l. fall. (art. 87 CCII), dovrebbe spiegare le ragioni per le quali la partecipazione al piano di concordato dei vecchi soci è necessaria ai fini della ristrutturazione o comunque funzionale alla implementazione di quel determinato piano, nonché proporzionata all'entità del contributo dei soci alla riorganizzazione stessa. In altre parole, già con la presentazione del piano e dei documenti allegati occorrerebbe individuare il valore aggiunto (che corrisponde, allora, a quello che prima si è definito avviamento soggettivo) che la permanenza dei vecchi soci nella società riorganizzata consente di apportare rispetto al valore complessivamente ricavabile dal piano; tale valore emergerebbe nell'ambito della "analitica individuazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura" (art. 87, comma 1, lett. g), CCII). Senza volersi addentrare nel tema specifico delle modalità di redazione delle attestazioni concordatarie, si può addirittura arrivare a ritenere che tale valore aggiunto debba in qualche modo

---

<sup>589</sup> Sulla struttura, sulla funzione e sulla rilevanza della motivazione nel nostro ordinamento giuridico, in particolare quello societario, si veda SCANO, *La motivazione delle decisioni nelle società di capitali*, Giuffrè, 2018.

<sup>590</sup> Di solito, evidentemente, si tratta del piano presentato dal debitore-società.



emergere anche nell'ambito della relazione del professionista che attesta "la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità" del piano (artt. 161, comma 3, l. fall. e 87, comma 2, CCII). Dopotutto, per attestare la fattibilità *di quel determinato piano*, sembra che l'attestatore non possa esimersi dal valutare l'impatto che l'eventuale coinvolgimento dei vecchi soci avrebbe sul valore suscettibile di essere creato dallo stesso<sup>591</sup>. Qualora, poi, una o più classi di creditori votino in senso contrario alla proposta, tali ragioni andrebbero ribadite ed integrate nell'ambito del giudizio di omologazione (e delle memorie da presentare in quel giudizio), per provare al giudice che la deroga alla APR non è opportunistica ma funzionale alla implementazione del piano.

Con riguardo a questo primo profilo, potrebbe osservarsi che l'anticipazione al momento della presentazione della proposta e del piano delle ragioni per le quali è conveniente che i vecchi soci siano coinvolti nella ristrutturazione potrebbe complicare inutilmente la procedura. Da un lato, si potrebbe ritenere che i creditori siano in grado di decidere in autonomia se il coinvolgimento dei vecchi soci sia conveniente o non ai fini della attuazione del piano. Dall'altro lato, al di là della funzione informativa, l'anticipazione dell'onere di motivazione già al momento della presentazione della proposta e del piano potrebbe risultare inutile in quanto la circostanza che i vecchi soci partecipino al (plus)valore dell'impresa riorganizzata non rileva in caso di consenso di tutte le classi. Allora, secondo un percorso alternativo, potrebbe ritenersi che l'onere di motivazione entri in gioco solo nell'ambito del giudizio di omologazione, quando una o più classi di creditori hanno votato in senso contrario alla proposta e il giudice deve valutare la regolarità della procedura. In quel caso, nell'ambito delle memorie da depositare prima dell'udienza di omologazione, avvalendosi anche dei mezzi istruttori necessari, il proponente dovrebbe indicare le ragioni del coinvolgimento dei vecchi soci nonostante il non pieno soddisfacimento di una classe dissenziente di creditori. Se,

---

<sup>591</sup> E si veda quanto osservato da GUATRI, UCKMAR, *Linee guida*, cit., pp. 165-167 ("[l]e previsioni di natura economica, patrimoniale e finanziaria dovranno essere focalizzate da un lato sulla gestione caratteristica, se questa procede; sui risultati delle altre operazioni in programma e sugli effetti complessivi per i creditori, sulla cui base sono formulate le proposte nei loro confronti"; "[c]on riguardo ai rischi, è certamente utile un'analisi di sensibilità, in relazione alle variabili più aleatorie, come pure un'analisi per scenari, che tenga conto delle possibili combinazioni di eventi"; e, ancora, "[l]a nozione di «fattibilità» del piano del resto è piuttosto ampia, non essendo legata alla misura dei risultati ma solo al conseguimento dell'obiettivo generale di «assicurare la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma». Nondimeno, un operatore razionale non può decidere in assenza di indicazioni affidabili sui possibili risultati e senza una valutazione del grado di rischio a questi associabile").

all'esito del giudizio, il giudice si convincerà che il coinvolgimento dei vecchi soci nella riorganizzazione è dovuto a quella componente del valore dell'azienda riconducibile all'avviamento soggettivo (ed è ad esso proporzionato), allora potrà omologare la proposta; altrimenti la respingerà.

Quanto esposto in questi paragrafi potrebbe risultare, secondo alcuni, macchinoso ed eccessivamente complicato. Tuttavia, il legislatore ha di recente integrato il sistema con uno strumento di riequilibrio la cui importanza in punto di distribuzione del valore generato attraverso il concordato non può essere sottovalutata.

#### **4.2. L'impatto della concorrenza come forma integrativa di tutela**

Come già anticipato nel § 5.1 del primo capitolo di questo lavoro, grazie all'istituto delle proposte concorrenti, si è superato il monopolio del debitore<sup>592</sup> nella formulazione della proposta e nella presentazione del piano<sup>593</sup>. In particolare, i creditori che soddisfano i requisiti richiesti dall'art. 163, commi 4 e 5, 1. fall. (art. 90 CCII) possono oggi presentare proposte concorrenti di concordato preventivo, le quali, a seguito della votazione dei creditori, potrebbero prevalere rispetto alla proposta del debitore. Nel nuovo sistema, dunque, la proposta concorrente (c.d. "esterna", perché non proveniente dal debitore) si innesta su quella del debitore divenendo, ove approvata a maggioranza, oggetto dell'omologazione e della successiva fase esecutiva. In questo modo il debitore è costretto a competere con

---

<sup>592</sup> Occorre sin da subito notare che il superamento del monopolio del debitore è in realtà soltanto parziale in quanto, anche nel nuovo sistema, il debitore mantiene la legittimazione esclusiva a proporre la domanda di concordato preventivo. In sostanza, al terzo che soddisfa i requisiti di legge è consentito sì innestare la propria iniziativa sulla preventiva domanda del debitore, ma non anche proporre direttamente la domanda, come da alcuni era stato – condivisibilmente – suggerito (JORIO, *La riforma fallimentare: pregi e carenze delle nuove regole*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 712) e come era stato proposto dalla Commissione Rordorf. Lo schema di disegno di legge delega recante "Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza", elaborato dalla Commissione ministeriale istituita dal Ministro della Giustizia con Decreto 28 gennaio 2015 (e successive integrazioni) prevedeva infatti all'art. 6, comma 1, lett. b) "la legittimazione del terzo a promuovere il procedimento nei confronti del debitore che versi in stato di insolvenza, nel rispetto del principio del contraddittorio e con adozione di adeguati strumenti di tutela del debitore medesimo, nonché di misure dirette a prevenire condotte abusive". Quest'ultimo inciso è stato poi eliminato nei lavori parlamentari e il CCII non contiene alcuna indicazione a riguardo.

<sup>593</sup> Ciò, in linea con alcuni ordinamenti stranieri, ad esempio il sistema tedesco e quello francese (oltre a quello statunitense). Con riguardo al sistema tedesco, ai sensi dell'art. 218 *InsO*, l'*Insolvenzplan* può essere predisposto anche dall'*Insolvenzverwalter* (curatore). In Francia, dal 2014 l'art. L626-30-2 del *Code de Commerce* consente ai componenti di un *comité de créanciers* di predisporre un piano destinato a competere con quello del debitore nell'ambito della *procédure de sauvegarde*; anche nell'ambito della procedura di *redressement judiciaire* il piano elaborato dall'*administrateur* con la collaborazione del debitore può entrare in competizione con quello proposto dai componenti di un *comité de créanciers* (art. L631-19 *Code de Commerce*).

proposte di concordato alternative e idonee a porre in discussione l'assetto da lui immaginato per la risoluzione della crisi dell'impresa, essendovi persino la possibilità di ripensare l'alternativa di fondo tra continuità aziendale e liquidazione del patrimonio<sup>594</sup>. Peraltro, qualora il debitore abbia la forma di s.p.a. o s.r.l., la proposta concorrente potrebbe prevedere un aumento di capitale della società con esclusione o limitazione del diritto di opzione<sup>595</sup> che potrebbe risultare in una diluizione o estromissione forzata dei vecchi soci dalla compagine societaria (artt. 163, comma 5, l. fall. e 90, comma 6, CCII)<sup>596</sup>. In questo modo, il proponente ha la possibilità di intaccare non solo il perimetro oggettivo del patrimonio del debitore, ma anche quello soggettivo<sup>597</sup>. Come già anticipato, tale potere si fonda sulla premessa teorica che considera la società in crisi (*i.e.*, la società incapace, anche in una dimensione prospettica, di pagare integralmente tutti i suoi creditori alle scadenze pattuite) come un “*bankruptcy asset*” e i creditori sociali come i “proprietari sostanziali” dell'impresa<sup>598</sup>.

---

<sup>594</sup> AIELLO, *La competitività*, cit., p. 76; RANIELI, *Prove di contendibilità*, cit., pp. 163 s. *Contra*, SABATELLI, *Appunti sul concordato preventivo dopo la legge di conversione del d.l. n. 183/2015*, in *Crisi d'impresa e fallimento*, 2015, pp. 25 s., consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

Inoltre, sulla base della disciplina delle offerte concorrenti (art. 163-*bis* l. fall.; art. 91 CCII) il debitore non è libero di effettuare a priori una libera selezione degli acquirenti dei beni ricompresi nel patrimonio responsabile. Infatti, i compratori devono essere obbligatoriamente individuati sulla base di procedure competitive tese a far emergere la migliore offerta, con la specificazione che la preferenza si accorda alla prospettazione in grado di assicurare il più alto introito anche alla luce dei tempi di realizzazione e quindi, la massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio, indipendentemente dagli interessi del debitore.

<sup>595</sup> Ai fini del discorso qui svolto, non c'è bisogno in questa sede di prendere posizione sul tema se gli artt. 163, comma 5, l. fall. e 90, comma 6, CCII siano norme idonee a derogare al regime societario con la conseguenza che non sarebbe necessario subordinare la limitazione o l'esclusione del diritto di opzione al positivo riscontro dei requisiti di cui agli artt. 2441 e 2481-*bis* c.c. Sul punto si vedano D'ATTORRE, *Le proposte*, cit., pp. 1169 s.; PEZZANO, RATTI, *Il processo delle proposte concorrenti: ammissione, perfezionamento ed attuazione*, in *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria*, cit., p. 312, i quali fanno riferimento a “una sottospecie specificativa dell'art. 2441, co. 5°, c.c.”; GUIDOTTI, *Misure urgenti in materia fallimentare (d.l. 27 giugno 2015, n. 83): le modifiche alla disciplina del fallimento e le disposizioni dettate in tema di proposte concorrenti*, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), p. 14, ove si fa riferimento ad “una nuova causa di esclusione (o limitazione) del diritto di opzione”; dubita della portata derogatoria dell'art. 163, comma 5, l. fall. A. ROSSI, *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria*, cit., pp. 303 s.

<sup>596</sup> Sul tema, fra i molti, IPPOLITO, *Proposte concordatarie concorrenti e aumento di capitale*, in *Società*, 2019, pp. 327 ss.

<sup>597</sup> Il piano del terzo può liberamente modulare l'entità e le modalità della ricapitalizzazione (con esclusione del diritto di opzione), la quale può avvenire attraverso nuovi conferimenti oppure attraverso la conversione dei crediti in capitale.

<sup>598</sup> GUERRERA, *L'esecuzione “forzata” del concordato preventivo*, cit., p. 408; Sul punto anche STANGHELLINI, *Verso uno statuto*, cit., p. 75, che osserva come “la società di capitali in crisi è divenuta un *asset* a disposizione dei creditori, un vestito che aspetta di essere indossato da chi, in concreto, risulterà averne diritto all'esito del processo di ristrutturazione”.

In questa sede, non occorre soffermarsi sulle innumerevoli questioni interpretative sorte con riguardo a questo istituto, ma è sufficiente concentrare l'attenzione su due principali profili.

In primo luogo, dalla analisi della disciplina in materia di esecuzione del concordato (artt. 185 l. fall. e 118 CCII) emerge uno specifico dovere del debitore di dare esecuzione alla proposta che risulta approvata dai creditori (e omologata dal giudice), a prescindere da chi la abbia presentata. E così, il debitore risulta obbligato ad eseguire qualsiasi proposta risulti "vincitrice" a seguito della votazione dei creditori; qualora non adempia, è previsto un meccanismo di esecuzione coattiva grazie ai penetranti poteri che il tribunale può conferire al commissario giudiziale e, se del caso, all'amministratore giudiziario all'uopo nominato (art. 87, commi 4, 5 e 6, CCII)<sup>599</sup>. Più in particolare, il debitore-società è obbligato a dare esecuzione anche a quella proposta concorrente che si traduce nella estromissione dei vecchi soci dalla compagine societaria e nella possibile sostituzione del *management* (c.d. proposta acquisitiva, ove il terzo mira a subentrare al debitore nella gestione attiva dell'insolvenza<sup>600</sup>).

In secondo luogo, così come il debitore gode di libertà nella predisposizione della proposta e del piano (la soddisfazione dei crediti e la ristrutturazione dei debiti può avvenire in "qualsiasi forma"), anche i creditori possono formulare qualsiasi tipologia di proposta concorrente. In particolare, essi potranno formulare proposte non solo acquisitive, con le quali mirano a sostituire il controllo sul debitore, ma anche proposte meramente modificative, con le quali si limitano ad apportare minori modifiche alla proposta e al piano già presentati dal debitore<sup>601</sup>. E così, se la proposta presentata dal debitore-società prevede che il *surplus* sia distribuito in maniera sproporzionata a favore dei vecchi soci, i creditori potranno formulare una proposta concorrente che abbia l'effetto di riequilibrare i criteri di allocazione di detto *surplus* (c.d. proposte modificative<sup>602</sup>).

---

<sup>599</sup> Sul punto si veda quanto osservato da GUERRERA, *L'esecuzione "forzata" del concordato preventivo*, cit., p. 406, che evidenzia come "il "nuovo" commissario giudiziale può essere dotato, appunto, di poteri gestionali prima ignoti, funzionali appunto all'esecuzione "forzata" del concordato e, prima ancora di essa, all'attuazione del piano".

<sup>600</sup> AIELLO, *La competitività*, cit., p. 31.

<sup>601</sup> Su queste ultime si veda RANIELI, *Prove di contendibilità*, cit., pp. 163 ss.

<sup>602</sup> Le proposte modificative sono definite, in generale, come quelle proposte che prevedono mere "variazioni all'impianto enucleato dall'imprenditore, incrementando il vantaggio per i creditori, ma lasciando comunque al debitore il compito di dare attuazione alla soluzione concordataria" (AIELLO, *La competitività*, cit., p. 31). Qui ci si potrebbe chiedere fino a che punto sia legittimo "costringere" il debitore, attraverso una proposta meramente modificativa, a eseguire un piano diverso (e per lui più oneroso) rispetto a quello da lui formulato. La questione richiederebbe maggiore

Ciò ha indotto alcuni a ritenere che, pur in assenza, nel nostro ordinamento concordatario, di una norma espressa come la APR, l'istituto delle proposte concorrenti possa fungere da punto di riequilibrio del sistema in quanto avrebbe l'effetto di limitare le condotte opportunistiche dei vari soggetti interessati (in quanto, ad esempio, se il debitore-società formulasse una proposta troppo favorevole ai soci, i creditori potrebbero formulare e far prevalere una controproposta che distribuisca il (plus)valore in modo più equilibrato)<sup>603</sup>. In questo senso, la concorrenza rappresenterebbe una forma di tutela alternativa a quella giudiziaria e più efficiente in quanto ispirata a dinamiche di mercato<sup>604</sup>. Ciò è senz'altro vero: l'introduzione dell'istituto rappresenta un passo avanti nel senso di una tutela "reale" ed "effettiva" dei creditori (*rectius*, del principio della massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio) in quanto, da un lato, il debitore è meno incentivato a formulare proposte eccessivamente penalizzanti per

---

approfondimento ma si può sin da subito rilevare come il punto attenga non tanto alla legittimità della coercizione del debitore rispetto all'attuazione di un piano da lui non voluto, quanto alla fattibilità di un piano che per essere eseguito richiede, in fatto, la collaborazione attiva del debitore, non sostituibile con quella del commissario *ex art.* 185, comma 2, l. fall., il quale tuttavia si rifiuta di collaborare. In questo caso il rischio è che il piano non sia fattibile e che quindi la proposta non possa essere omologata. In ogni modo, anche qualora il piano sia reputato fattibile e quindi la proposta omologata, a fronte di un debitore che non collabora quando ciò è strettamente necessario ai fini dell'esecuzione del piano (e la tutela specifica prevista dalla disciplina sull'esecuzione del concordato non giova) e questo può determinare l'inadempimento della proposta (per la diversità di conseguenze fra mera inattuazione del piano e inadempimento della proposta, si veda F. SACCHI, *Inattuazione del piano e inadempimento della proposta nel concordato preventivo*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, pp. 145 ss.), si applicheranno *ex post* le regole sulla risoluzione del concordato (art. 186 l. fall.). Sui problemi relativi all'esecuzione di un piano di concordato in continuità soggettiva si veda A. ROSSI, *L'esecuzione del concordato*, cit., *passim*. In generale, su alcuni aspetti dell'esecuzione del concordato in continuità, si vedano MAIOLINO, ZAMBOTTO, *La fase esecutiva del concordato preventivo in continuità: la posizione del debitore concordatario e i poteri degli organi della procedura*, in *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria*, cit., pp. 602 ss.

<sup>603</sup> FABIANI, *Appunti sulla responsabilità patrimoniale «dinamica»*, cit., p. 50, per il quale "il profitto della continuità è divenuto *contendibile*; se la continuità dell'attività può, davvero, generare ricchezza, non si deve più temere che le nuove risorse finiscano col premiare i vecchi soci, anche quando tutto ciò si risolva sempre in un vantaggio per i creditori, perché proprio i creditori sono in grado di organizzare una proposta con la quale prevedere una maggiore distribuzione di ricchezza fra tutti". Sul punto, si veda anche quanto osservato da AIELLO, *La competitività*, cit., p. 25: "per effetto della nuova disciplina, l'imprenditore che sottoponga ai propri creditori una soluzione subottimale sotto il profilo del loro soddisfacimento rischia di essere "scavalcato" dal mercato e di perdere il controllo della gestione della propria crisi (o della propria insolvenza); e l'intensità del rischio è direttamente proporzionale alla rilevanza dello squilibrio dell'impostazione originaria".

<sup>604</sup> AIELLO, *La competitività*, cit., pp. 21 ss.

i creditori<sup>605</sup> e, dall'altro, i creditori sono posti nella condizione di formulare (e far prevalere) la proposta che effettivamente massimizza il loro soddisfacimento<sup>606</sup>. Tuttavia, non bisogna pensare che, in presenza di proposte derogatorie dell'ordine gerarchico delle priorità, l'istituto delle proposte concorrenti sia da solo sufficiente a fornire adeguata tutela alle classi dissenzienti. Infatti, in primo luogo, la facoltà di presentare proposte concorrenti è riservata solo a creditori "qualificati" e cioè quei creditori che, da soli o insieme ad altri, in via originaria o tramite l'acquisto di crediti (anche successivamente alla presentazione della domanda), rappresentano almeno il dieci per cento dell'ammontare complessivo dei crediti indicati nella situazione patrimoniale allegata al ricorso del debitore<sup>607</sup>. In secondo luogo, i creditori "qualificati" potrebbero non trovarsi nelle condizioni di formulare consapevolmente una proposta alternativa di risoluzione della crisi del debitore, perché sono disorganizzati, poco informati<sup>608</sup> oppure apatici. In ogni modo, anche a prescindere dalle criticità appena sottolineate, il pericolo di comportamenti opportunistici continua ad esistere. Si pensi al caso in cui la proposta formulata dal debitore-società sia il risultato di un "accordo" opportunistico fra i soci e la maggioranza dei creditori (riuniti nella maggioranza delle classi), a scapito della minoranza dei creditori (riuniti nella minoranza delle classi). In questo caso,

---

<sup>605</sup> Come avveniva in passato ove "il timore del fallimento (e del sostanziale azzeramento di qualsiasi concreta *chance* di soddisfacimento che ne discende, quantomeno – secondo l'*id quod plerumque accidit* – per i creditori chirografari) era divenuto una potente arma di pressione nelle mani del debitore, talora spesa per far bere alla massa l'amaro calice di un assetto della soluzione della crisi (o dell'insolvenza) animato anzitutto dall'intento di proteggere gli interessi dello stesso imprenditore, che si limitava a offrire ai creditori un modesto *quid pluris* rispetto al fallimento, ampiamente inferiore al *quantum* che si sarebbe potuto ottenere in una transazione a condizioni "di mercato" (AIELLO, *La competitività*, cit., p. 23); sul punto si veda anche FABIANI, *L'ipertrofica legislazione concorsuale fra nostalgie del passato e incerte contaminazioni ideologiche*, in *Crisi d'impresa e fallimento*, 2015, p. 11, disponibile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>606</sup> AIELLO, *La competitività*, cit., pp. 8, 14.

<sup>607</sup> Il presupposto soggettivo appena indicato costituisce senz'altro una limitazione alle concrete possibilità di ricorrere alla competizione nel concordato preventivo. Sul punto, sono condivisibili le critiche mosse da PANZANI, *Introduzione*, cit., p. 33 (fermo restando la necessità di prevedere meccanismi per evitare che i creditori abusino della possibilità di presentare proposte concorrenti).

<sup>608</sup> Per formulare la proposta e il piano concorrente, il terzo potrà innanzitutto fondare le sue valutazioni sui documenti che il debitore è obbligato a depositare insieme alla proposta ed al piano e cioè i documenti menzionati all'art. 161, comma 2, lett. a), b), c) e d) e art. 39, commi 1 e 2, CCII. Inoltre, gli artt. 165, comma 3, l. fall. e 92, comma 3, CCII stabiliscono che, su richiesta di uno o più creditori, valutata la congruità della richiesta e previa assunzione di opportuni obblighi di riservatezza, il commissario giudiziale fornisce le informazioni utili per la presentazione delle proposte concorrenti. Sul punto, è opportuno notare la delicatezza del compito affidato al commissario giudiziale, il quale deve bilanciare il diritto dei terzi proponenti all'informazione e l'esigenza di riservatezza del debitore, soprattutto per evitare che certe informazioni vengano divulgate a concorrenti non realmente interessati a formulare una proposta concorrente. Peraltro, il commissario può fornire solo le informazioni che è in grado di procurarsi presso il debitore, il che postula che quest'ultimo collabori.

ammesso che i creditori deboli siano in grado di formulare una proposta concorrente (in effetti, l'esperienza applicativa delle proposte concorrenti è stata sin qui abbastanza deludente, nel senso che i casi di presentazione di proposte alternative sono stati assai scarsi<sup>609</sup>) che allochi le risorse disponibili in modo più equilibrato (a tal fine, la disciplina prevede che i creditori possano avvalersi dei documenti già depositati dal debitore, nonché della relazione del professionista depositata dal debitore, salvo integrazioni a seconda che la proposta sia più o meno affine a quella del debitore<sup>610</sup>), non è detto che tale proposta prevalga su quella formulata da debitore (anzi, in un caso come questo probabilmente non prevarrà). E, allora, è proprio qui che è necessario l'intervento del giudice a verifica che il (plus)valore concordatario sia distribuito conformemente ai principi indicati in questo lavoro. In questo senso, l'istituto delle proposte concorrenti può senz'altro *integrare* l'eterotutela fornita dal giudice, ma non sostituirla del tutto.

In particolare, dalla presentazione delle proposte concorrenti il giudice potrebbe, a seconda dei casi, ricavare elementi ulteriori per stabilire se il dissenso della classe rispetto alla proposta prevalsa a seguito della votazione è opportunistico (e quindi suscettibile di essere superato nel giudizio di omologazione) oppure no. Si pensi al caso in cui venga approvata dalla maggioranza dei creditori (in quasi tutte le classi) una proposta derogatoria della APR rispetto a una classe dissenziente che, per le sue caratteristiche (ad es., investitore finanziario, c.d. classe forte), era nelle condizioni di formulare una proposta concorrente (e non l'ha fatto). In un caso come questo, il giudice potrebbe ricavare anche dalla circostanza che la classe rimasta dissenziente rispetto alla proposta del debitore non abbia formulato alcuna proposta concorrente un elemento nel senso del carattere opportunistico (*hold out*) del dissenso di tale classe. Conseguentemente, in presenza degli altri elementi sopra indicati (la verifica che il contributo dei soci sia funzionale alla implementazione di quel determinato piano e che il valore ad essi assegnato sia proporzionato a detto contributo), potrebbe superare il dissenso (reputato opportunistico) della classe e omologare la proposta derogatoria della APR.

---

<sup>609</sup> Sul punto, AIELLO, *La competitività*, cit., p. 9; A. ROSSI, *Il difficile avvio delle proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2019, pp. 91 ss.

<sup>610</sup> Si veda in proposito l'art. 90, comma 4, CCII. Sul punto, è ragionevole ritenere che, qualora la proposta del terzo ricalchi quella del debitore con modifiche marginali, la relazione dell'esperto possa essere del tutto omessa oppure essere circoscritta alla fattibilità delle modifiche marginali; qualora, invece, la proposta del terzo si discosti notevolmente da quella del debitore, sarà necessaria una nuova e compiuta attestazione di fattibilità.

Occorre a questo punto sottolineare che il meccanismo appena delineato potrebbe compiutamente funzionare solo laddove la disciplina delle proposte concorrenti fosse interpretata in modo coerente con lo scopo dell'istituto di innescare una concorrenza reale e genuina. Mi riferisco alla questione se la rinuncia del debitore alla domanda di concordato e quindi agli atti del procedimento abbia l'effetto di travolgere anche le eventuali proposte concorrenti presentate in corso di procedura<sup>611</sup>. Qualora si rispondesse positivamente a questo quesito, si rischierebbe di pregiudicare l'effettività dell'istituto, in quanto si farebbe dipendere la sorte della proposta concorrente dal mero arbitrio del debitore, il quale potrebbe rinunciare alla domanda al fine di far caducare una proposta concorrente a lui particolarmente sgradita (anche se in ipotesi idonea a massimizzare il valore a disposizione del ceto creditorio). In questa prospettiva, finché il debitore ha il potere di paralizzare l'azione del creditore concorrente attraverso la rinuncia alla domanda di concordato, gli incentivi dei creditori a sostenere i costi per la formulazione e la presentazione di proposte concorrenti connotate da una spiccata precarietà sono notevolmente ridotti e la competitività non può dirsi veramente reale<sup>612</sup>. Per evitare che la sorte della proposta concorrente sia assoggettata al mero arbitrio del debitore sembra allora doversi (quantomeno) accogliere, in caso di rinuncia del debitore alla domanda di concordato, la tesi della prosecuzione della procedura con riguardo alla sola proposta concorrente (a meno che il creditore proponente non accetti la rinuncia alla domanda), “non potendosi ritenere ammissibile che il debitore possa frustrare gli interessi all'approvazione della proposta del terzo con una rinuncia agli atti del concordato [...] né che il concorrente possa risentire di profili di inammissibilità *ex art. 173 l. fall.* di cui egli non ha responsabilità alcuna”<sup>613</sup>. D'altra parte, se la tendenza normativa e interpretativa è quella di considerare la società con

---

<sup>611</sup> Sul tema cfr., ad es., BELLÈ, *La modifica e il ritiro della domanda di concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2015, pp. 650 ss.

<sup>612</sup> Questa potrebbe essere la ragione per la quale le proposte concorrenti hanno avuto, sin ora, una applicazione davvero marginale nel nostro ordinamento (AIELLO, *La competitività*, cit., p. 264, che riporta di un solo caso edito).

<sup>613</sup> VITIELLO, *Proposte concorrenti nel concordato preventivo: primissime questioni interpretative*, 2015, consultabile nella banca dati *Il Fallimentarista*, pp. 4 s. Nello stesso senso, V. CONFORTINI, *Il concordato preventivo fra legge del concorso e legge del contratto. Concordati espropriativi e prospettive de lege ferenda*, cit., pp. 1563 ss., la quale ritiene che “la rinuncia del debitore alla domanda è priva di effetti se non accettata (almeno) dal creditore proponente”; NIGRO, VATTERMOLI, *Le proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2015, II, p. 101; *Contra*, AIELLO, *La competitività*, cit., p. 164, che sottolinea come la posizione dei creditori proponenti si caratterizzi per essere dipendente dalla domanda del debitore; RANIELI, *Prove di contendibilità*, cit., p. 175.



patrimonio incapiente come un *bankruptcy asset* di proprietà, almeno dal punto di vista sostanziale (sebbene non ancora formale), dei creditori sembra inopportuno continuare a rievocare un ormai superato “diritto di fallire”<sup>614</sup> (attraverso la rinuncia alla domanda di concordato e in presenza delle condizioni per l’apertura del fallimento) quale prerogativa assoluta del debitore. In questa prospettiva, la rinuncia alla domanda di concordato al solo fine di far caducare una proposta concorrente “ostile” parrebbe contraria ai doveri di buona fede e correttezza ora espressamente sanciti dal CCII (art. 4). Dunque, sembra ragionevole ritenere che, una volta che il debitore sia stato ammesso alla procedura di concordato preventivo, il creditore che abbia legittimamente presentato una proposta concorrente abbia anche implicitamente fatto propria l’istanza dell’imprenditore in crisi, per cui, una volta avviato, il procedimento concordatario cesserebbe di essere nella disponibilità esclusiva del debitore, la cui rinuncia sarebbe priva di effetti se non accompagnata dall’accettazione del creditore che abbia interesse all’inefficacia della rinuncia. Come sottolineato da una parte della dottrina, ciò sarebbe peraltro in linea con le regole generali in tema di rinuncia agli atti del giudizio<sup>615</sup>.

Per vero, questo accorgimento non sarebbe necessario se il nostro legislatore avesse accolto quella proposta della Commissione Rordorf<sup>616</sup> che consentiva anche ai creditori, in caso quantomeno di insolvenza, di dare avvio in modo autonomo alla procedura concordataria attraverso la formulazione della domanda di accesso alla procedura<sup>617</sup>. Tuttavia, come noto, tale proposta non si è tradotta in norma positiva e ai creditori è ad oggi preclusa la possibilità di dare avvio alla procedura concordataria<sup>618</sup>. Alla luce di queste considerazioni, affinché la concorrenza possa dirsi effettiva, e dunque possa fungere da strumento di tutela dei creditori, sembra opportuno (quantomeno) accogliere la tesi appena prospettata per la quale la rinuncia del debitore alla domanda di concordato non ha l’effetto di interrompere la procedura anche con riguardo alla proposta concorrente.

---

<sup>614</sup> Sul punto, RANIELI, *Prove di contendibilità*, cit., pp. 178 ss. Cfr. anche F. PASQUARIELLO, *Il «diritto» di fallire del piccolo imprenditore*, in *Dir. fall.*, 2008, I, pp. 665 ss.

<sup>615</sup> V. CONFORTINI, *Il concordato preventivo fra legge del concorso e legge del contratto. Concordati espropriativi e prospettive* de lege ferenda, cit., p. 1564.

<sup>616</sup> Per i relativi riferimenti si rimanda alla nota 592.

<sup>617</sup> Sugli effetti positivi dell’accoglimento di tale proposta si veda AIELLO, *La competitività*, cit., pp. 274 ss.

<sup>618</sup> È opportuno qui sottolineare che la Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva prevede, all’art. 4, parr. 7 e 8, che il quadro di ristrutturazione preventiva sia disponibile su richiesta del debitore, ma che gli Stati Membri possano altresì prevedere che esso sia disponibile su richiesta dei creditori e dei rappresentanti dei lavoratori, previo accordo del debitore (quest’ultimo requisito può essere limitato ai casi in cui il debitore è una PMI).

Effettuata questa precisazione, occorre ancora una volta sottolineare il ruolo svolto dall'eterotutela del giudice quale fondamentale strumento di protezione e di bilanciamento di interessi nell'ambito delle procedure concorsuali<sup>619</sup>. Il ritorno all'eterotutela del giudice (integrata dalla ulteriore protezione fornita dalla concorrenza) si giustifica, d'altra parte, alla luce del sostanziale fallimento del paradigma, introdotto nel 2005, fondato in larga misura sull'autonomia delle parti, il quale, secondo l'opinione largamente diffusa, ha condotto a distorsioni ed abusi<sup>620</sup>. Esso, peraltro, è coerente con il nuovo cambiamento di rotta intrapreso con il CCII, il quale segna un nuovo ritorno all'eterotutela del giudice (ad es., al tribunale è ora espressamente affidato il giudizio di fattibilità economica della proposta)<sup>621</sup>.

#### **4.3. Sintesi delle conclusioni raggiunte sul tema della partecipazione alla ristrutturazione dei soci rilevanti e conferme nel diritto comparato**

La ricostruzione proposta in questo lavoro trova conferma, in primo luogo, nella recentissima proposta di legge olandese sull'omologazione del piano di ristrutturazione (*Wet Homologatie Onderhands Akkoord*, 'WHOA'<sup>622</sup>), approvata dalla Camera dei rappresentanti (*Tweede Kamer*) in data 26 maggio 2020 e dal Senato (*Eerste Kamer*) in data 6 ottobre 2020. Ai sensi dell'art. 384, comma 4, lett. b), in presenza di un piano non approvato da tutte le classi di voto (tra le quali sono incluse anche le classi dei soci), la corte non può omologare il piano se il (plus)valore creato attraverso di esso è distribuito in violazione dell'ordine gerarchico delle priorità (*i.e.*, in violazione della APR), salvo che non vi siano ragionevoli motivi che giustifichino una deviazione da tale ordine e a condizione

---

<sup>619</sup> Sottolineano l'importanza e il ruolo del giudice nelle procedure di ristrutturazione del debito, tra gli altri, COSTA, *Il controllo di fattibilità del concordato preventivo tra vecchia disciplina e nuovo codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Dir. fall.*, 2020, I, p. 334; nella letteratura internazionale, PAYNE, *The Role of the Court in Debt Restructuring*, in *Cambridge Law Journal*, 77, 2018, p. 124; JACOBY, *What Should Judges Do in Chapter 11?*, in *University of Illinois Law Review*, 2015, p. 571.

<sup>620</sup> AIELLO, *La competitività*, cit., pp. 19 ss. Si veda anche PANZANI, *Introduzione*, cit., p. 20.

<sup>621</sup> Si è parlato, in proposito, di "controriforma" del CCII rispetto alla riforma del 2005-2006. Sul punto, COSTA, *Il controllo*, cit., p. 333. Peraltro, l'affermazione per la quale, con il CCII, il perimetro delle valutazioni del giudice si è esteso ad un più penetrante esame nel merito della proposta potrebbe trovare ulteriori conferme: (i) nella previsione di un procedimento di omologazione non più camerale, ma pienamente contenzioso; (ii) nella forma della sentenza, e non più del decreto, quale provvedimento conclusivo del procedimento; (iii) nella possibilità di assumere i mezzi istruttori d'ufficio in assenza di opposizioni (art. 48 CCII). Sul punto, NUZZO, *Profili problematici del giudizio di omologazione del concordato preventivo nella disciplina del Codice della crisi*, in *Dir. fall.*, 2020, I, p. 95.

<sup>622</sup> L'atto è consultabile, nella traduzione in inglese, al sito <https://resor.nl/wp-content/uploads/2020/05/English-Translation-Bill-on-New-Dutch-Scheme.pdf>.

che i creditori o gli azionisti interessati non siano lesi nei loro interessi in conseguenza di tale deviazione. Come chiaramente emerge dalla formulazione normativa, alla corte è lasciata una certa discrezionalità nell'identificare i "ragionevoli motivi" che giustificano la eccezione alla APR.

La stessa tecnica era stata prevista nel Regno Unito nell'ambito della proposta di legge sull'insolvenza e sul governo societario (BEIS, *Insolvency and Corporate Governance: Government Response*, 26 agosto 2018<sup>623</sup>), la quale, tra l'altro, si propone di introdurre una nuova procedura fondata su un piano di ristrutturazione dei debiti (*UK restructuring plan*), sul modello del *Chapter 11* degli Stati Uniti, vincolante anche nei confronti delle classi di voto dissenzienti (risultato che invece non poteva essere perseguito utilizzando unicamente gli *Schemes of Arrangement*, i quali sono vincolanti solo nei confronti delle classi che votano a favore dello *scheme*<sup>624</sup>). Nell'ambito della proposta di legge, si era previsto di introdurre la APR americana con la possibilità di eccezioni laddove ritenute ragionevoli dal giudice<sup>625</sup>. Per vero, nel testo approvato in data 25 giugno 2020 (*Corporate Insolvency and Governance Act 2020*<sup>626</sup>) il riferimento alla APR è stato soppresso (si veda l'art. 901G "*Sanction for compromise or arrangement where one or more classes*

---

<sup>623</sup> Consultabile al sito: <https://www.gov.uk/government/consultations/insolvency-and-corporate-governance>.

<sup>624</sup> Sugli *Schemes of Arrangement* si veda PAYNE, *Schemes of Arrangement*, cit., *passim*. Fino all'introduzione del nuovo *UK restructuring plan*, l'omologazione di un piano di ristrutturazione contro il dissenso di una classe di voto è stata possibile nel Regno Unito solo combinando gli *schemes* con la procedura di *administration*, come ad esempio nel caso *Bluebrook Ltd, Re* [2009] EWHC 2114 (Ch) (11 agosto 2009). Sul tema, cfr. ancora PAYNE, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, 2014, consultabile al sito <https://ssrn.com/abstract=2321615>.

<sup>625</sup> Si vedano in particolare i paragrafi 5.163, 5.164 e 5.165 del documento del 26 agosto 2018: § 5.163 "*The Government thinks that strong creditor protections are essential to create the right conditions for business lending and trading. Where a cross-class cram down is to be applied, a requirement is needed to safeguard creditor interests that respects and applies the ordinary order of priority in liquidation and administration. The restructuring plan legislation will provide that a dissenting class of creditors must be satisfied in full before a more junior class may receive any distribution or keep any interest under the restructuring plan*"; § 5.164 "*The Government wants to inject flexibility into the APR, given the criticisms of US approach. The ability to act flexibly and pragmatically are not just desirable features in a restructuring procedure, but essential ones if the framework is to facilitate business rescue. The Government intends to permit the court to confirm a restructuring plan even if it does not comply with this rule where noncompliance is: • necessary to achieve the aims of the restructuring; and • just and equitable in the circumstances*". § 5.165 "*This two-stage test for permitting non-compliance creates a high threshold. The basic principle that a dissenting class of creditors must be satisfied in full before a more junior class may receive any distribution will, in most cases, be followed. But there is sufficient flexibility to allow departure from it (with the court's sanction), where the departure is vital to agreeing an effective and workable restructuring plan. This will provide adequate protection for creditors while also achieving the best outcome for stakeholders as a whole*".

<sup>626</sup> Consultabile al sito: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2020/12/contents/enacted/data.htm>.

*dissent*” della *Schedule 9* all’interno della legge<sup>627</sup>) e le condizioni per superare il dissenso di una classe dissenziente sembrerebbero limitate al principio dell’assenza di pregiudizio, che impone alla corte di verificare che i membri della classe dissenziente non siano pregiudicati rispetto alla alternativa che “*would be most likely to occur in relation to the company if the compromise or arrangement were not sanctioned*”. Tuttavia, la APR potrebbe essere ugualmente applicata in connessione con il potere discrezionale della corte di omologare il piano<sup>628</sup> (si veda l’utilizzo del verbo “*may*” nell’art. 901F (1) rubricato “*Court sanction for compromise or arrangement*”, ad indicare che in quel sistema la corte ha comunque ampia discrezionalità nel decidere se omologare il piano oppure no).

Occorre, poi, citare la Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva, la quale prevede che, qualora lo Stato Membro opti per la APR ai sensi dell’art. 11, par. 2 (in alternativa alla RPR), esso possa “mantenere o introdurre disposizioni che derogano [alla APR], qualora queste siano necessarie per conseguire gli obiettivi del piano di ristrutturazione e se il piano di ristrutturazione non pregiudica ingiustamente i diritti o gli interessi delle parti interessate” (art. 11, par. 2, ultima frase, Direttiva). Ai sensi del considerando 56, le condizioni per derogare alla APR sussistono quando, ad esempio, “si consideri giusto che i detentori di strumenti di capitale mantengano determinati interessi ai sensi del piano, nonostante che una classe di rango superiore sia obbligata ad accettare una falcidia dei suoi crediti, o che i fornitori essenziali cui si applica la disposizione sulla sospensione delle azioni esecutive individuali siano pagati prima di classi di creditori di rango superiore”.

---

<sup>627</sup> Si trascrive qui il testo della disposizione: (1) *This section applies if the compromise or arrangement is not agreed by a number representing at least 75% in value of a class of creditors or (as the case may be) of members of the company (“the dissenting class”), present and voting either in person or by proxy at the meeting summoned under section 901C.* (2) *If conditions A and B are met, the fact that the dissenting class has not agreed the compromise or arrangement does not prevent the court from sanctioning it under section 901F.* (3) *Condition A is that the court is satisfied that, if the compromise or arrangement were to be sanctioned under section 901F, none of the members of the dissenting class would be any worse off than they would be in the event of the relevant alternative (see subsection (4)).* (4) *For the purposes of this section “the relevant alternative” is whatever the court considers would be most likely to occur in relation to the company if the compromise or arrangement were not sanctioned under section 901F.* (5) *Condition B is that the compromise or arrangement has been agreed by a number representing 75% in value of a class of creditors or (as the case may be) of members, present and voting either in person or by proxy at the meeting summoned under section 901C, who would receive a payment, or have a genuine economic interest in the company, in the event of the relevant alternative.* (6) *The Secretary of State may by regulations amend this section for the purpose of— (a) adding to the conditions that must be met for the purposes of this section; (b) removing or varying any of those conditions.* (7) *Regulations under subsection (6) are subject to affirmative resolution procedure.*

<sup>628</sup> Sul punto, faccio riferimento a quanto affermato dalla Prof. Sarah Paterson nell’ambito della conferenza “*The changing insolvency law landscape: The new UK restructuring plan and Dutch scheme*”, organizzata da INSOL International e tenutasi il giorno 8 luglio 2020 (online).

Infine, è opportuno menzionare il considerando 59, il quale prevede espressamente che i soci di PMI possano contribuire alla ristrutturazione “in forma non monetaria, attingendo ad esempio alla loro esperienza, reputazione o contatti commerciali”. Alla luce di queste disposizioni, emerge ancora una volta, da un lato, il possibile interesse al coinvolgimento dei vecchi soci nelle ristrutturazioni societarie e, dall’altro, l’opportunità (almeno nell’ipotesi in cui lo Stato Membro opti per la APR) che le deviazioni dall’ordine gerarchico delle priorità siano sottoposte al sindacato del giudice (eterotutela).

Da ultimo, occorre menzionare lo “*Small Business Reorganization Act of 2019*” (“*SBRA*”)<sup>629</sup>, entrato in vigore negli Stati Uniti il giorno 19 febbraio 2020, che ha introdotto all’interno del *Chapter 11* statunitense un nuovo *Subchapter V* dedicato alla riorganizzazione delle piccole imprese, ovvero quelle imprese con un’esposizione debitoria che non supera i 2,725,625 milioni di dollari<sup>630</sup>. Quest’ultimo ha reinterpretato, limitatamente alle piccole imprese come sopra definite, i criteri per poter omologare un piano di riorganizzazione – in particolare il criterio “*fair and equitable*” – a fronte del dissenso di una o più classi di creditori non privilegiati (al contrario, nulla cambia con riguardo al trattamento dei creditori assistiti da garanzie reali<sup>631</sup>). In particolare, in presenza di un piano che consenta ai vecchi soci di mantenere tutte le loro partecipazioni nell’impresa riorganizzata (in altre parole, di partecipare al (plus)valore della società riorganizzata mantenendo la *proprietà* di quest’ultima) rigettato da una o più classi di creditori chirografari, il nuovo § 1191 (c) prevede che la corte possa superare il dissenso della classe o delle classi dissenzienti e omologare detto piano, purché esso destini ai creditori *tutto* il “*projected disposable income*” dell’attività<sup>632</sup>. Quest’ultimo è definito dal § 1191

---

<sup>629</sup> Si veda la nota 19.

<sup>630</sup> Con il CARES Act (CONGRESSO DEGLI STATI UNITI DI AMERICA, S.3548 — *116th Congress (2019-2020)*), recante misure di emergenza e risposta sanitaria a favore di individui, famiglie e imprese colpiti dalla pandemia di Coronavirus) la soglia per poter usufruire del *Subchapter V* è stata temporaneamente aumentata a 7,5 milioni di dollari.

<sup>631</sup> JANGER, *The U.S. small business bankruptcy amendments: A global model for reform?*, in *International Insolvency Review*, 29, 2020, p. 260.

<sup>632</sup> § 1191 (c) *Chapter 11* (“*For purposes of this section, the condition that a plan be fair and equitable with respect to each class of claims or interests includes the following requirements: (1) With respect to a class of secured claims, the plan meets the requirements of section 1129(b)(2)(A) of this title. (2) As of the effective date of the plan: (A) the plan provides that all of the projected disposable income of the debtor to be received in the 3-year period, or such longer period not to exceed 5 years as the court may fix, beginning on the date that the first payment is due under the plan will be applied to make payments under the plan; or (B) the value of the property to be distributed under the plan in the 3-year period, or such longer period not to exceed 5 years as the court may fix, beginning on the date on which the first distribution is due under the plan is not less than the projected disposable income of the debtor*”).

(d) come “*the income that is received by the debtor and that is not reasonably necessary to be expended (1) for (A) the maintenance or support of the debtor or a dependent of the debtor; or (B) a domestic support obligation that first becomes payable after the date of the filing of the petition; or (2) for the payment of expenditures necessary for the continuation, preservation, or operation of the business of the debtor*”. Dalla definizione appena trascritta emerge come il concetto di “*disposable income*” possa essere ricondotto a quello di *surplus* concordatario<sup>633</sup>. Questa disciplina consente per la prima volta nel sistema statunitense di derogare alla APR nei rapporti fra soci e creditori (non prelazionari) delle piccole imprese<sup>634</sup>.

---

<sup>633</sup> JANGER, *The U.S. small business bankruptcy amendments*, cit., p. 261 (“*section 1191(c) of the SBRA allows an entrepreneur to redeem the business from creditors by paying any surplus income to creditors for 3–5 years without a creditor vote*”).

<sup>634</sup> L’esigenza di modificare in qualche modo la APR non è nuova nel sistema statunitense. Ad esempio, dieci anni dopo l’entrata in vigore del Codice del 1978, è stata sottoposta alla Suprema Corte la questione se fosse ammissibile deviare dalla APR in alcuni casi, e più specificamente nel caso in cui il socio originario contribuisse alla riorganizzazione con apporti non monetari (il caso riguardava, non a caso, la riorganizzazione di una fattoria). La Corte Suprema ha negato l’ammissibilità di una tale eccezione alla APR. Si veda la decisione *Norwest Bank Worthington v Ahlers*, 485 US 197, 1988; per un commento a questa decisione, si veda AYER, *Rethinking Absolute Priority after Ahlers*, in *Michigan Law Review*, 87, 1989, pp. 963 ss. Come già anticipato, nel 2014 l’*American Bankruptcy Institute* (ABI) ha proposto di modificare la APR di cui al § 1129 (b) *Chapter 11*, differenziando a seconda che la riorganizzazione coinvolga una PMI oppure no. Per quanto riguarda i debitori non PMI, la proposta prevede che un piano possa essere confermato a fronte del dissenso di una classe *junior*, a condizione che detta classe riceva “*not less than the redemption option value*” (ABI, *Commission Report*, cit., pp. 208, 218) e che un piano possa essere confermato nonostante il dissenso di una classe *senior* non pagata integralmente, a condizione che la deviazione dalla APR in relazione a tale classe “*is solely for the distribution to an immediately junior class of the redemption option value*” (ABI, *Commission Report*, cit., pp. 208 s. e 218 s.). Per *redemption option value* si intende il valore di una ipotetica opzione per l’acquisto della società ad un prezzo pari al valore nominale della pretesa dei creditori *seniores* (*redemption option price*) e con una durata pari al periodo di tre anni (*redemption period*). Il cuore della proposta formulata dall’ABI è rappresentato, dunque, dal valore dell’opzione di riscatto (*redemption option value*). L’idea di *redemption option value* sviluppa l’intuizione per la quale la classe immediatamente *junior* rispetto all’ultima classe “*senior*” coinvolta nella riorganizzazione, parzialmente soddisfatta, avrebbe potuto essere “*in-the-money*” o quantomeno aver ricevuto un recupero maggiore se l’impresa debitrice fosse stata valutata in un momento diverso rispetto a quello nel quale è avvenuta la valutazione (“*Although the valuation at any point in time will necessarily reflect the debtor’s future potential, the valuation may occur during a trough in the debtor’s business cycle or the economy as a whole, and relying on a valuation at such a time may result in a reallocation of the reorganized firm’s future value in favor of senior stakeholders and away from junior stakeholders in a manner that is subjectively unfair and inconsistent with the Bankruptcy Code’s principle of providing a breathing spell from business adversity*”, p. 207). Questo perché una società sottoposta a una procedura di *reorganization* rimarrebbe pur sempre un organismo dinamico suscettibile di incrementare o diminuire di valore di giorno in giorno. Tuttavia, la stessa ABI ha riconosciuto che il calcolo del *redemption option value* è particolarmente complicato (p. 219). Alla luce di questa complessità, la proposta della ABI non è mai stata tradotta in diritto positivo. Per quanto riguarda le PMI (per la definizione di PMI, si veda il *Report*, pp. 279 ss.), viene previsto il c.d. *SME Equity Retention Plan* (descritto a pp. 296 ss. e 300 ss. del *Report* e applicabile solo in caso di dissenso di una classe di creditori non prelazionari). Questo meccanismo prevede che i vecchi soci della società debitrice conservino il 100% delle azioni ordinarie nella società riorganizzata e abbiano diritto a ricevere il 15% dei dividendi. Allo stesso tempo, i creditori (non prelazionari) non pagati integralmente ricevono il 100% di una classe di azioni privilegiate e hanno diritto a ricevere l’85% dei dividendi. Questa è tuttavia una situazione temporanea. I diritti dei creditori connessi alla titolarità delle azioni

Da essa sembra potersi trarre una ulteriore conferma dell'operatività di due principi che si è cercato di enucleare in questo lavoro: da un lato, quello per cui il *surplus* ricavabile grazie ad un piano di riorganizzazione non è affatto un valore disponibile contro il dissenso di una o più classi, ma, anzi, andrebbe in via di principio destinato alle classi dissenzienti secondo l'ordine delle priorità stabilite *ex ante*; dall'altro, il principio – che origina da una necessità pratica, ma che, come si è cercato di dimostrare ragionando intorno al concetto di avviamento soggettivo, trova conferme anche sul piano teorico – per cui risulta efficiente, in taluni casi, consentire ai vecchi soci di partecipare al (plus)valore della società riorganizzata, conservando la titolarità delle partecipazioni nella stessa (o parte di esse), anche a fronte del dissenso di una o più classi di creditori non integralmente soddisfatti (e qui sta la deroga alla APR), purché il coinvolgimento dei primi nella riorganizzazione non sia opportunistico ma “ragionevole” e “giustificato”. Il legislatore americano, stabilendo *ex ante* il perimetro di applicabilità del nuovo regime (che, appunto, è applicabile solo alle imprese con una esposizione debitoria inferiore a circa 2,7 milioni di dollari) ha mostrato di ritenere verificato detto criterio di ragionevolezza ogni qual volta occorra riorganizzare una piccola impresa (così come definita nella legge). In altre parole, nel nuovo sistema statunitense opera una presunzione assoluta di ragionevolezza della partecipazione dei vecchi soci al (plus)valore discendente dalla riorganizzazione societaria (in presenza di una

---

privilegiate maturano dopo quattro anni, convertendosi nell'85% delle azioni ordinarie. In quel momento esiste un nuovo *status quo* in cui i vecchi soci sono titolari del 15% delle azioni ordinarie e i vecchi creditori (come classe) diventano l'azionista di maggioranza titolare dell'85% delle azioni ordinarie. I soci originari possono impedire questa conversione garantendo il rimborso integrale dei crediti originari dei creditori. Anche questa proposta è rimasta inattuata. Per una valutazione delle proposte di riforma del *Chapter 11* formulate dall'ABI si veda DE WEIJS, WESSELS, *Proposed Recommendations for the Reform of Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code*, in *Ondernemingsrecht*, 6, 2015, pp. 210 ss.

La proposta dell'ABI si basa, almeno in parte, sul concetto di priorità relativa, nel senso americano (e non europeo) del termine. In base alla regola della priorità relativa statunitense (US RPR), elaborata principalmente dal Prof. Baird (BAIRD, *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 165, 2017, pp. 785 ss.) i creditori *seniores* ricevono, a soddisfazione dei loro crediti, tutta l'*equity* nella società riorganizzata e gli investitori *juniores* ricevono un'opzione *call* con un prezzo pari all'importo dovuto ai creditori *seniores* (BAIRD, *Priority Matters*, cit., p. 795). Se, alla data di esercizio dell'opzione (dopo tre o cinque anni dalla conferma del piano), la società avrà un valore maggiore della pretesa dei creditori *seniores*, i titolari dell'opzione la eserciteranno sostituendosi a questi ultimi nella struttura finanziaria della società; altrimenti, l'opzione è priva di valore e gli investitori *juniores* perderanno qualsiasi pretesa residuale nei confronti della società. Il vantaggio della US RPR è che il tribunale fallimentare ha solo bisogno di conoscere l'importo dovuto ai creditori *seniores* e la data di esercizio dell'opzione (BAIRD, *Priority Matters*, cit., p. 796). In altre parole, non occorre che il giudice determini in maniera esatta il valore di riorganizzazione della società. Inoltre, la US RPR ha il pregio di consentire agli investitori *juniores* di beneficiare dell'eventuale incremento di valore della società oltre l'ammontare della pretesa dei creditori *seniores*.

classe dissenziente di creditori non assistiti da garanzia reale e non integralmente soddisfatti) in relazione alle imprese con una esposizione debitoria inferiore a circa 2,7 milioni di dollari, presunzione introdotta sulla base di un giudizio di opportunità effettuato direttamente dal legislatore. Il merito di questa impostazione è che dà certezza al sistema con riguardo ai casi nei quali la APR si applica (quelli che coinvolgono le imprese “non piccole”) e i casi nei quali invece essa può essere derogata nei rapporti fra creditori non privilegiati e soci (quelli che coinvolgono le “piccole imprese”), nel senso che ai vecchi soci è consentito mantenere la titolarità di tutte le partecipazioni nell’impresa riorganizzata anche a fronte del dissenso di una o più classi di creditori parzialmente soddisfatti (e qui sta la deroga alla APR) purché, però, sia rispettato il criterio del “*disposable income*”. Lo svantaggio, invece, risiede nel fatto che tale soluzione non è mai applicabile alle imprese che superano i limiti indicati nel *Subchapter V*, anche qualora, invece, essa si rivelasse efficiente nel caso concreto. Secondo la soluzione proposta in questo lavoro, invece, in presenza di una proposta parzialmente soddisfattiva delle ragioni delle classi dissenzienti di creditori, la quale consenta ai vecchi soci di conservare la titolarità delle partecipazioni nell’impresa riorganizzata (o parte di esse), il giudice dovrebbe sempre effettuare un giudizio di merito per verificare che il coinvolgimento dei vecchi soci non sia opportunistico ma funzionale alla attuazione di quel determinato piano, ragionevole nel caso concreto e proporzionato al contributo causale che i soci sono in grado di apportare alla riorganizzazione. In altre parole, secondo la soluzione proposta in questo lavoro, il giudizio di opportunità circa la ragionevolezza della partecipazione dei vecchi soci alla riorganizzazione non sarebbe svolto in generale dal legislatore (*ex ante*), ma caso per caso dal giudice (*ex post*). Ciò ha, evidentemente, ripercussioni in punto di certezza nei rapporti giuridici. Tuttavia, questa impostazione consente una maggiore flessibilità in quanto è suscettibile di adattarsi alla realtà concreta della società da riorganizzare.

##### **5. La Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva tra *absolute priority rule* e *relative priority rule***

Come già accennato nel § 1 del primo capitolo di questo lavoro, il tema della distribuzione del (plus)valore creato attraverso un piano di ristrutturazione è stato oggetto di ampio dibattito nell’ambito della negoziazione e della successiva emanazione della Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio sui quadri di



ristrutturazione preventiva del 20 giugno 2019<sup>635</sup>. Quest'ultima, come già anticipato, introduce disposizioni di armonizzazione minima con particolare riguardo (ma non solo) alle procedure di ristrutturazione delle imprese in dissesto<sup>636</sup>. Dal momento che la gran parte delle norme contenute nella Direttiva dovrà essere recepita negli ordinamenti interni dei vari Stati Membri entro il mese di luglio 2021 (art. 34 Direttiva), non si può qui prescindere da un esame del dibattito avvenuto in ambito europeo sul tema della distribuzione del (plus)valore ricavabile dal piano di ristrutturazione e dell'alternativa di fondo fra *absolute priority rule* (APR) e *relative priority rule* (RPR).

In via preliminare, occorre osservare che, sebbene le due norme – la APR e la RPR – regolino complessivamente la distribuzione di tutto il valore ricavabile dal piano di ristrutturazione (valore che in questo lavoro si è ritenuto di chiamare “(plus)valore concordatario” o “valore di riorganizzazione”), l'effetto della applicazione dell'una o dell'altra rileva più propriamente con riguardo alla allocazione del (solo) *surplus* ricavabile grazie al piano, e cioè del maggior valore (il “delta”) che il piano di ristrutturazione è in grado di generare rispetto al valore ricavabile nella liquidazione del debitore, sia essa una liquidazione atomistica o in blocco al valore di continuità, oppure nel caso del migliore scenario alternativo possibile se il piano di ristrutturazione non fosse omologato (art. 2, par. 1, n. 6), Direttiva). Questo perché la Direttiva prevede espressamente che *ogni creditore dissenziente*, a prescindere dalla sua appartenenza a una classe<sup>637</sup> che si è espressa

---

<sup>635</sup> La Direttiva trae origine da una Raccomandazione della Commissione del 12 marzo 2014 avente ad oggetto un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza (Raccomandazione 2014/135/UE, in G.U.C.E., 14 marzo 2014, n. L 74/65) sulla quale, per tutti, si veda DE SENSI, *Orientamenti comunitari ed evoluzione della disciplina italiana della crisi di impresa*, in *Dir. fall.*, 2014, I, pp. 798 ss. In generale, sulla Direttiva UE 2019/1023 si vedano, ad es., SOLDATI, *La Direttiva (UE) 2019/1023 e l'evoluzione delle procedure concorsuali nell'ottica della continuità aziendale e dell'emersione tempestiva della crisi d'impresa*, in *Dir. comm. internaz.*, 2020, pp. 217 ss.; VELLA, *L'impatto della Direttiva UE 2019/1023 sull'ordinamento concorsuale interno*, in *Fallimento*, 2020, pp. 747 ss.; EAD., *La prima direttiva europea su ristrutturazione e insolvenza*, in *Foro it.*, 2019, V, pp. 423 ss.

<sup>636</sup> In particolare, l'armonizzazione operata dalla Direttiva non è generale ma limitata agli strumenti di allerta, ristrutturazione precoce ed esdebitazione, oltre che alle (sole) misure di efficienza di tutte le procedure concorsuali; il legislatore europeo non ha infatti voluto incidere, per ora, sugli aspetti sostanziali delle procedure di insolvenza (definizioni, presupposti, regole di apertura, svolgimento e chiusura, graduazione dei crediti, azioni revocatorie). In particolare, l'art. 2, par. 2, Direttiva riserva al diritto nazionale le definizioni di “insolvenza”, “probabilità di insolvenza” nonché “micro, piccole e medie imprese”. In generale, per quanto riguarda l'evoluzione del diritto europeo della crisi e dell'insolvenza si veda l'approfondimento “*UE e disciplina dell'insolvenza*”, a cura di L. Boggio, in *Giur. it.*, 2018, pp. 222-278 e 480-532.

<sup>637</sup> In particolare, la Direttiva prevede che “le parti interessate siano trattate in classi distinte che rispecchiano una sufficiente comunanza di interessi, basata su criteri verificabili, a norma del diritto nazionale. Come minimo, i creditori che vantano crediti garantiti e non garantiti sono trattati in classi

in senso favorevole oppure contrario al piano, abbia diritto a ricevere almeno il valore che otterrebbe “in caso di liquidazione, se fosse applicato il normale grado di priorità di liquidazione a norma del diritto nazionale, sia essa una liquidazione per settori o una vendita dell’impresa in regime di continuità aziendale, oppure nel caso del migliore scenario alternativo possibile se il piano di ristrutturazione non fosse omologato”<sup>638</sup>. Si tratta della “verifica del miglior soddisfacimento dei creditori”, una variante europea del *best interest of creditors test* (BIT)<sup>639</sup> – che infatti è stata ribattezzata “EU BIT”<sup>640</sup> – la quale, al fine di superare il dissenso di un singolo creditore, richiede il confronto non solo con il risultato della liquidazione (come avviene negli Stati Uniti), ma anche con il valore potenzialmente conseguibile nel migliore scenario alternativo se il piano non fosse omologato (parametro che richiama quello delle “alternative concretamente praticabili” di cui all’art. 180, comma 4, l. fall., per vero ormai superato dalla previsione di cui all’art. 112 CCII, che fa riferimento unicamente al risultato della liquidazione giudiziale)<sup>641</sup>. Posto che ogni singolo creditore (a prescindere dal fatto che la sua

---

distinte ai fini dell’adozione del piano di ristrutturazione” (art. 9, par. 4, Direttiva). Inoltre, gli Stati Membri possono decidere se escludere dal diritto di voto: a) i detentori di strumenti di capitale; b) i creditori i cui crediti hanno rango inferiore ai crediti vantati dai creditori non garantiti nel normale grado di priorità di liquidazione; oppure c) qualsiasi parte correlata con il debitore o con la sua impresa che presenti un conflitto di interessi a norma del diritto nazionale (art. 9, par. 3, Direttiva).  
<sup>638</sup> Artt. 2, par. 1, n. 6), 10, par. 2, lett. d) e 14, par. 1, lett. a), Direttiva. Si veda anche il considerando 52.

<sup>639</sup> Per il quale si veda il § 1129 (a) (7) (A) *Chapter 11*.

<sup>640</sup> Sul punto si veda, ad es., KROHN, *Rethinking Priority: The Dawn of the Relative Priority Rule and a New ‘Best Interest of Creditors’ Test in the European Union*, 2020, consultabile al sito <https://ssrn.com/abstract=3554349>, p. 14.

<sup>641</sup> In punto di *cram down* e di verifica del “miglior soddisfacimento dei creditori” (BIT) la Direttiva si discosta dall’ordinamento italiano in quanto, come già osservato, in quest’ultimo ordinamento la verifica che il creditore riceva almeno il valore che otterrebbe nella liquidazione non rappresenta una forma di tutela *individuale*, attivabile da qualunque creditore a prescindere dalla appartenenza a una classe consenziente oppure dissenziente, bensì *collettiva*, attivabile solo dal creditore appartenente alla classe dissenziente oppure, in assenza di formazione delle classi, da creditori dissenzienti che rappresentano il venti per cento dei crediti ammessi al voto (art. 180, comma 4, l. fall. e 112 CCII). Parte della dottrina, tuttavia, aveva già rilevato come questa disciplina fosse censurabile perché comportante un “grave ed ingiustificato *vulnus* ai diritti dei creditori” e di dubbia compatibilità con i principi costituzionali sotto il profilo della sua irragionevolezza (NIGRO, VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, cit., p. 416; si veda anche VATTERMOLI, *Subordinazione legale*, cit., p. 289, che definisce la disposizione “un autentico infortunio del nostro legislatore”). Anche a prescindere dalla questione se, in ossequio al principio del primato del diritto dell’UE sul diritto nazionale (sul quale si veda, ad esempio, SORRENTINO, *Nuovi profili costituzionali dei rapporti tra diritto interno, internazionale e comunitario*, in *Dir. pubbl. comp. eur.*, 2002, pp. 1355 ss.; sul ruolo ed il funzionamento dell’interpretazione conforme al diritto dell’UE, si veda, inoltre, G. PISTORIO, *Interpretazione e Giudici. Il caso dell’interpretazione conforme al diritto dell’Unione europea*, Editoriale Scientifica, 2012), ci sia già spazio per una applicazione diretta della regola per cui il diritto alla verifica del miglior soddisfacimento dei creditori deve essere riconosciuto in capo ad ogni parte interessata dissenziente, in ogni modo, dato che la Direttiva dovrà essere recepita nel nostro ordinamento, pare ragionevole ritenere che la disposizione italiana necessiti di essere ripensata.

classe di appartenenza voti in senso favorevole o contrario al piano) ha diritto almeno al valore di liquidazione della sua pretesa (o al valore che otterrebbe nel migliore scenario alternativo) secondo l'ordine delle priorità applicabile *ex lege*, la scelta fra APR e RPR rileva, dunque, in punto di distribuzione (solamente) del *surplus* ricavabile dal piano, che, appunto, rappresenta la differenza fra il valore totale di riorganizzazione (cioè tutto il valore ricavabile dal piano) e il valore di liquidazione del debitore (oppure il valore ricavabile nel migliore scenario alternativo).

Chiarito ciò, occorre in primo luogo osservare che la Proposta di Direttiva della Commissione Europea del 22 novembre 2016<sup>642</sup>, ampiamente ispirata al *Chapter 11* statunitense<sup>643</sup>, indicava quale regola distributiva del valore ricavabile dal piano in caso di dissenso di una o più classi di titolari di pretese proprio la APR americana (art. 11, par. 1, lett. c) Proposta di Direttiva); in particolare, per l'omologazione del piano di ristrutturazione da parte della corte (o dell'autorità amministrativa) era necessario o che il piano venisse approvato da tutte le classi di voto (piano consensuale)<sup>644</sup> oppure che il piano rispettasse i criteri individuati nell'ambito del meccanismo di ristrutturazione trasversale dei debiti (in inglese, *cross-class cram-down*), tra i quali era inclusa la APR statunitense.

L'introduzione, nel diritto dell'UE, della APR statunitense venne tuttavia accolta in maniera contrastante dagli studiosi europei. Se, da un lato, si approvava la scelta della Commissione, sottolineando come l'applicazione della APR nell'ambito del *cross-class cram-down* consentisse di rispettare le priorità acquisite *ex ante* dai vari soggetti del mercato e fosse funzionale a prevenire eventuali comportamenti opportunistici dei soci suscettibili di avere effetti pregiudizievoli per i creditori (con

---

<sup>642</sup> Sulla quale si veda, tra i molti, STANGHELLINI, *La proposta di Direttiva UE in materia di insolvenza*, in *Fallimento*, 2017, pp. 873 ss. e VEDER, MENNENS, *Preventive Restructuring Frameworks*, in *Capital Markets Union in Europe*, a cura di Busch, Avgouleas e Ferrarini, OUP, 2018, pp. 556 ss.

<sup>643</sup> Sul punto, MCCORMACK, *Corporate restructuring law – a second chance for Europe?*, in *European Law Review*, 42, 2017, pp. 532, 537; TOLLENAAR, *The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings*, in *Insolvency Intelligence*, 30, 2017, pp. 65 s.

<sup>644</sup> Art. 9, par. 4 e art. 11 Proposta di Direttiva. L'impostazione di fondo che – sul modello statunitense – distingue il caso nel quale il piano è approvato da tutte le classi (piano consensuale) da quello in cui esso non è approvato dall'unanimità delle classi (piano non-consensuale) è rimasta invariata nel testo finale della Direttiva (art. 9, par. 6 e art. 11 Direttiva). In entrambi i casi, in presenza anche di una sola parte interessata dissenziente, l'autorità giudiziaria o amministrativa deve intervenire per omologare il piano, previa verifica che siano rispettati i requisiti di cui all'art. 10, parr. 2 e 3 (tra i quali, l'EU BIT e la verifica che il piano abbia una prospettiva ragionevole di impedire l'insolvenza del debitore e garantire la sostenibilità economica dell'impresa).

la conseguenza di un possibile aumento del costo del credito per le imprese)<sup>645</sup>, dall'altro la si criticava per essere troppo inflessibile e rigorosa. In particolare, venivano da più parti sollevati molteplici punti di criticità della APR. Più nello specifico, si osservava che: (i) la applicazione della APR disincentiverebbe il debitore (e, in caso di società, i soci-amministratori o comunque gli amministratori espressione dei soci di maggioranza) a ricorrere in anticipo (ed in tempo) alle procedure di ristrutturazione, con il risultato che il debitore presenterà domanda per l'apertura di una procedura di ristrutturazione troppo tardi, quando ormai l'opportunità di salvare il valore dell'impresa si è consumata<sup>646</sup>; (ii) la APR, richiedendo che la classe di rango *potiore* sia soddisfatta integralmente prima che la classe di rango inferiore riceva un qualsiasi valore, impedirebbe o comunque renderebbe difficile l'omologazione di piani che consentano ai vecchi soci di conservare le loro partecipazioni nella società riorganizzata, con il risultato che essi non saranno incentivati a collaborare al tentativo di superamento della crisi e, dunque, che il valore discendente dal loro positivo coinvolgimento nella ristrutturazione andrà disperso, anche a danno dei creditori<sup>647</sup>; (iii) la APR incentiverebbe le varie classi ad adottare comportamenti di *hold out e free riding*, nel senso che le varie classi sarebbero incoraggiate, durante le negoziazioni intorno al piano e al momento della votazione, ad assumere posizioni contrarie allo stesso nella speranza che altre classi, quelle più deboli, accettino una falcidia del proprio credito<sup>648</sup>. Inoltre, si sottolineava come i problemi evidenziati *sub* (i) e (ii) assumessero una rilevanza particolare in UE (a differenza di quanto avviene, ad esempio, negli Stati Uniti), dove la maggior parte delle imprese sono piccole e medie imprese caratterizzate da una preminenza della persona del socio-imprenditore<sup>649</sup>. In una nota introduttiva alla versione della Direttiva del 2018 approvata dal Consiglio dell'UE (Approccio Generale), poi, si riportava come l'adozione della APR costituisse un "problema" per un cospicuo numero di Stati

---

<sup>645</sup> DE WEIJS, *Harmonization of European Insolvency Law: Preventing Insolvency Law from Turning against Creditors by Upholding the Debt–Equity Divide*, cit., pp. 403 ss.

<sup>646</sup> Si veda il documento *Comments to the Proposal for Directive*, 25 giugno 2018, elaborato nell'ambito del progetto coordinato dall'Università degli Studi di Firenze "The Contractualised distress resolution in the shadow of the law: Effective judicial review and oversight of insolvency and pre-insolvency proceedings" (d'ora in avanti, "Codire"), p. 5; MOKAL, *Fairness*, cit., p. 46.

<sup>647</sup> Codire, p. 5; MOKAL, *Fairness*, cit., pp. 46 s.; MOKAL, TIRADO, *Has Newton had his day?*, cit., p. 22.

<sup>648</sup> Codire, p. 5; MOKAL, *Fairness*, cit., pp. 46 s.; MOKAL, TIRADO, *Has Newton had his day?*, cit., p. 22.

<sup>649</sup> In particolare, il considerando 17 della Direttiva precisa che le piccole e medie imprese costituiscono il 99% di tutte le imprese dell'UE.

Membri perché avrebbe “reso la procedura più onerosa e costosa e la ristrutturazione preventiva più restrittiva, se non impossibile”<sup>650</sup>. Tuttavia, in tale nota non si indicavano le ragioni a giustificazione di una tale preoccupazione.

L’insieme di queste critiche alla APR ha condotto alla elaborazione e successiva inclusione nel testo della Direttiva del 2018 (Approccio Generale) di una regola distributiva alternativa alla APR, la c.d. regola di priorità relativa o RPR, per la quale, ai fini della omologazione di un piano di ristrutturazione non approvato da tutte le classi di voto, le classi dissenzienti di creditori interessati devono ricevere un trattamento almeno tanto favorevole quanto quello delle altre classi dello stesso rango e più favorevole di quello delle classi di rango inferiore (art. 11, par. 2-*bis*, lett. b), Approccio Generale)<sup>651</sup>. Come già anticipato, la prima parte di questa norma (le classi dissenzienti devono ricevere un trattamento tanto favorevole quanto quello offerto alle classi dello stesso rango) può essere ricondotta alla regola di non discriminazione, che trova il suo fondamento giuridico nel principio della *par condicio* e deve considerarsi applicabile a maggior ragione qualora lo Stato Membro opti per la APR; la seconda parte della norma, laddove prevede che le classi *seniores* devono essere trattate “più favorevolmente” di quelle *juniores*,

---

<sup>650</sup> Approccio Generale, p. 5.

<sup>651</sup> Come già accennato nel § 7.2 del secondo capitolo di questo lavoro, la RPR europea, ed in particolare il requisito per cui le classi di rango *potiore* devono essere soddisfatte meglio – ma non necessariamente integralmente – rispetto alle classi di rango inferiore, richiama alla mente la c.d. interpretazione debole dell’ordine delle cause legittime di prelazione (art. 160, comma 2, ult. frase, l. fall. e art. 85, comma 6, CCII) o regola di priorità relativa italiana. Tuttavia, è opportuno notare che le due regole (RPR europea e RPR italiana) si distinguono nettamente, in quanto: (i) a differenza della versione domestica della regola di priorità relativa, che si pone come condizione *ex ante* di ammissibilità della proposta concordataria, la EU RPR opera *ex post* (cioè dopo la votazione) in quanto requisito per l’omologazione della proposta a fronte del dissenso di una classe; inoltre, la RPR italiana opera rispetto a qualunque creditore (proprio perché opera come condizione di ammissibilità della proposta, da valutare già al momento della ammissione alla procedura), mentre la RPR europea è applicabile solo rispetto a una classe dissenziente; la RPR europea rappresenta, dunque, una forma di tutela di classe (collettiva) e non individuale (ii) la EU RPR si compone, invero, di due regole distinte, ovvero la *relative priority rule in senso stretto* (il piano di ristrutturazione può essere omologato nonostante il dissenso di una o più classi alla condizione che “le classi di voto dissenzienti di creditori interessati ricevano un trattamento più favorevole di quello delle classi inferiori”), che, salvo quanto osservato *sub* (i), corrisponde alla regola della priorità relativa italiana, e la regola di non discriminazione (il piano di ristrutturazione può essere omologato nonostante il dissenso di una o più classi alla condizione che “le classi di voto dissenzienti di creditori interessati ricevano un trattamento almeno tanto favorevole quanto quello delle altre classi dello stesso rango”), la quale non sembra ricompresa nella regola di priorità relativa italiana (ma, sul punto, si vedano i §§ 3.2 del secondo capitolo e 3.1 di questo capitolo); (iii) nel caso della EU RPR, non basta che la classe *senior* sia soddisfatta “non peggio” rispetto alla classe *junior*, come secondo una possibile versione della regola della priorità relativa italiana, ma occorre sempre che la classe *senior* sia soddisfatta *meglio* della classe *junior* (occorre, per vero, che la prima sia trattata *più favorevolmente* della seconda).

La RPR europea, poi, si distingue dalla versione statunitense (US RPR) per le ragioni già evidenziate (*supra*, § 4.3, nota 634).

invece, costituisce la vera novità normativa della Direttiva, novità sulla quale gli Stati Membri sono chiamati a prendere una posizione entro il mese di luglio 2021 (in teoria tale seconda parte della norma andrebbe più propriamente chiamata regola di priorità relativa in senso stretto, ma per semplicità si continuerà a chiamarla *relative priority rule* o RPR, ferme restando le considerazioni già espresse in punto di operatività della regola di non discriminazione nei rapporti orizzontali fra classi). Occorre sin da subito rilevare che, mentre nel testo della Direttiva del 2018 (Approccio Generale) le due regole erano poste sullo stesso piano (si veda il considerando 28-*bis* e l'art. 11, par. 2-*bis*, Approccio Generale), nel testo finale della Direttiva approvato a giugno 2019 la RPR risulta la regola di applicazione generale (e, dunque, da considerarsi come regola di preferenza), salvo che gli Stati Membri optino per la APR.

Da quanto affermato sinora dovrebbe emergere che la RPR europea, ed in particolare il requisito per il quale le classi *seniores* (dissenzienti) dovrebbero essere soddisfatte “meglio” – ma non necessariamente integralmente – rispetto alle classi *juniores*, è nata e si è sviluppata non tanto come regola indipendente dotata di un proprio fondamento teorico, ma, piuttosto, per reagire ed offrire una possibile soluzione alle criticità della APR<sup>652</sup>.

Tra l'altro, l'idea (e il nome stesso) di una “regola di priorità relativa” (invece che “assoluta”) <sup>653</sup> sembra essere stata mutuata da una elaborazione dottrinale statunitense che argomenta a favore di una “*relative priority rule*” (US RPR) che, però, come già visto, è una regola del tutto diversa rispetto alla RPR europea, per la semplice ragione che la US RPR rispetta appieno il diritto della classe *senior* (dissenziante) ad essere soddisfatta integralmente, pur differendo nel tempo il momento in cui i diritti delle parti sono compiutamente definiti<sup>654</sup>.

---

<sup>652</sup> Ed infatti si vedano MOKAL, TIRADO, *Has Newton had his day?*, cit., p. 22, i quali sottolineano che la RPR “*is likely to address many of the APR's problems*”.

<sup>653</sup> Effettivamente, in un documento del EUROPEAN LAW INSTITUTE, *Rescue of Business in Insolvency Law*, a cura di Wessels e Madaus, 2017, disponibile al sito [https://www.europeanlawinstitute.eu/fileadmin/user\\_upload/p\\_eli/Publications/Instrument\\_INSOLVENCY.pdf](https://www.europeanlawinstitute.eu/fileadmin/user_upload/p_eli/Publications/Instrument_INSOLVENCY.pdf) (poi pubblicato da OUP, 2020), pp. 334-336, si argomenta, citando il Professor Baird (sostenitore, però, della US RPR), a favore di una regola, denominata “*relative priority rule*”, la quale “*should, however, not dictate that junior creditors or shareholders may not receive any value before all senior creditors have been paid. Instead, it should be possible (not necessary) to keep such stakeholders in the capital structure as long as the plan provides that they only receive distributions on their rights after senior claims have been paid according to the plan (relative priority)*”, enfasi aggiunta.

<sup>654</sup> Come già osservato, in base alla regola della priorità relativa statunitense (US RPR), i creditori *seniores* ricevono, a soddisfazione dei loro crediti, tutta l'*equity* nella società riorganizzata e gli investitori *juniores* ricevono un'opzione *call* con un prezzo pari all'importo dovuto ai creditori

Il fatto che la RPR europea sia stata concepita non tanto come regola autonoma dotata di un proprio fondamento teorico ma per reagire alle criticità della APR è confermato dal fatto che solo nel 2020 uno studioso europeo ha proposto una giustificazione teorica della RPR. Secondo questa teoria (che, per le ragioni che verranno evidenziate nel prosieguo, viene denominata “teoria della cooperazione”) la RPR si identificherebbe in un “*anti-discrimination-based fairness test*”<sup>655</sup>. In particolare, questa ricostruzione definisce qualsiasi ristrutturazione “*a new effort of stakeholders creating new value*” oppure “*a fresh start by means of cooperation*”<sup>656</sup>. In questa prospettiva, il *surplus* ricavabile dal piano è concepito quale “*cooperation premium*”<sup>657</sup>, ovvero il risultato positivo della cooperazione alla ristrutturazione da parte dei vari *stakeholders*. In questo contesto, le priorità acquisite *ex ante* dai vari titolari di pretese (anteriori) nei confronti del patrimonio del debitore sarebbero rilevanti in quanto definirebbero il livello di contributo di ciascuna classe alla riorganizzazione<sup>658</sup>. In questa prospettiva, più alta è la priorità acquisita *ex ante* da una determinata classe, più alto è il livello di contributo alla ristrutturazione, maggiore dovrebbe essere la porzione di *surplus* da assegnare a detta classe; altrimenti, la classe dovrebbe considerarsi discriminata rispetto alle altre classi (di rango inferiore)<sup>659</sup>. Questo costituirebbe, secondo tale teoria, il fondamento teorico della RPR ed in particolare del requisito per il quale le classi *seniores* dovrebbero partecipare al *surplus* ricavabile dal piano<sup>660</sup> in misura marginalmente maggiore –

---

*seniores* (BAIRD, *Priority Matters*, cit., p. 795). Se, alla data di esercizio dell’opzione (dopo tre o cinque anni dalla conferma del piano), la società avrà un valore maggiore della pretesa dei creditori *seniores*, i titolari dell’opzione la eserciteranno sostituendosi a questi ultimi nella struttura finanziaria della società; altrimenti, gli investitori *juniores* non avranno interesse ad esercitarla e perderanno qualsiasi pretesa residuale nei confronti della società.

<sup>655</sup> MADAUS, *Is the Relative Priority Rule right for your jurisdiction? A simple guide to RPR*, 2020, consultabile al sito <https://stephanmadaus.de/>, p. 5.

<sup>656</sup> MADAUS, *Is the Relative Priority Rule right for your jurisdiction?*, cit., p. 3.

<sup>657</sup> MADAUS, *Is the Relative Priority Rule right for your jurisdiction?*, cit., p. 4.

<sup>658</sup> MADAUS, *Is the Relative Priority Rule right for your jurisdiction?*, cit., p. 4: “*their [dei creditori] pre-petition legal entitlements towards the value of the business matter as they define their contribution to the cooperation exercise*”.

<sup>659</sup> MADAUS, *Is the Relative Priority Rule right for your jurisdiction?*, cit., p. 4: “[r]ecognising the reorganisation surplus as a cooperation premium would intuitively indicate that simply sharing this surplus pro rata under all stakeholders who contribute is fair. However, some cooperating stakeholders may expect a different distribution based on their legal entitlements. Indeed, not all stakeholders have the same legal position in relation to the debtor and, thus, not all stakeholders contribute the same way. Such differences may justify and even require a differentiated distribution in order to avoid a discrimination. The distribution of the reorganisation surplus under the plan is only fair if (a) all classes have agreed to the distribution or (b) if the dissenting class is not discriminated against”.

<sup>660</sup> E cioè a quel *quid pluris* che il piano di ristrutturazione è in grado di generare rispetto al valore ricavabile nella liquidazione del debitore, sia essa una liquidazione per settori o una vendita

ma non necessariamente integrale – rispetto alle classi *juniores* (la RPR, appunto, consente alle classi dissenzienti con priorità più alta di appropriarsi di una maggiore porzione di *surplus* rispetto alle classi con priorità inferiore). Questa teoria può essere criticata sotto diversi profili. Ad esempio, non si capisce perché, se la ristrutturazione è una forma di cooperazione – e non un meccanismo alternativo di attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore, come lo stesso Autore chiarisce<sup>661</sup> – tale cooperazione dovrebbe essere imposta ad alcune classi senza il loro consenso. In altre parole, non si capisce perché alcune classi dovrebbero essere costrette a cooperare quando, votando in senso contrario alla proposta, hanno chiaramente manifestato la loro volontà nel senso di non voler cooperare affatto. Inoltre, posto che il requisito del “trattamento più favorevole” delle classi *seniores* rispetto alle classi *juniores* sembrerebbe da interpretare nel senso che è sufficiente che la classe *senior* (dissenziente) riceva anche un euro in più rispetto alla classe *junior*, non si capisce perché alcune classi dovrebbero poter decidere (a maggioranza) il livello di cooperazione e dunque il livello di soddisfazione di altre classi (quelle che si sono espresse in senso contrario al piano ma il cui dissenso è suscettibile di essere superato attraverso il meccanismo della ristrutturazione trasversale dei debiti). Si pensi ad un piano di ristrutturazione che distribuisca il valore da esso ricavabile, pari a 100, secondo questo ordine: 60 alla classe *senior*<sup>662</sup>, 21 alla classe intermedia<sup>663</sup>, 19 alla classe *junior*<sup>664</sup> (si immagini che tutte le classi abbiano una uguale pretesa nei confronti del patrimonio del debitore pari, ad es., a 70). La classe *senior* e la classe *junior* votano a favore del piano, la classe intermedia vota in senso contrario. Nell’ambito del meccanismo di ristrutturazione trasversale dei debiti ove il criterio per superare il dissenso di una classe sia la RPR, questo piano potrebbe agevolmente essere omologato dalla corte (ammesso che le altre disposizioni del piano rispettino tutti gli altri criteri per la sua omologazione, tra i quali l’EU BIT). Infatti, questa distribuzione rispetta la RPR, perché la classe dissenziente (quella intermedia, con un rango superiore rispetto alla classe *junior*) è trattata “più favorevolmente” rispetto alla classe che occupa una posizione

---

dell’impresa in regime di continuità aziendale, oppure nel caso del migliore scenario alternativo possibile se il piano di ristrutturazione non fosse omologato.

<sup>661</sup> MADAUS, *Is the Relative Priority Rule right for your jurisdiction?*, cit., p. 3; ID., *Leaving the Shadows*, cit., pp. 615 ss.

<sup>662</sup> Ad esempio, la classe dei creditori chirografari.

<sup>663</sup> Ad esempio, la classe dei creditori subordinati.

<sup>664</sup> Ad esempio, la classe dei soci (come già anticipato, ai sensi della Direttiva i soci possono essere riuniti in una classe di voto).



inferiore nella scala gerarchica delle priorità. Tuttavia, non si capisce perché le due classi (quella *senior* e quella *junior*) dovrebbero decidere *a maggioranza* che il livello di contributo (e quindi di soddisfazione) della classe intermedia (*senior* rispetto alla classe *junior*) è solo 21 e non, ad esempio, 40 oppure 30. Come si è già visto, il principio maggioritario non autorizza un gruppo di soggetti con un certo interesse ad assumere decisioni vincolanti anche per un altro gruppo di soggetti con un interesse del tutto diverso (in questo caso, il principio maggioritario non autorizza affatto la classe *senior* e la classe *junior* a decidere a maggioranza il livello di contributo e quindi il livello di soddisfazione della classe intermedia)<sup>665</sup>. Soprattutto, ritenere che una classe *senior* sia discriminata (nei rapporti verticali fra classi) rispetto a una classe *junior* se la prima non è trattata più favorevolmente rispetto alla seconda sembra arbitrario. Infatti, gli investitori *seniores* non hanno negoziato la loro posizione nel mercato per essere trattati meglio degli investitori *juniores*, ma per essere soddisfatti integralmente *prima* degli investitori *juniores*. In questa prospettiva, il requisito del miglior trattamento (delle classi *seniores* rispetto alle classi *juniores*) introduce un elemento di discontinuità che è difficile da giustificare sul piano dei principi<sup>666</sup>.

In ogni modo, al di là del fondamento teorico della RPR, occorre osservare come essa non rappresenti nemmeno sul piano pratico una soluzione ottimale alle criticità della APR evidenziate *supra*.

Come già accennato, una delle principali ragioni per le quali la RPR è stata concepita ed introdotta nel testo della Direttiva è stata la preoccupazione che l'applicazione della rigida APR nell'ambito del meccanismo di ristrutturazione trasversale dei debiti impedisse l'omologazione di piani di ristrutturazione che coinvolgessero i soci originari nella riorganizzazione della società in dissesto. Secondo i sostenitori della RPR, ciò si ripercuoterebbe negativamente – specialmente nelle PMI – sugli incentivi del debitore-società di capitali a ricorrere in tempo alle procedure di ristrutturazione e sull'opportunità di sfruttare il

---

<sup>665</sup> In proposito, si veda quanto argomentato ai §§ 3 ss. del secondo capitolo di questo lavoro. Per un accenno alla questione relativa alle possibili difficoltà di “comparare” il trattamento riservato alla classe dei creditori con quello riservato al gruppo dei soci e di stabilire che il trattamento previsto per i primi è “più favorevole” rispetto a quello assegnato ai secondi si veda la nota 668.

<sup>666</sup> Come argomentato nel secondo capitolo di questo lavoro, la deroga all'ordine gerarchico delle priorità acquisite *ex ante* è generalmente ammissibile e giustificabile nel caso in cui la maggioranza all'interno di un gruppo (la classe) di soggetti con interessi omogenei voti in suo favore (autonomia) e il giudice sia posto nella condizione di verificare l'effettiva omogeneità degli interessi dei votanti (eteronomia).

contributo c.d. “non monetario” (patrimonio di conoscenze, contatti, *know-how*) strettamente legato alle persone dei vecchi soci-impreditori. In questo senso, l’introduzione della RPR è stata motivata sulla base della considerazione per la quale essa “*makes it more feasible for plans to be confirmed that permit equity holders to retain a stake in the debtor or its business, which in turn is likely to incentivise – particularly in the case of MSMEs – greater and more timely use of restructuring proceedings and the option of drawing on equity’s debtor specific knowledge, expertise, and goodwill*”<sup>667</sup>. Infatti, richiedendo solamente che la classe (dissenziente) di creditori (classe *senior*) sia soddisfatta “più favorevolmente” rispetto a quella dei soci (classe *junior*)<sup>668</sup>, la RPR consentirebbe facilmente di omologare piani che coinvolgano questi ultimi nella ristrutturazione.

In verità, non era necessario spingersi sino ad affermare l’operatività della RPR per perseguire la finalità di coinvolgere i vecchi soci nella riorganizzazione della società in crisi pur a fronte del dissenso di una o più classi di creditori. In altre parole, l’esigenza di includere i vecchi soci non mi sembra una ragione *sufficiente* a giustificare l’introduzione della RPR nella Direttiva (e, dunque, nei vari ordinamenti nazionali).

In primo luogo, occorre osservare che non è vero che in applicazione della APR i vecchi soci sono sempre estromessi dalla società riorganizzata, in quanto, se tutte le classi votano a favore del piano, la APR (così come la RPR) non entra in gioco. In altri termini, qualora le varie classi riescano a trovare un accordo in punto di distribuzione del (plus)valore ricavabile dal piano secondo la tecnica della autonomia, nulla vieta che i soci vengano coinvolti nella ristrutturazione mantenendo tutte o parte delle partecipazioni nella società riorganizzata (o in altra società)<sup>669</sup>.

---

<sup>667</sup> MOKAL, *Fairness*, cit., pp. 46 s.

<sup>668</sup> Qui si pone, tra l’altro, il tema relativo a come stabilire che il trattamento offerto ai soci è meno favorevole rispetto a quello offerto alla classe dissenziente di creditori. In particolare, posto che nella Direttiva non sono presenti indicazioni circa il concreto funzionamento della RPR e che la dottrina a sostegno della RPR (MADAUS, *Is the Relative Priority Rule right for your jurisdiction?*, cit., *passim*) ha solo recentemente proposto una spiegazione relativa a come essa funzionerebbe nella pratica (ma il quadro non è ancora del tutto chiaro; in particolare, non si capisce se occorra confrontare la percentuale di soddisfazione rispetto al valore nominale della pretesa oppure la soddisfazione offerta dalla proposta in termini assoluti) ci si chiede quali criteri utilizzare per confrontare il trattamento offerto ai soci e quello offerto alla classe dissenziente di creditori. Sul punto, vi è chi ha ritenuto che confrontare il trattamento offerto ai soci con quello offerto ai creditori equivarrebbe a comparare “*apples and oranges*” (DE WEIJS *et al.*, *The Imminent Distortion of European Insolvency Law*, cit., p. 18).

<sup>669</sup> Come si è già sottolineato, coerentemente con quanto previsto nel modello statunitense (§ 1129 (a) e (b) *Chapter 11*), la Direttiva distingue il caso in cui il piano è approvato da tutte le classi di

In ogni caso, ritengo che per raggiungere l'obiettivo di coinvolgere i vecchi soci nelle ristrutturazioni delle società in crisi – anche in presenza di una classe dissenziente di creditori – non sia necessario spingersi sino a concepire ed introdurre la RPR. Al contrario, è sufficiente ricorrere alla soluzione proposta in questo lavoro (§ 4 di questo capitolo) – soluzione che, peraltro, era (ed è tuttora) già presente nella Direttiva<sup>670</sup> – ai sensi della quale, per superare il dissenso di una classe, il giudice dovrebbe di regola applicare la APR, salvo che sia dimostrato che una deroga a detta regola è giustificata e proporzionata nel caso concreto, in quanto il valore distribuito a favore della classe *junior* – pur in presenza di una classe *senior* dissenziente e non integralmente soddisfatta – si giustifica alla luce del contributo causale alla riorganizzazione che detta classe *junior* è in grado di apportare, contributo funzionale alla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio. Un sistema, dunque, che permette ai vecchi soci di partecipare alla riorganizzazione – anche attraverso la conservazione o l'assegnazione di partecipazioni nella società riorganizzata – pur in presenza di una o più classi dissenzienti di creditori non integralmente soddisfatti, quando, però, il proponente riesce a dimostrare che ciò è opportuno e ragionevole sotto lo stretto controllo del giudice (eteronomia). Grazie a questa soluzione (che può essere definita “APR con eccezioni sotto lo stretto controllo del giudice”), si raggiunge la finalità di coinvolgere i vecchi soci nelle ristrutturazioni e si evita che il *surplus* ricavabile dal piano venga distribuito in maniera asimmetrica come risultato del comportamento opportunistico di alcune classi a scapito di altre.

In effetti, le criticità della RPR non riguardano tanto il “risultato” al quale la sua applicazione potrebbe condurre (*i.e.*, partecipazione dei vecchi soci al *surplus* ricavabile dal piano pur in presenza di una classe dissenziente di creditori non integralmente soddisfatti), ma il “modo” in cui tale risultato viene conseguito. Infatti, ai sensi della RPR, la corte può solo controllare che la classe dissenziente di creditori sia soddisfatta “più favorevolmente” di quella dei soci, ma non ha

---

voto (piano consensuale), rispetto al quale non occorre attivare il meccanismo di ristrutturazione trasversale dei debiti e dunque la APR/RPR, e il caso in cui il piano non è approvato dall'unanimità delle classi (piano non consensuale) e allora occorre che la corte verifichi il rispetto della APR/RPR.

<sup>670</sup> Già il testo della Direttiva del 2018 conteneva la possibilità di derogare alla APR in determinate circostanze: “[g]li Stati membri possono mantenere o introdurre disposizioni che derogano al paragrafo 2 bis, lettera a) [che contiene la APR], qualora ciò sia necessario per conseguire gli obiettivi del piano di ristrutturazione e se il piano di ristrutturazione non pregiudica ingiustamente i diritti o gli interessi di alcuna parte interessata” (Art. 11, par. 2-*bis*, ult. periodo, Approccio Generale). Con riguardo al testo finale della Direttiva si veda l'art. 11, par. 2, ult. periodo, Direttiva.

tecnicamente il potere di bloccare i trasferimenti di valore non giustificati. Dunque, in applicazione di questa regola distributiva, è consentito ai soci originari di una società incapace di soddisfare tutti i suoi creditori alle scadenze pattuite di partecipare al *surplus* ricavabile dal piano senza necessariamente dover indicare (e provare) al giudice le ragioni a giustificazione del trasferimento di valore dai creditori ai soci. Ciò, a meno che non si voglia interpretare la RPR nel senso di richiedere alla corte, oltre alla verifica che la classe *senior* dissenziente sia trattata più favorevolmente di quella *junior*, anche la verifica del requisito aggiuntivo per il quale il trattamento delle due classi non è il risultato di trasferimenti opportunistici di valore fra di esse. Secondo questa impostazione, l'autorità giudiziaria dovrebbe rifiutare l'omologazione della proposta qualora il trattamento della classe *senior*, seppur più favorevole rispetto a quello previsto per la classe *junior*, non risulti, nel caso concreto, ragionevole e proporzionato. In questo modo, tuttavia, oltre a forzare il dato letterale ricavabile dalla Direttiva, si tornerebbe ad un sistema che applica la APR con eccezioni laddove giustificate sotto lo stretto controllo del giudice.

D'altra parte, come già sottolineato nell'arco del lavoro, una regola, come la RPR, che consente ai soci di società con patrimonio incapiante di conservare "agevolmente" parte del valore della stessa a scapito dei creditori rischia di peggiorare il c.d. *moral hazard problem*, incentivando i fornitori di capitale di rischio a perseguire (per il tramite degli amministratori da loro nominati) progetti subottimali particolarmente rischiosi<sup>671</sup>. In effetti, pare ragionevole ritenere che la RPR possa avere effetti negativi in punto di aumento del costo del credito<sup>672</sup> (innalzamento dei tassi di interesse o dei prezzi) perché contempla espressamente la possibilità che i creditori (come gruppo) non ottengano quanto più possibile dalla soluzione negoziata della crisi (in quanto una parte del *surplus* può essere "liberamente" distribuita anche ai soci). Sul punto, si è già visto che un sistema di diritto della crisi delle imprese che, in caso di disfunzioni della garanzia patrimoniale del debitore, non consente di massimizzare la soddisfazione del ceto creditorio è un sistema che contribuisce ad innalzare il costo del credito per le

---

<sup>671</sup> SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, cit., pp. 1207 ss.

<sup>672</sup> Come già visto, quando si analizzano le norme di diritto fallimentare non si può prescindere dal considerare gli effetti delle stesse sul mercato del credito. Sul punto, JACKSON, *The Logic*, cit., p. 7 ("*Bankruptcy law is a response to credit*").

imprese, in quanto aumenta le probabilità che i creditori non verranno pagati integralmente, con la conseguenza che i tassi di interesse aumenteranno<sup>673</sup>.

Per quanto riguarda i rapporti fra le diverse tipologie di creditori, poi, si è osservato (§ 8 del primo capitolo e § 1 del secondo capitolo di questo lavoro) come sia poco coerente non applicare *ex post* (come avviene nel caso della RPR, che disapplica parzialmente l'ordine delle priorità acquisite *ex ante*) i criteri di distribuzione contrattati *ex ante*<sup>674</sup> proprio al fine di regolare il caso in cui le risorse disponibili siano insufficienti per soddisfare tutti<sup>675</sup>. Peraltro, non basta ritenere che le varie categorie di creditori adatteranno i tassi di interesse sulla base della RPR (ad esempio, i creditori subordinati abbasseranno i tassi di interesse in virtù della consapevolezza che, grazie alla RPR, possono ricevere un qualche valore dal piano anche se i creditori chirografari non sono stati integralmente soddisfatti). Sembra, piuttosto, che la RPR possa influire direttamente sulla tipologia e sulla natura dei contratti attualmente conclusi fra i vari operatori del mercato<sup>676</sup>. È noto, infatti, che “*insolvency law has effect on all contracts with a debtor and a creditor*”<sup>677</sup>. Se, nell'ambito del diritto fallimentare (e delle procedure concorsuali)<sup>678</sup> (*ex post*), si disconosce ciò che è stato pattuito *ex ante* (al di fuori del diritto fallimentare), le parti smetteranno di utilizzare (o muteranno) quegli strumenti di contrattazione proprio perché essi si rivelano inidonei a perseguire gli obiettivi per i quali sono

---

<sup>673</sup> SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, cit., pp. 1207 ss.; si veda anche quanto osservato da JACKSON, *The Logic*, cit., p. 8 (“*the terms on which consensual credit is extended depend to a substantial extent on the likelihood of voluntary repayment and on the means for coercing repayment*”).

<sup>674</sup> Oppure, in caso di creditori con privilegio legale, stabiliti *ex ante* dal legislatore sulla base di una valutazione di opportunità.

<sup>675</sup> Ed infatti, anche chi mette in dubbio l'opportunità di accogliere la APR nel nostro ordinamento non manca di sottolineare che “[l]a *absolute priority rule* [...] ha il pregio della prevedibilità e dell'eleganza concettuale, visto che attua – sul più elevato valore di ristrutturazione, anziché quello di liquidazione – l'ordine gerarchico delle pretese” (STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei soci*, cit., p. 82).

<sup>676</sup> DE WEIS *et al.*, *The Imminent Distortion of European Insolvency Law*, cit., pp. 13 ss.

<sup>677</sup> DE WEIS *et al.*, *The Imminent Distortion of European Insolvency Law*, cit., p. 14.

<sup>678</sup> Si potrebbe pensare che, poiché la Direttiva riguarda i quadri di ristrutturazione “preventiva” (cioè quadri che dovrebbero “prevenire” l'insolvenza), essa sia fuori dall'ambito del diritto fallimentare. Questo approccio sembra fuorviante. Infatti, l'applicazione delle garanzie e dei principi del diritto fallimentare dipende dalle conseguenze della procedura per i creditori. Se viene richiesta e imposta ai creditori, senza il loro consenso, una falcidia o una modificazione dei loro diritti, devono entrare in gioco i principi e le salvaguardie tipiche del diritto fallimentare. In altre parole, anche se il quadro di ristrutturazione preventiva si pone formalmente al di fuori dell'insolvenza, si tratta di una procedura di insolvenza per quanto riguarda le sue conseguenze. Per l'opinione che la Direttiva propone essenzialmente una procedura di insolvenza simile al *Chapter 11*, ma “troncata”, e non un quadro di ristrutturazione preventiva, si veda EIDENMÜLLER, *Contracting*, cit., pp. 273, 286; TOLLENAAR, *The European Commission's Proposal*, cit., pp. 65 s. sottolinea il carattere schizofrenico della Direttiva.

stati predisposti. Si pensi, ad esempio, alle clausole contrattuali di subordinazione. Se, nell'ambito del diritto della crisi delle imprese – il quale opera proprio quando il patrimonio del debitore è (oppure sarà in via prospettica) incapiente – si consente ai creditori subordinati di ricevere qualcosa prima che i creditori chirografari vengano soddisfatti integralmente, si vanifica la funzione e la struttura delle clausole di subordinazione stesse, le quali, appunto, esigono che i creditori subordinati siano pagati solo dopo che i creditori non subordinati sono stati soddisfatti integralmente. Questa è la ragione per la quale non sembra opportuno trattare un valore o un diritto in modo diverso al di fuori del diritto fallimentare (e delle procedure concorsuali) e nell'ambito dello stesso. In altre parole, sembra ragionevole ritenere che il diritto fallimentare (e delle procedure concorsuali) dovrebbe limitarsi a riprodurre ed attuare quanto statuito al di fuori del diritto fallimentare (in attuazione, appunto, della responsabilità patrimoniale del debitore). Quanto appena detto vale anche per quanto riguarda quei creditori che non contrattano *ex ante* la loro posizione giuridica (i creditori involontari, i creditori assistiti da privilegio) e che quindi non possono reagire (aumentando il costo del credito o modificando lo strumento di contrattazione) al mutamento della regola di trattamento *ex post*. Infatti, come già sostenuto nel § 3.3 del primo capitolo di questo lavoro, pare meritevole di accoglimento quella ricostruzione secondo la quale il diritto fallimentare (e delle procedure concorsuali) non dovrebbe essere direttamente impiegato dai vari ordinamenti giuridici per perseguire specifici scopi sostanziali di politica del diritto (ad esempio, la protezione dei creditori involontari, dei lavoratori, del fisco; il salvataggio delle imprese *per se*) attraverso norme “speciali” di diritto fallimentare, ma dovrebbe limitarsi ad attuare *ex post* ciò che è stato stabilito *ex ante* al di fuori del diritto fallimentare (non solo dalle parti attraverso gli strumenti contrattuali, ma anche dal legislatore nel perseguimento di determinate politiche legislative)<sup>679</sup>; altrimenti, il diritto fallimentare (e delle

---

<sup>679</sup> Questa fondamentale teoria (“*Creditors’ Bargain Theory*”), che ha influenzato l’evolversi del diritto fallimentare non solo negli Stati Uniti, ma anche in molti altri ordinamenti giuridici fondati su una economia di mercato, è stata principalmente sviluppata dallo studioso statunitense Thomas H. Jackson nell’opera che, appunto, si intitola “*The Logic and Limits of Bankruptcy Law*” ad indicare quale debba essere la ragione giustificatrice, lo scopo, del diritto fallimentare e delle procedure concorsuali (“the Logic”) e quali invece i suoi limiti (“the Limits”, cioè le funzioni che il diritto fallimentare non può e non deve perseguire *per se*): “in its role as a collective debt-collection device, bankruptcy law should not create rights. Instead, it should act to ensure that the rights that exist are vindicated to the extent possible” (p. 22); “[b]ankruptcy law cannot both give new groups rights and continue effectively to solve a common pool problem. Treating both as bankruptcy questions interferes with bankruptcy’s historic function as a superior debt-collection system against insolvent debtors” (p. 26).

procedure concorsuali) potrebbe essere utilizzato per ottenere benefici privati in maniera opportunistica<sup>680</sup>; in questa prospettiva, se il legislatore intende assicurare una particolare protezione ai lavoratori e agli altri collaboratori dell'imprenditore, lo può fare attribuendo loro un privilegio (come infatti già avviene nel nostro sistema<sup>681</sup>), privilegio che, poi, *troverà compiuta attuazione e riconoscimento nell'ambito del diritto fallimentare (e delle procedure concorsuali)*<sup>682</sup>. Secondo questa linea, mutare (come fa la RPR) nel diritto della crisi delle imprese ciò che è stato predisposto *ex ante* (nel perseguimento di determinate *policies* o interessi contrattuali) non fa altro che vanificare quella determinata *policy* (o quel determinato strumento contrattuale)<sup>683</sup>.

Come già più volte ripetuto, quanto appena detto è valido in un sistema che concepisce – correttamente – il diritto fallimentare e delle procedure concorsuali (incluso l'istituto concordatario) come un meccanismo collettivo di attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore alternativo rispetto alla tutela esecutiva individuale, funzionale alla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio.

Per quanto riguarda, infine, il problema – sollevato da alcuni oppositori della APR – dei comportamenti di *hold out* e *free riding*, può replicarsi che, in verità, in un sistema dominato dalla APR le parti (*rectius*, le classi) hanno un incentivo a votare a favore del piano per evitare l'incerto e costoso processo di valutazione della società (al valore di riorganizzazione) da parte della corte fallimentare. Nel sistema

---

<sup>680</sup> JACKSON, *The Logic*, cit., p. 26: “[f]ashioning a distinct bankruptcy rule – such as one that gives workers rights they do not hold under nonbankruptcy law – creates incentives for the group advantaged by the distinct bankruptcy rule to use the bankruptcy process even though it is not in the interest of the owners as a group [e, dunque, la funzione della massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio viene compromessa]”.

<sup>681</sup> Art. 2751-bis, comma 1, nn. 1, 2 e 3, c.c.

<sup>682</sup> E, si noti, qui non si sta argomentando nel senso che i lavoratori (o i creditori involontari) e, ad esempio, le grandi banche dovrebbero essere trattati nello stesso modo; si sta affermando che decidere se i lavoratori e le grandi banche debbano essere trattate nello stesso modo non è una questione attinente al diritto fallimentare *per se*, ma è una questione che dovrebbe essere affrontata dal legislatore al di fuori del (e a prescindere dal) diritto fallimentare. Questo perché, a mio parere (si veda anche il § 3 del primo capitolo di questo lavoro), unica funzione del diritto fallimentare e delle procedure concorsuali dovrebbe essere quella di attuare la responsabilità patrimoniale del debitore attraverso una procedura collettiva, risolvendo quello che si è definito *common pool problem*. Sul punto, JACKSON, *The Logic*, cit., p. 33 (“[c]hanges in nonbankruptcy rights should be made only if they benefit all those with interests in the firm as a group. A rule change unrelated to the goals of bankruptcy creates incentives for particular holders of rights in assets to resort to bankruptcy in order to gain for themselves the advantages of that rule change, even though a bankruptcy proceeding would not be in the collective interest of the investor group”).

<sup>683</sup> DE WEIS *et al.*, *The Imminent Distortion of European Insolvency Law*, cit., p. 15 (“[i]f insolvency law is allowed to develop in such a way that it no longer respects the basic fabric of our private law, our market economy and our society changes”).

statunitense, ad esempio, il processo di valutazione e la APR sono stati definiti “*penalty default rules*”, le quali incentivano le varie classi a trovare un accordo su come spartirsi il (plus)valore della società riorganizzata<sup>684</sup>. Sotto questo profilo, alcuni commentatori europei hanno subito sottolineato che l’adozione della RPR avrebbe l’effetto di privare le parti di una chiara linea guida per le trattative intorno al contenuto del piano, in quanto, posto che quest’ultima regola potrebbe essere soddisfatta anche nel caso in cui la classe *senior* riceva un euro in più rispetto alla classe *junior*, le varie classi negozierebbero le loro posizioni giuridiche nell’incertezza di “cosa – e, soprattutto, quanto – spetta a chi” (“*who gets what*”)<sup>685</sup>. Infine, giova ricordare che una soluzione simile alla RPR europea non è mai stata presa in considerazione nel sistema statunitense dove pure la APR è da più parti criticata. Come si è visto, né la soluzione proposta dall’ABI (sia con riferimento alle imprese non piccole, che con riferimento alle PMI)<sup>686</sup>, né la versione della US RPR suggerita da una parte della dottrina consentono di giungere ad un risultato analogo a quello conseguibile attraverso la RPR europea. Infatti, ai sensi della US RPR, è vero che alla classe *junior*, che si trova in una posizione *out-of-the-money* anche rispetto al valore di riorganizzazione e che, se fosse applicata la APR, sarebbe estromessa dalla struttura finanziaria della società, viene attribuita una “opzione”, e dunque uno strumento suscettibile di valutazione economica; tuttavia, secondo il meccanismo della US RPR, il valore di tale opzione dipende dalla circostanza che il valore della società a distanza di tre o cinque anni dalla omologazione del piano sia sufficiente a ripagare *integralmente* i creditori *seniores* (con gli interessi). Dunque, l’ordine delle priorità acquisite *ex ante* non viene sovvertito (neppure parzialmente, come invece avviene ai sensi della RPR europea)<sup>687</sup>.

In conclusione, posto che la RPR (ed in particolare il requisito per il quale è sufficiente che le classi *seniores* siano soddisfatte meglio delle classi *juniores*): (i) non sembra avere un solido fondamento teorico; (ii) non sembra idonea a risolvere

---

<sup>684</sup> SEYMOUR, SCHWARCZ, *Corporate Restructuring*, cit., pp. 15 ss.

<sup>685</sup> KROHN, *Rethinking Priority*, cit., p. 17. Per uno studio su come l’informazione imperfetta influenzi le decisioni delle parti e le relative negoziazioni si veda BEBCHUK, *Litigation and settlement under imperfect information*, in *Rand Journal of Economics*, 15, 1984, pp. 404 ss.

<sup>686</sup> Si veda la nota 634.

<sup>687</sup> Sul punto, BAIRD, *Priority Matters*, cit., pp. 795 s.: “[r]elative priority can be implemented simply. For example, the senior investor can be given all the equity in the reorganized firm, and the junior investor can be given a call option on this equity with a strike price equal to the amount owed the senior investor [...] The senior investor will be paid first. But the junior investor still receives its share if the reorganized firm ultimately flourishes”. Si vedano le note 634 e 654 per ulteriori richiami.



i problemi della APR (in particolare, si è cercato di dimostrare che non occorre spingersi sino ad adottare la RPR per risolvere il problema della partecipazione dei vecchi soci(-imprenditori) nelle ristrutturazioni societarie, ma basta un meccanismo che attua la APR con eccezioni sotto lo stretto controllo del giudice); (iii) sembra avere effetti pregiudizievoli sul mercato del credito, pare ragionevole concludere che gli Stati Membri – e dunque anche l’Italia – non abbiano motivo per recepirla nei loro ordinamenti nazionali, dovendo piuttosto optare per la APR con eccezioni sotto lo stretto controllo dell’autorità giudiziaria (eteronomia), secondo il modello suggerito in questo lavoro (§§ 4 ss. di questo capitolo)<sup>688</sup>.

## 6. Conclusioni

Il problema della distribuzione del (plus)valore generato attraverso un concordato preventivo con continuità aziendale (il “problema distributivo”) è stato affrontato in questo lavoro alla luce di una ricostruzione che, valorizzando una serie di indici normativi e di “mutamenti di prospettiva” che hanno caratterizzato il recente

---

<sup>688</sup> Sotto questo profilo, mi pare criticabile la previsione della Direttiva (art. 11, par. 1, Direttiva) per la quale il piano può essere confermato dall’autorità giudiziaria o amministrativa nonostante il dissenso di una o più classi solo su proposta del debitore o con l’accordo del debitore (quest’ultimo requisito può essere limitato ai casi in cui i debitori sono PMI). Ciò, a maggior ragione, considerando che, ai sensi del considerando 53, nel caso di una persona giuridica, “gli Stati membri dovrebbero poter decidere se allo scopo di adottare od omologare un piano di ristrutturazione il debitore debba intendersi come il consiglio di [amministrazione] della persona giuridica o una determinata maggioranza di azionisti o detentori di strumenti di capitale”. In questa prospettiva, è chiaro che, se si subordina l’operatività del *cross-class cram-down* al consenso del debitore (soprattutto quando inteso nel senso di “una determinata maggioranza di azionisti o detentori di strumenti di capitale”), quest’ultimo potrà esercitare un potere di *hold out* che gli permetterà di sottrarre opportunisticamente valore ai creditori. Per vero, questa disposizione sembra essere il risultato di un malinteso. In effetti, la “ristrutturazione trasversale dei debiti” non dovrebbe essere percepita come un meccanismo che va a beneficio del debitore (cioè della società), consentendogli di ristrutturare la propria esposizione debitoria liberandosi di alcuni debiti (quelli delle classi *out-of-the-money*), ma piuttosto come un meccanismo che va a beneficio di coloro che sono *in-the-money* (di solito, i creditori), che possono sperare di essere soddisfatti partendo da una rinnovata struttura finanziaria. Richiedere il consenso del debitore (soprattutto quando per debitore si intendono “i suoi azionisti”) conferisce al debitore un potere di *hold out* che rischia di avere effetti pregiudizievoli in punto di incentivi dei vari operatori del mercato. Peraltro, non si capisce se il requisito dell’accordo del debitore per l’operatività del meccanismo di ristrutturazione trasversale dei debiti debba trovare applicazione anche laddove il piano sia proposto dai creditori (o dai professionisti nel campo della ristrutturazione), come pure la Direttiva consente (benché come mera opzione per gli Stati Membri) all’art. 9, par. 1, secondo periodo. Se la risposta fosse positiva, si giungerebbe a risultati del tutto illogici (in quanto i creditori, nel formulare la loro proposta e il loro piano, presumibilmente per reagire a quelli, evidentemente insoddisfacenti, formulati dal debitore, dovrebbero tenere in considerazione il fatto che, per superare il dissenso di alcune classi – cioè per poter utilizzare il meccanismo di ristrutturazione trasversale dei debiti – e ottenere l’omologazione del piano, devono “comprare” l’accordo del debitore stesso). Risultati, tra l’altro, simili a quelli che potevano essere conseguiti, in Italia, prima della riforma del concordato preventivo del 2015, la quale, come si è visto, ha introdotto una serie di disposizioni volte, appunto, a superare (ancorché non integralmente) l’esigenza del consenso dei soci/debitore per l’omologazione di proposte concordatarie (eventualmente) acquisitive.

sviluppo del diritto della crisi delle imprese, individua nel concordato preventivo, secondo le sue varie declinazioni (concordato liquidatorio; concordato con continuità soggettiva oppure oggettiva, eventualmente nella variante del concordato riorganizzativo), un mezzo di attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore volto alla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio.

Dalla corretta individuazione della natura e della funzione della procedura concordataria nel nostro sistema di diritto fallimentare è stato possibile ricostruire, in via interpretativa, un diritto dei titolari di pretese (a qualunque titolo) nei confronti del patrimonio del debitore-società di capitali in concordato (e dunque non solo dei creditori, ma anche dei soci della società stessa) a partecipare al (plus)valore concordatario secondo il rango della propria pretesa, e cioè seguendo l'ordine di distribuzione del patrimonio del debitore, così come definito dalle cause legittime di prelazione, dalle regole di postergazione, dal residuale principio della *par condicio creditorum* e da quello per il quale il sacrificio delle ragioni dei creditori postula l'azzeramento di quelle dei soci.

Nello specifico, il “diritto al (plus)valore concordatario secondo il rango” è stato analizzato in questo lavoro alla luce di un duplice paradigma, quello della autonomia e quello della eteronomia.

Nell'ambito del primo (la autonomia), che nel concordato preventivo trova attuazione attraverso l'utilizzo della regola maggioritaria, si è in primo luogo cercato di dimostrare – valorizzando una serie di indici normativi e sistematici, nonché alcune indicazioni provenienti dal diritto comparato – la natura *disponibile*, da parte del gruppo di titolari di pretese, purché con interessi omogenei (classe), del diritto al (plus)valore concordatario (diritto collettivo). In questa prospettiva, ciascuna classe può rinunciare, a maggioranza, alla sua quota di (plus)valore secondo il rango, votando a favore di una proposta (allora da ritenersi giuridicamente ammissibile) che distribuisce il (plus)valore ricavabile dal piano in deroga a tale diritto (in deroga, cioè, all'“ordine delle cause legittime di prelazione”). Dalla natura disponibile (da parte della classe di soggetti con interessi omogenei) del diritto al (plus)valore concordatario secondo il rango si è, quindi, ricavato il corollario per il quale, nell'ambito del paradigma della autonomia, le varie classi possono liberamente accordarsi su come spartirsi il (plus)valore ricavabile dal concordato, purché, però, siano rispettati i limiti di giustificazione e applicazione della regola maggioritaria; vi sia, cioè, il consenso alla proposta da

parte di ogni classe che riceva una soddisfazione inferiore rispetto a quella che le spetterebbe secondo il rango. Quest'ultimo principio, si è osservato, è posto alla base di quella regola che nel diritto statunitense, così come nel sistema delineato dalla Direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva, viene definita *absolute priority rule* (regola di priorità assoluta).

In secondo luogo, si è osservato che il “diritto al (plus)valore concordatario secondo il rango” si configura, più propriamente, come un diritto a partecipare al (plus)valore creato dal piano *in forme anche diverse dal pagamento in denaro e in tempi brevi*: in forme, cioè, connotate da un certo livello di rischio, ad esempio azioni o quote nella società riorganizzata. Ciò, per via della necessaria correlazione fra i concetti di “(plus)valore” e “rischio”: come si è tentato di dimostrare nell’arco del lavoro, il primo non potrebbe generarsi in assenza del secondo. Da ciò discende che qualora la classe intenda beneficiare del (plus)valore (votando, a maggioranza dei suoi membri, a favore della proposta), dovrà anche accettare forme di soddisfazione connotate da un certo livello di rischio.

Individuata la natura disponibile e collettiva del diritto al (plus)valore, e chiariti i limiti di giustificazione del paradigma dell’autonomia, si è quindi passati alla analisi del problema distributivo nell’ambito della tecnica della eteronomia. Si è così rilevato che una proposta concordataria che viola il diritto della classe alla quota di (plus)valore secondo il rango non è, almeno di regola, omologabile da parte del giudice, laddove manchi il consenso di detta classe. Così, non sarà omologabile una proposta concordataria che attribuisca ad una classe di soggetti di rango inferiore una qualche soddisfazione, qualora la classe di rango *potiore* non risulti integralmente soddisfatta e sia dissenziente. Allo stesso modo, non dovrebbe ritenersi omologabile una proposta concordataria che attribuisca un trattamento differente a due classi dello stesso rango, contro il dissenso della classe discriminata.

Non solo: dalla corretta ricostruzione del diritto alla liquidazione (cioè del diritto alla conversione dei beni del debitore in denaro) quale forma di tutela essenziale in caso di disfunzioni della garanzia patrimoniale del debitore, si è potuto argomentare nel senso della non omologabilità, da parte dell’autorità giudiziaria, della proposta concordataria che non attribuisca alla classe, titolare di una pretesa *in-the-money* nell’ipotesi in cui il patrimonio del debitore fosse liquidato (cioè convertito in denaro), la possibilità di uscire dalla procedura (diritto di *exit*) con il *valore di*

*liquidazione* della propria pretesa (in quanto *in-the-money*, appunto) pagato in denaro (e in tempi brevi), qualora essa non accetti (a maggioranza) forme di soddisfazione connotate da un certo livello di rischio (ad esempio, azioni o quote nella società riorganizzata). In altre parole, da una corretta ricostruzione del significato e dei limiti del sistema di attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore (artt. 2740 ss. c.c.) si è ricavato il principio per il quale ciascuna classe ha il diritto di decidere, a maggioranza, se optare per la possibilità di beneficiare del *surplus* concordatario – accettando, però, forme di soddisfazione connotate da un certo livello di rischio – oppure se accontentarsi del (minor) valore di liquidazione della propria pretesa (se *in-the-money* nella liquidazione), allora pagato in denaro e in tempi brevi.

Da ultimo, si è affrontato il tema delle possibili eccezioni al principio per cui ciascuna classe dovrebbe poter partecipare al (plus)valore generato dal piano secondo il rango della pretesa (*absolute priority rule*), in particolar modo per quanto riguarda i rapporti fra soci, titolari di una pretesa di ultima istanza, e creditori di società di capitali in crisi.

Nello specifico, posto che dalla applicazione del principio sopra detto dovrebbe discendere che i soci di società di capitali in crisi, titolari di una pretesa residuale, non potrebbero ricevere alcun valore – in termini di conservazione delle loro vecchie partecipazioni oppure di assegnazione di nuove partecipazioni nella società riorganizzata o in altra società eventualmente costituita – se tutte le classi di creditori non sono state soddisfatte integralmente oppure non abbiano accettato una distribuzione in deroga al diritto alla quota di (plus)valore secondo il rango, si è rilevato come questo risultato non sia sempre desiderabile, specialmente nelle piccole-medie imprese tipiche della realtà italiana ed europea. Infatti, ci potrebbero essere dei casi nei quali, al di là delle specifiche cause della crisi, il successo della riorganizzazione dipende dal continuo coinvolgimento dei vecchi soci-imprenditori nella compagine sociale, i quali, però, saranno disposti a collaborare alla ristrutturazione solo se muniti dei giusti incentivi (in termini di conservazione di una parte del valore della società riorganizzata).

Si è trattato dunque di capire se fosse possibile individuare degli spazi per consentire ai vecchi soci di partecipare al (plus)valore della società riorganizzata pur in presenza di una classe di creditori dissenziente e non integralmente soddisfatta. In vero, tali spazi sono stati individuati nell'ambito di una riflessione

sulla nozione di avviamento soggettivo (e sua imputabilità) e sulla corretta definizione e perimetrazione dei concetti di “valore di riorganizzazione” o “(plus)valore concordatario”. In questa prospettiva, il giudice potrebbe omologare una proposta concordataria che distribuisce valore ai soci originari, pur in presenza di una classe dissenziente di creditori non integralmente soddisfatti, se è stato dimostrato che la partecipazione dei primi alla ristrutturazione della società in crisi non è frutto di un comportamento opportunistico volto a sottrarre valore ai creditori, ma è funzionale al successo della ristrutturazione e alla massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio (eterotutela), oltre che proporzionata al contributo che i soci-imprenditori sono in grado di apportare alla riorganizzazione stessa. Nell’ambito di questo sistema è stato peraltro evidenziato il potenziale ruolo della concorrenza (proposte concordatarie concorrenti) come ulteriore forma di protezione dei creditori, la quale si aggiunge, senza sostituirla, alla eterotutela del giudice.

Infine, si è evidenziato che la soluzione al problema distributivo assume una rilevanza particolare alla luce della Direttiva europea sui quadri di ristrutturazione preventiva – che dovrà essere attuata nel nostro ordinamento auspicabilmente entro il mese di luglio 2021 – e dell’alternativa di fondo ivi prospettata fra *absolute priority rule* (con eccezioni sotto lo stretto controllo dell’autorità giudiziaria o amministrativa) e *relative priority rule*. Al riguardo, si è messa in evidenza la diversità di significato che la locuzione “*relative priority rule*” assume nel dibattito europeo (c.d. EU RPR) e in quello statunitense (c.d. US RPR).

Per tutte le ragioni contenute in questo lavoro, la prima delle alternative sopra menzionate (*absolute priority rule* con eccezioni sotto lo stretto controllo del giudice) appare l’unica coerente con i principi in materia di responsabilità patrimoniale del debitore e di tutela del credito propri del nostro ordinamento giuridico e si lascia, dunque, preferire. A questo proposito, si è chiarito che le aperture compiute nell’elaborato alle deroghe al “diritto al (plus)valore secondo il rango” (in presenza di una classe dissenziente) costituiscono un approdo diverso dai risultati a cui si giunge in applicazione della EU RPR. Infatti, mentre con quest’ultima la deroga al diritto al (plus)valore secondo il rango è libera (autonomia), seppur nei limiti in cui la classe *senior* dissenziente sia soddisfatta più favorevolmente della classe *junior*, in questo lavoro si è ritenuto che essa (si intende: la deroga) sia ammissibile solo nell’ipotesi in cui, come detto, sia

dimostrato, sotto lo stretto controllo del giudice (eteronomia), che l'utilità che ai soci è consentito trattenere è proporzionata al contributo che essi sono in grado di apportare alla riorganizzazione dell'impresa e alla conseguente massimizzazione del valore a disposizione del ceto creditorio.

## Bibliografia

### DOTTRINA

- AA.VV., *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria*, diretto da Ambrosini, Zanichelli, 2017
- AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders – In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè, 2010
- AA.VV., *Corporate bankruptcy. Economic and legal perspectives*, diretto da Bhandari e Weiss, CUP, 1996
- ABRIANI N., *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, in *Giust. civ.*, 2016, pp. 365-400
- ADLER B. E., CASEY A. J., MORRISON E. R., *Baird & Jackson's Bankruptcy: Cases, Problems, and Materials*, Foundation Press, 2020
- AIELLO M., *La competitività nel concordato preventivo. Le proposte e le offerte concorrenti*, Giappichelli, 2019
- ALESSI C., *Autonomia privata nel concordato preventivo e ruolo del tribunale*, in *Giur. comm.*, 2014, II, pp. 443-457
- AMATUCCI C., *Fatto illecito della società e responsabilità "proporzionata" dei soci*, Giuffrè, 2002
- AMBROSINI S., *Il nuovo diritto della crisi d'impresa: l. 132/15 e prossima riforma organica. Disciplina, problemi, materiali*, Zanichelli, 2016
- AMBROSINI S., *Il concordato preventivo*, in *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*, diretto da Vassalli, Luiso e Gabrielli, IV, *Le altre procedure concorsuali*, Giappichelli, 2014, pp. 4-461
- AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, *ABI Commission to Study the Reform of Chapter 11. Full Report and Final Recommendations*, 2014
- ANDRIOLI V., *Il privilegio degli incentivi dello Stato agli industriali e ai commercianti*, in *Scritti in memoria di Antonino Giuffrè*, II, Giuffrè, 1967, pp. 1-18
- ANGELICI C., *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 3-19
- ANGELICI C., *Profili dell'impresa nel diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 237-252
- ARATO M., *La domanda di concordato preventivo*, in *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, a cura di Cagnasso, Panzani, III, Utet, 2016, pp. 3283-3443
- AULETTA G., *Avviamento*, voce [IV, 1959], in *Enc. dir.*
- AYER J. D., *Rethinking Absolute Priority after Ahlers*, in *Michigan Law Review*, 87, 1989, pp. 963-1025
- AYOTTE K. M., MORRISON E. R., *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, in *Journal of Legal Analysis*, 1, 2009, pp. 511-551

- BACCETTI N., *Informazione e postergazione tra s.p.a. e nuove s.r.l. che esercitano piccole e medie imprese*, in *BBTC*, 2019, I, pp. 689-718
- BACCETTI N., *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione nominale nelle società per azioni indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 855-882
- BACCETTI N., *Postergazione dei finanziamenti e tipi sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 804-836
- BACCETTI N., *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Giuffrè, 2009
- BAFFI E., *Gli «anticommons» e il problema della tipicità dei diritti reali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2005, pp. 455-474
- BAIRD D. G., *Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 165, 2017, pp. 785-829
- BAIRD D.G., *The Elements of Bankruptcy*, Foundation Press, 2010
- BAIRD D. G., RASMUSSEN R. K., *Antibankruptcy*, in *Yale Law Journal*, 119, 2010, pp. 648-699
- BAIRD D. G., RASMUSSEN R. K., *The End of Bankruptcy*, in *Stanford Law Review*, 55, 2002, pp. 751-789
- BAIRD D. G., RASMUSSEN R. K., *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, in *Virginia Law Review*, 87, 2001, pp. 921-959
- BAIRD D. G., *A world without Bankruptcy*, in AA.VV., *Corporate bankruptcy. Economic and legal perspectives*, diretto da Bhandari e Weiss, CUP, 1996, pp. 29-38
- BAIRD D. G., *Loss Distribution, Forum Shopping, and Bankruptcy: A Reply to Warren*, in *University of Chicago Law Review*, 54, 1987, pp. 815-834
- BAIRD D. G., *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, in *Journal of Legal Studies*, 15, 1986, pp. 127-147
- BALP G., *I finanziamenti dei soci « sostitutivi » del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 345-413
- BARBIERA L., *Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali. Artt. 2740-2744*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da Schlesinger, diretto da Busnelli, Giuffrè, 2010
- BARCELLONA E., *L'esercizio dell'azione sociale di responsabilità nel concordato preventivo con cessione dei beni: legittimazione del liquidatore giudiziale o necessità di previa deliberazione assembleare?*, in *Giur. comm.*, 2018, II, pp. 157-173
- BASSI A., *Concordato liquidatorio con offerta solo parziale dei beni del debitore*, in *Giur. comm.*, 2019, II, pp. 1027-1035
- BASSI A., *Il concordato preventivo tra cessio bonorum e datio in solutum. Il caso "S. Raffaele"*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 837-850
- BEBCHUK L. A., *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, in *Journal of Finance*, 57, 2002, pp. 445-460



- BEBCHUK L. A., *Litigation and settlement under imperfect information*, in *Rand Journal of Economics*, 15, 1984, pp. 404-415
- BEBCHUK L. A., CHANG H. F., *Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization*, in *Journal of Law, Economics, & Organization*, 8, 1992, pp. 253-279
- BENEDETTI L., *Il concordato con cessione parziale dei beni nell'ambito del gruppo in crisi fra passato e futuro*, in *Fallimento*, 2019, pp. 491-497
- BENEDETTI L., *La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi (o di sopportare) (Aufopferungs- o Duldungspflicht)?*, in *RDS*, 2017, pp. 725-796
- BENEDETTI L., *I finanziamenti dei soci e infragruppo alla società in crisi*, Giuffrè, 2017
- BENEDETTI L., *Il trattamento dei creditori con diritti di prelazione nel nuovo concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 1044-1093
- BIANCA C. M., *Il divieto del patto commissorio*, Giuffrè, 1957
- BIANCHI D., *La Cassazione, la nuova finanza e l'alterazione dell'ordine dei privilegi*, in *Fallimento*, 2012, pp. 1411-1416
- BIANCHI MARTINI S., *Interpretazione del concetto di avviamento. Analisi dei principali orientamenti della dottrina italiana*, Giuffrè, 1996
- BLUM B. A., *The Goals and Process of Reorganizing Small Businesses in Bankruptcy*, in *Journal of Small and Emerging Business Law*, 4, 2000, pp. 181-248
- BOGGIO L., *Nova pecunia non olet? Della nuova finanza a "tacitazione" degli errori passati nel concordato "in continuità"*, in *Giur. it.*, 2017, pp. 1387-1394
- BOLAFFIO L., *Il concordato preventivo secondo le sue tre leggi disciplinatrici*, Tipografia Sociale Torinese, 1933
- BONSIGNORI, *Il fallimento sempre più inattuale*, in *Dir. fall.*, 1996, I, pp. 697-706
- BONSIGNORI A., *Diritto fallimentare*, Utet, 1992
- BONSIGNORI A., *Del concordato preventivo, Art. 160-186*, in *Commentario Scialoja-Branca, Legge fallimentare*, a cura di Bricola, Galgano, Santini, Nicola Zanichelli Editore – Soc. ed del Foro Italiano, 1979
- BORRÈ L., *L'avviamento in aziende con carenza di reddito*, Giuffrè, 2008
- BOTTAI L. A., *Trattamento dei crediti privilegiati, nuova finanza e rapporto fra classi e privilegi*, in *Fallimento*, 2010, pp. 83-93
- BOZZA G., *Formazione delle classi e alterabilità delle graduazioni legislative*, in *Fallimento*, Allegato al fasc. 1/2009, pp. 7-13
- BOZZA G., *La facoltatività della formazione delle classi nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2009, pp. 424-436
- BRATTON W. W., SKEEL D. A., *Foreword: Bankruptcy's New and Old Frontiers*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 166, 2018, pp. 1571-1595

- BRAUN E., FRANK A., *Obstruktionsverbot*, in *Insolvenzordnung Kommentar*, diretto da Braun, C.H. Beck, 2020
- BRINKMANN M., *Der präventive Restrukturierungsrahmen als trojanisches Pferd für Finanzinvestoren*, in *NZI*, 2019, pp. 27-29
- BRINZ V., *Obligation und Haftung*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 70. Bd., H. 3, 1886, pp. 371-408
- BRIOLINI F., *Appunti sugli autori e sui destinatari delle sovvenzioni ex art. 2467 c.c.*, in *BBTC*, 2018, I, pp. 726-746
- BRIZZI F., *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Giappichelli, 2015
- BRONZINI M., *Società di persone: liquidazione dell'avviamento e della quota*, in *Dir. fall.*, 1980, II, pp. 419-425
- BUCCARELLA G., *Il concordato fallimentare, coattivo e straordinario*, Giuffrè, 2016
- BUCHANAN J. M., YOON Y. J., *Symmetric Tragedies: Commons and Anticommons*, in *Journal of Law and Economics*, 43, 2000, pp. 1-13
- CAGNASSO O., *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, pp. 2425-2430
- CALANDRA BUONAURA V., *Disomogeneità di interessi dei creditori concordatari e valutazione di convenienza del concordato*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 14-30
- CAMPOBASSO M., *La postergazione dei finanziamenti dei soci*, in *S.r.l. commentario* dedicato a Portale, a cura di Dolmetta e Presti, Giuffrè, 2011, pp. 238-267
- CAMPOLATTARO S., *Fenomenologia del patto marciano tra tipicità e atipicità*, in *Riv. not.*, 2017, pp. 591-611
- CAPALBO F., SORRENTINO M., *I rapporti tra "valore di mercato" e "ricavato in caso di liquidazione" nella «relazione giurata» ex art. 160 l.f comma 2*, in *Riv. dott. comm.*, 2013, pp. 305-316
- CAPALDO P., *L'azienda. Centro di produzione*, Giuffrè, 2013
- CARLSON D. G., *Bifurcation of Undersecured Claims in Bankruptcy*, in *American Bankruptcy Law Journal*, 70, 1996, pp. 1-53
- CARNELUTTI F., *Valore giuridico della nozione della azienda commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, I, pp. 156-173
- CATALDO M., *Prosecuzione dell'impresa mediante affitto d'azienda nel concordato preventivo e offerta di pagamento dilazionato ai creditori privilegiati*, in *Fallimento*, 2014, pp. 463-474
- CENSONI P. F., *I limiti del controllo giudiziale sulla "fattibilità" del concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2013, II, pp. 343-356
- CENSONI P. F., *I diritti di prelazione nel concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2009, I, pp. 20-44

- CHIOVENDA G., *Istituzioni di diritto processuale civile*, Jovene, 1960
- CIAN M., *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 818-847
- CIAN M., *La deliberazione negativa dell'assemblea nella società per azioni*, Giappichelli, 2003
- CICCARELLO S., *Privilegio (dir. priv.)*, voce [XXXV, 1986], in *Enc. dir.*
- CICCARELLO S., *Privilegio del credito e uguaglianza dei creditori*, Giuffrè, 1983
- CIERVO G., *Fattibilità del piano di concordato e atti di frode: i poteri del giudice ex art. 173 l. fall. secondo le Sezioni Unite*, in *Giur. comm.*, 2013, II, pp. 621-646
- CIPRIANI N., *Patto commissorio e patto marciano. Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, ESI, 2000
- COLESANTI V., *Mito e realtà della «par condicio»*, in *Fallimento*, 1984, pp. 32-50
- CONFORTINI V., *Il concordato preventivo fra legge del concorso e legge del contratto. Concordati espropriativi e prospettive de lege ferenda*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, pp. 1562-1589
- CONFORTINI V., *Il concordato preventivo fra legge del concorso e legge del contratto. Concordati di riorganizzazione societaria e status socii*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, pp. 1299-1323
- CONFORTINI V., *Between Strategic Use and Abuse of Insolvency Law: Shareholders' Rights and Corporate Reorganisations under German Insolvenzordnung and Italian Insolvency Law*, in *Jus Civile*, 2015, pp. 346-359
- COSTA C., *Il controllo di fattibilità del concordato preventivo tra vecchia disciplina e nuovo codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Dir. fall.*, 2020, I, pp. 331-337
- D'AIELLO G. M., *Ancora sui finanziamenti dei soci: tra interpretazione estensiva e trattamenti riduttivi*, in *Fallimento*, 2019, pp. 49-55
- D'ALESSANDRO F., *La crisi delle procedure concorsuali e le linee della riforma: profili generali*, in *Giust. civ.*, 2006, II, pp. 329-343
- D'ALESSANDRO F., *Interesse pubblico alla conservazione dell'impresa e diritti privati sul patrimonio dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 53-64
- D'ALESSANDRO F., *Politica della crisi d'impresa: risanamento o liquidazione dell'azienda?*, in *Fallimento*, 1980, pp. 29-34
- D'ATTORRE G., *La distribuzione del patrimonio del debitore tra absolute priority rule e relative priority rule*, in *Fallimento*, 2020, pp. 1072-1079
- D'ATTORRE G., *I principi generali nel diritto della crisi d'impresa*, in *Nuova giur. civ.*, 2019, II, pp. 1084-1092
- D'ATTORRE G., *Le sezioni unite riconoscono (finalmente) il conflitto d'interessi nei concordati*, in *Fallimento*, 2018, pp. 963-971

- D'ATTORRE G., *Le utilità conseguite con l'esecuzione del concordato in continuità spettano solo ai creditori o anche al debitore?*, in *Fallimento*, 2017, pp. 316-327
- D'ATTORRE G., *Ricchezza del risanamento imprenditoriale e sua destinazione*, in *Fallimento*, 2017, pp. 1015-1022
- D'ATTORRE G., *Concordato con continuità ed ordine delle cause di prelazione*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 39-63
- D'ATTORRE G., *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Fallimento*, 2015, pp. 1163-1180
- D'ATTORRE G., *Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, pp. 359-387
- D'ATTORRE G., *Maggioranza per l'approvazione del concordato*, in AA.VV., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, a cura di Nigro, Sandulli, Santoro, Giappichelli, 2014, pp. 290-313
- D'AVACK C., *La natura giuridica del fallimento*, Cedam, 1940
- DE CICCO O., *Le classi di creditori nel concordato preventivo. Appunti sulla par condicio creditorum*, ESI, 2007
- DEL MAJNO L. M., *Brevi note sulla datio in solutum nel concordato preventivo, anche alla luce del nuovo Codice della crisi di impresa*, in *Fallimento*, 2019, pp. 579-583
- DE MENECH C., *Il patto marciano e gli incerti confini del divieto di patto commissorio*, in *Contratti*, 2015, pp. 823-841
- DENOZZA F., *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, pp. 489-403
- DENOZZA F., *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, I, pp. 585-600
- DE SANTIS F., *Causa «in concreto» della proposta di concordato preventivo e giudizio «permanente» di fattibilità del piano*, in *Fallimento*, 2013, pp. 279-286
- DE SENSI V., *Orientamenti comunitari ed evoluzione della disciplina italiana della crisi di impresa*, in *Dir. fall.*, 2014, I, pp. 798-827
- DE WEIJS R. et al., *The Imminent Distortion of European Insolvency Law: How the European Union Erodes the Basic Fabric of Private Law by Allowing 'Relative Priority' (RPR)*, in *Tijdschrift voor Belgisch Handelsrecht*, 125, 2019, pp. 477-493
- DE WEIJS R., *Harmonization of European Insolvency Law: Preventing Insolvency Law from Turning against Creditors by Upholding the Debt–Equity Divide*, in *European Company and Financial Law Review*, 2, 2018, pp. 403-444
- DE WEIJS R., WESSELS B., *Proposed Recommendations for the Reform of Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code*, in *Ondernemingsrecht*, 6, 2015, pp. 210-220
- DE WEIJS R., *Harmonisation of European Insolvency Law and the Need to Tackle Two Common Problems: Common Pool and Anticommons*, in *International Insolvency Review*, 21, 2012, pp. 67-83

- DI BITONTO C., *Abuso del diritto di voto a carattere ostruzionistico (c.d. "delibere negative")*: profili sostanziali, in *Società*, 2015, pp. 700-711
- DIDONE A., *Breve storia del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, in *Esec. forz.*, 2019, pp. 497-505
- DI MAJO A., *Il percorso "lungo" della fattibilità del piano proposto nel concordato*, in *Fallimento*, 2013, pp. 291-293
- DI MARTINO M. C., *Fusione e soluzioni concordate delle crisi*, Giappichelli, 2017
- DI MARZIO F., *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Giuffrè, 2011
- DONATI I., *Crisi d'impresa e diritto di proprietà. Dalla responsabilità patrimoniale all'assenza di pregiudizio*, in *Riv. soc.*, 2020, pp. 164-207
- DONATI I., *L'incerto bilanciamento dei diritti degli azionisti e dei creditori nella capitalizzazione forzata dei crediti*, in *RDS*, 2017, pp. 1104-1126
- DONATI I., *La ricapitalizzazione "interna" delle banche mediante bail-in*, in *AGE*, 2016, pp. 597-617
- DRUKARCZYK J., *Obstruktionsverbot*, in *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, C.H. Beck, 2014
- EASTERBROOK F. H., FISCHER D. R., *Limited Liability and the Corporation*, in Romano, *Foundations of Corporate Law*, Lexis Nexis, 2010 e in *University of Chicago Law Review*, 52, 1985, pp. 89-117
- EASTERBROOK F. H., *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, in *American Economic Review*, 74, 1984, pp. 650-659
- EHLERS E., *Statutory Corporate Rescue Proceedings in Germany: The Insolvenzplan Procedure*, in AA.VV., *Corporate Rescue – An Overview of Recent Developments*, Kluwer Law International, 2006, pp. 151-185
- EIDENMÜLLER H., *Contracting for a European Insolvency Regime*, in *EBOR*, 18, 2017, pp. 273-304
- EIDENMÜLLER H., *Bildung von Gruppen*, in *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, C.H. Beck, 2014
- ENRIQUES L., *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 607-629
- ENRIQUES L., MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, 86, 2001, pp. 1165-1204 e in *Riv. soc.*, 2002, pp. 78-120 (*Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*)
- FABIANI M., *Appunti sulla responsabilità patrimoniale «dinamica» e sulla de-concorsualizzazione del concordato preventivo*, in AA.VV., *Fallimento, soluzioni negoziate della crisi e disciplina bancaria*, diretto da Ambrosini, Zanichelli, 2017, pp. 41-53
- FABIANI M., *Riflessioni sistematiche sulle addizioni legislative in tema di crisi di impresa*, in *Nuove leggi civ.*, 2016, pp. 10-74

- FABIANI M., *Fallimento e concordato preventivo*, II, *Concordato preventivo*, Zanichelli, 2014
- FABIANI M., *Per la chiarezza delle idee su proposta, piano e domanda di concordato preventivo e riflessi sulla fattibilità*, in *Fallimento*, 2011, pp. 172-182
- FABIANI M., *La giustificazione delle classi nei concordati e il superamento della par condicio creditorum*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pp. 711-735
- FABIANI M., *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Utet, 2009
- FAROLFI A., *Il nuovo ruolo del giudice dell'esecuzione nella tempestiva emersione della crisi d'impresa*, in *Esec. forz.*, 2020, pp. 58-79
- FAUCEGLIA G., *Il presupposto soggettivo del fallimento*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, diretto da Panzani, I, *Presupposti, dichiarazione ed effetti*, Utet, 2012, pp. 31-74
- FAZZALARI E., *Tutela giurisdizionale dei diritti*, voce [XLV, 1992], in *Enc. dir.*
- FENNEL L. A., *Commons, Anticommons, Semicommons*, in *Research Handbook on the Economics of Property Law*, diretto da Ayotte e H. E. Smith, Edward Elgar Publishing, 2011
- FERRARO P. P., *Gli interessi dei soci nel fallimento delle società*, in *Dir. fall.*, 2015, I, pp. 113-141
- FERRI C., *La «grande riforma» del diritto fallimentare nella Repubblica federale tedesca*, in *Riv. dir. proc.*, 1995, I, pp. 176-202
- FERRI jr G., *Autonomia delle masse e trasferimenti di risorse nel concordato preventivo di gruppo*, in *Corr. giur.*, 2020, pp. 289-296
- FERRI jr G., *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, in *Riv. soc.*, 2019, pp. 233-252
- FERRI jr G., *Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell'impresa alla luce di una recente proposta di direttiva europea*, in *Dir. fall.*, 2018, I, pp. 531-546
- FERRI jr G., *Autonomia privata e principio maggioritario nelle procedure concorsuali*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, pp. 349-359
- FERRI jr G., *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2016, pp. 806-822
- FERRI jr G., *Il trattamento dei creditori nel concordato tra competenze collettive e interessi individuali*, in *ODCC*, 2015, pp. 371-385
- FERRI jr G., *Soluzioni concordate delle crisi di impresa e autonomia privata*, in *Ricerche giuridiche*, 4, 2, 2015, pp. 303-314
- FERRI jr G., *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Giappichelli, 2014, pp. 95-105
- FERRI jr G., *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, Giuffrè, 2014, pp. 25-43 e in *RDS*, 2012, pp. 477-490

- FERRI jr G., *Partecipazione sociale e garanzia patrimoniale*, in *ODCC*, 2014, pp. 283-300
- FERRI jr G., *Impresa in crisi e garanzia patrimoniale*, in AA.VV., *Diritto fallimentare. Manuale breve*, Giuffrè, 2008, pp. 31-71
- FERRI jr G., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, pp. 741-794
- FERRI jr G., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, pp. 747-772
- FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*, Utet, 1976
- FILIPPI P., *Sull'iniziativa del P.M. se la proposta di concordato diventa notitia decoctionis qualificata e sui vantaggi compensativi del concordato di gruppo*, in *Giur. mer.*, 2013, pp. 1830-1837
- FILOCAMO F. S., *Giudizio di omologazione*, in *La legge fallimentare. Commentario teorico-pratico*, a cura di M. Ferro, Wolters Kluwer-Cedam, 2014, sub art. 180, pp. 2419-2458
- FISHMAN J. E., PRATT S. P., MORRISON W. J., *Standards of Value. Theory and Applications*, Wiley, 2007
- FORTGANG C. J., MAYER T. M., *Valuation in Bankruptcy*, in *UCLA Law Review*, 32, 1985, pp. 1061-1132
- FRAGALI M., *Garanzia e diritti di garanzia*, voce [XVIII, 1969], in *Enc. dir.*
- FRIEDMAN A. E., *The Economics of the Common Pool: Property Rights in Exhaustible Resources*, in *UCLA Law Review*, 18, 1971, pp. 855-887
- FROST C. W., *Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process*, in *North Carolina Law Review*, 74, 1995, pp. 75-139
- GALGANO F., *Le persone giuridiche*, in *Trattato di diritto civile*, I, Wolters Kluwer-Cedam, 2015
- GALGANO F., *Delle persone giuridiche, Artt. 11-35*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja, Branca, *Libro primo, Delle persone e della famiglia*, Nicola Zanichelli Editore – Soc. ed. del Foro Italiano, 1969
- GALLETTI D., *La ripartizione del rischio di insolvenza*, Il Mulino, 2006
- GEORGAKOPOULOS N., *New Value After LaSalle*, in *Bankruptcy Developments Journal*, 20, 2003, pp. 1-24
- GENOVIVA P., *La relazione del professionista ex art. 160 l.fall. ed il trattamento dei creditori prelatizi nel difficile percorso del nuovo concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2011, pp. 352-358
- GIERKE O., *Schuld und Haftung im älteren deutschen Recht*, Breslau, 1910
- GIGLIOTTI F., *Il divieto del patto commissorio*, Giuffrè, 1999
- GIORGIANNI M., *L'obbligazione. La parte generale delle obbligazioni*, Giuffrè, rist., 1968

- GINEVRA E., *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *BBTC*, 2013, I, pp. 169-180
- GINEVRA E., *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Giappichelli, 2011, pp. 3-17
- GROSS K., *Taking Community Interests into Account in Bankruptcy: An Essay*, in *Washington University Law Quarterly*, 72, 1994, pp. 1031-1048
- GUARINO S., *Concordato con continuità, surplus e cause legittime di prelazione*, in *Corr. trib.*, 2018, pp. 2901-2906
- GUATRI L., UCKMAR V., *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea, 2009
- GUATRI L., *L'avviamento d'impresa. Un modello quantitativo per l'analisi e la misurazione del fenomeno*, Giuffrè, 1957
- GUERRERA F., *L'esecuzione "forzata" del concordato preventivo nell'art. 185 l. fall. e nell'art. 118 del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, Giappichelli, 2019, pp. 403-412
- GUERRERA F., *Il rapporto tra gli organi sociali e gli organi della procedura concorsuale nelle ristrutturazioni di società in crisi*, in *Dir. fall.*, 2018, I, pp. 1082-1095
- GUERRERA F., *La ricapitalizzazione "forzosa" delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, in *Dir. fall.*, 2016, I, pp. 420-430
- GUERRERA F., *Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi*, in *Riv. soc.*, 2013, I, pp. 1114-1137
- GUERRERA F., *Struttura finanziaria, classi dei creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società*, in *Dir. fall.*, 2010, I, pp. 707-723
- GUERRERA F., MALTONI M., *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «riorganizzazione»*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 17-101
- GUGLIELMUCCI L., *Diritto fallimentare*, Giappichelli, 2017
- GUIOTTO A., *Destinazione dei flussi di cassa e gestione dei conflitti d'interessi nel concordato preventivo con continuità aziendale*, in *Fallimento*, 2019, pp. 1095-1105
- GUIZZI G., *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, pp. 1485-1494
- HANSMANN H., KRAAKMAN R., *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, in *Yale Law Journal*, 100, 1991, pp. 1879-1934
- HASS U., *Mehr Gesellschaftsrecht im Insolvenzplanverfahren. Die Einbeziehung der Anteilsrechte in das Insolvenzverfahren*, in *NZG*, 2012, pp. 961-967
- HART O., *Incomplete Contracts and Control*, in *American Economic Review*, 107, 2017, pp. 1731-1752
- HELLER M. A., *The Boundaries of Private Property*, in *Yale Law Journal*, 108, 1999, pp. 1163-1223



- HELLER M. A., *The Tragedy of the Anticommons: Property in the Transition from Marx to Markets*, in *Harvard Law Review*, 111, 1998, pp. 621-688
- HYNES R. M., LAWTON A., HOWARD M., *National Study of Individual Chapter 11 Bankruptcies*, in *American Bankruptcy Institute Law Review*, 25, 2017, pp. 61-175
- HOANG H. T., *The New Value Exception to the Absolute Priority Rule after In Re 203 N. Lasalle Street Partnership: What Should Bankruptcy Courts Do, and How Can Congress Help?*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 149, 2000, pp. 581-612
- INZITARI B., *Brrd, Bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Giust. civ.*, 2017, pp. 197-234
- INZITARI B., *Il soddisfacimento dei creditori forniti di prelazione e risoluzione del concordato preventivo con cessione dei beni*, in *Giur. comm.*, 1990, I, pp. 383-403
- IPPOLITO A., *Proposte concordatarie concorrenti e aumento di capitale*, in *Società*, 2019, pp. 327-340
- JACKSON T. H., *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, 1986
- JACKSON T. H., *Avoiding Powers in Bankruptcy*, in *Stanford Law Review*, 36, 1984, pp. 725-787
- JACOBY M. B., *What Should Judges Do in Chapter 11?*, in *University of Illinois Law Review*, 2015, pp. 571-588
- JAEGER P. G., «Par condicio creditorum», in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 88-106
- JAEGER P. G., *L'interesse sociale*, Giuffrè, 1964
- JANGER E. J., *The U.S. small business bankruptcy amendments: A global model for reform?*, in *International Insolvency Review*, 29, 2020, pp. 254-266
- JENSEN M. C., MECKLING W. H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360
- JORIO A., *La riforma fallimentare: pregi e carenze delle nuove regole*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 697-713
- JORIO A., *Fallimento (diritto privato e processuale)*, voce [Annali III, 2010], in *Enc. dir.*
- KIRSHNER J. A., *Design Flaws in the Bankruptcy Regime: Lessons From the U.K. for Preventing a Resurgent Creditors' Race in the U.S.*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 17, 2015, pp. 527-572
- KOROBKIN D. R., *Contractarianism and the Normative Foundations of Bankruptcy Law*, in *Texas Law Review*, 71, 1993, pp. 541-631
- KOROBKIN D.R., *Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy*, in *Columbia Law Review*, 91, 1991, pp. 717-789
- KROHN A., *Rethinking Priority: The Dawn of the Relative Priority Rule and a New 'Best Interest of Creditors' Test in the European Union*, 2020, consultabile al sito <https://ssrn.com/abstract=3554349>

- LANDRY R. J., *Enhancing Rescue in Chapter 11: Lessons from Reform Efforts in the United Kingdom*, in *American Business Law Journal*, 57, 2020, pp. 227-279
- LANFRANCHI L., *Costituzione e procedure concorsuali*, Giappichelli, 2010
- LEHN K., POULSEN A., *Contractual Resolution of Bondholder–Stockholder Conflicts in Leveraged Buyouts*, in *Journal of Law and Economics*, 34, 1991, pp. 645-673
- LENER R., *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *BBTC*, 2016, I, pp. 287-302
- LÜER H.-J., STREIT G., *Obstruktionsverbot*, in *Insolvenzordnung Kommentar*, diretto da Uhlenbruck, Vahlen, 2019
- MACARIO F., *Il divieto del patto commissorio e la cessione dei crediti in garanzia*, in *Diritto civile*, diretto da Lipari, P. Rescigno, IV, *Attuazione e tutela dei diritti*, II, *L'attuazione dei diritti*, Giuffrè, 2009, pp. 203-222
- MADAUS S., *Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law*, in *EBOR*, 19, 2018, pp. 615-647
- MADAUS S., *Reconsidering the Shareholder's Role in Corporate Reorganisations under Insolvency Law*, in *International Insolvency Review*, 22, 2013, pp. 106-117
- MADAUS S., *Keine Reorganisation ohne die Gesellschafter*, in *ZGR*, 2011, pp. 749-775
- MAISANO A., *Il concordato preventivo delle società*, Giuffrè, 1980
- MANDRIOLI L., *La relazione del professionista nel concordato preventivo*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, I, pp. 299-332
- MANDRIOLI L., *Il Piano di ristrutturazione nel concordato preventivo tra profili giuridici ed aspetti aziendalistici*, in *Fallimento*, 2005, pp. 1337-1344
- MARKELL B. A., *Owners, Auctions, and Absolute Priority in Bankruptcy Reorganizations*, in *Stanford Law Review*, 44, 1991, pp. 69-128
- MAUGERI M., *Sul regime concorsuale dei finanziamenti soci*, in *Giur. comm.*, 2010, I, pp. 805-838
- MAUGERI M., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, pp. 133-165
- MAUGERI M., *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Giuffrè, 2005
- MAZZONI A., *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi*, a cura di Balzarini, Carcano, Venteruzzo, Giuffrè, 2007, pp. 511-562
- MCCORMACK G., WAN W. Y., *Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore's restructuring and insolvency laws: opportunities and challenges*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 19, 2019, pp. 69-104
- MCCORMACK G., *Corporate restructuring law – a second chance for Europe?*, in *European Law Review*, 42, 2017, pp. 532-561

- MEO G., *Il risanamento finanziato dai creditori – Lettura dell'amministrazione straordinaria*, Giuffrè, 2013
- MICELI T. J., SEGERSON K., *Holdups and Holdouts: What Do They Have in Common?*, in *Economic Letters*, 117, 2012, pp. 330-333
- MICHELMAN F. I., *Ethics, Economics and the Law of Property*, in *Nomos series*, 24, 1982, pp. 3-40
- MIOLA M., *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 237-316
- MOKAL R., TIRADO I., *Has Newton had his day? Relativity and realism in European restructuring*, in *Journal of International Banking & Financial Law*, 34, 2019, pp. 233-235
- MONTALENTI P., *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, pp. 62-82
- MONTALENTI P., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 1068-1091
- MONTANARI M., *Il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: profili generali e processuali*, in *Riv. dir. proc.*, 2020, pp. 270-314
- MONTELEONE G. A., *Profili sostanziali e processuali dell'azione surrogatoria. Contributo allo studio della responsabilità patrimoniale dal punto di vista dell'azione*, Giuffrè, 1975
- MUNARI A., *Concordato preventivo e destinazione dei canoni di locazione di immobili ipotecati: un possibile percorso interpretativo*, in *Giur. comm.*, 2017, I, pp. 1-33
- NICOLÒ R., *Tutela dei diritti, Artt. 2740-2899*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja, Branca, *Libro sesto, Della tutela dei diritti*, Nicola Zanichelli Editore – Soc. ed. del Foro Italiano, 1960
- NIEDDU ARRICA F., *Avviamento e liquidazione della quota nelle società di persone*, in *Giur. comm.*, 2020, II, pp. 67-71
- NIGRO A., VATTERMOLI D., *Diritto della crisi delle imprese*, Il Mulino, 2017
- NIGRO A., VATTERMOLI D., *Le proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2015, II, pp. 93-109
- NUZZO G., *Profili problematici del giudizio di omologazione del concordato preventivo nella disciplina del Codice della crisi*, in *Dir. fall.*, 2020, I, pp. 84-105
- NUZZO G., *L'abuso del diritto di voto nel concordato preventivo. Interessi protetti e regola di correttezza*, Roma TrE-Press, 2018
- NUZZO G., *Il debito e la storia: dalla colpa alla fisiologia dell'insolvenza*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, pp. 87-125
- NUZZO G., *Creditori privilegiati: soddisfatti pienamente ma non pagati integralmente*, in *BBTC*, 2009, II, pp. 704-713
- OLIVIERI G., *Questioni aperte in tema di finanziamenti anomali dei soci nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, pp. 515-535

- PACILEO F., *Cram down e salvaguardie per i soci nel concordato preventivo con proposte concorrenti*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, pp. 65-143
- PACILEO F., *Continuità e solvenza nella crisi di impresa*, Giuffrè, 2017
- PAGNI I., *Il controllo di fattibilità del piano di concordato dopo la sentenza 23 gennaio 2013, n. 1521: la prospettiva “funzionale” aperta dal richiamo alla “causa concreta”*, in *Fallimento*, 2013, pp. 286-290
- PAJARDI P., PALUCHOWSKI A., *Manuale di diritto fallimentare*, Giuffrè, 2008
- PALETTA A., *Tempestiva emersione dello stato di crisi e qualità dei piani di concordato: prime evidenze empiriche*, in *Fallimento*, 2013, pp. 1037-1050
- PALMIERI G., *Operazioni straordinarie «corporative» e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*, in *Fallimento*, 2009, pp. 1092-1099
- PANZANI L., *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, in *Società*, 2014, pp. 83-94
- PARETO V., *Manuale di economia politica*, a cura di Montesano, Zanni, Bruni, Università Bocconi Editore, 2006
- PARISI F., *Entropy in Property*, in *American Journal of Comparative Law*, 50, 2002, pp. 595-632
- PASQUARIELLO F., *Il concordato preventivo con continuità*, in *Nuove leggi civ.*, 2013, pp. 1131-1166
- PASQUARIELLO F., *Il «diritto» di fallire del piccolo imprenditore*, in *Dir. fall.*, 2008, I, pp. 665-698
- PAYNE J., *The Role of the Court in Debt Restructuring*, in *Cambridge Law Journal*, 77, 2018, pp. 124-150
- PAYNE J., *Schemes of Arrangement. Theory, Structure and Operation*, CUP, 2014
- PEDERSOLI E., *Sulla nozione di “finanziamento” ai fini dell’applicazione della regola di postergazione*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 1202-1237
- PEEPLES R. A., *Staying In: Chapter 11, Close Corporations And the Absolute Priority Rule*, in *American Bankruptcy Law Journal*, 63, 1989, pp. 65-107
- PERACIN G., *Concordato preventivo e cessio bonorum con classi: trattamento dei creditori privilegiati generali e inquadramento giuridico del «vantaggio differenziale»*, in *Dir. fall.*, 2011, I, pp. 35-55
- PINTO V., *Le fattispecie di continuità aziendale nel concordato nel codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2020, I, pp. 372-398
- PINTO V., *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. soc.*, 2017, pp. 100-133
- PINTO V., *Il problema dell’impugnazione della delibera negativa nella giurisprudenza delle imprese*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, pp. 901-916
- PIRISI F. G., *L’omologazione del concordato preventivo*, in *Crisi d’impresa e procedure concorsuali*, diretto da Cagnasso e Panzani, III, Utet, 2016, pp. 3683-3728

- PIRISI F. G., *La dilazione e la legittimazione al voto dei creditori assistiti da cause legittime di prelazione nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2015, pp. 275-289
- PISTORIO G., *Interpretazione e Giudici. Il caso dell'interpretazione conforme al diritto dell'Unione europea*, Editoriale Scientifica, 2012
- PORTALE G. B., *Diritto societario tedesco e diritto societario italiano in dialogo*, in *BBTC*, 2018, I, pp. 597-612
- PORTALE G. B., *Dalla «Pietra del vituperio» al «bail-in»*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, pp. 21-35
- PORTALE G. B., *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *BBTC*, 2003, I, pp. 663-682
- PORTALE G. B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, pp. 3-124
- POSNER R. A., *The Rights of Creditors of Affiliated Corporations*, in *University of Chicago Law Review*, 43, 1975, pp. 499-526
- PRATAVIERA S., *Società benefit e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 919-973
- PRESTI G., *Il bail-in*, in *Banca, impr. soc.*, 2015, pp. 339-361
- PRESTI G., *Rigore è quando arbitro fischia?*, in *Fallimento*, Allegato al fasc. 1/2009, pp. 25-29
- PULGAR EZQUERRA J., *“Holdout” degli azionisti, ristrutturazione di impresa e dovere di fedeltà del socio*, in *Dir. fall.*, 2018, I, pp. 13-49
- RANALLI R., *La soddisfazione parziale dei creditori privilegiati nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2014, pp. 1350-1361
- RANIELI M., *Prove di contendibilità nel concordato preventivo e fallimentare*, Wolters Kluwer, 2017
- RENZULLI M., *L'omologazione del concordato preventivo*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, III, Wolters Kluwer-Cedam, 2014, pp. 99-115
- RESCIGNO M., *Problemi aperti in tema di s.r.l.: i finanziamenti dei soci, la responsabilità*, in *Società*, 2005, pp. 14-16
- RESCIGNO M., *Contributo allo studio della par condicio creditorum*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, I, pp. 359-412
- RESNICK A. N., WYPYSKI E. M., *Bankruptcy Reform Act of 1978: A Legislative History*, William S. Hein & Co., 1979
- REZZARA J., *Il concordato nella storia, nella dottrina, nella giurisprudenza*, Casa Editrice Nazionale Roux e Viarengo, 1901
- RIVOLTA G. C. M., *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 629-658

- RIVOLTA G. C. M., *Avviamento dell'azienda sociale e liquidazione della quota nelle società di persone*, in *Riv. dir. comm.*, 1966, I, pp. 109-130
- ROCCO A., *Il fallimento. Teoria generale ed origine storica*, Fratelli Bocca Editori, 1917
- ROCCO A., *Il concordato nel fallimento e prima del fallimento*, Fratelli Bocca Editori, 1902
- RODANO G., SERRANO-VELARDE N., TARANTINO E., *Bankruptcy Law and Bank Financing*, in *Journal of Financial Economics*, 120, 2016, pp. 363-382
- ROE M., *Three Ages of Bankruptcy*, in *Harvard Business Law Review*, 7, 2017, pp. 187-219
- ROE M., *Breaking Bankruptcy Priority: How Rent-Seeking Upends the Creditors' Bargain*, in *Virginia Law Review*, 99, 2013, pp. 1235-1290
- ROPPO V., *La responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 19, *Tutela dei diritti*, I, Utet, 1997
- RORDORF R., *Prime osservazioni sul codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Contratti*, 2019, pp. 129-138
- ROSELLI F., *La responsabilità patrimoniale. I mezzi di conservazione*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Bessone, IX, III, Giappichelli, 2005
- ROSSI A., *Il difficile avvio delle proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2019, pp. 91-99
- ROSSI A., *Il migliore soddisfacimento dei creditori (quattro tesi)*, in *Fallimento*, 2017, pp. 637-647
- ROSSI A., *L'esecuzione del concordato di risanamento, tra governance e conflitti*, in *Fallimento*, 2017, pp. 1005-1014
- ROSSI A., *Le proposte "indecenti" nel concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 331-348
- ROSSI G., *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Giuffrè, 1967
- ROSSI S., *Le crisi d'impresa*, in AA.VV., *Diritto fallimentare. Manuale breve*, Giuffrè, 2008, pp. 3-30
- ROTARU V., *The Restructuring Directive: a functional law and economics analysis from a French law perspective*, in *Droit et Croissance*, 2019, pp. 1-57
- ROTONDI M., *Studi sull'avviamento*, I, in *Riv. dir. comm.*, 1928, I, pp. 277-292
- SABBIONI M., *Il concordato di gruppo tra prassi e Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2019, II, pp. 1036-1052
- SACCHI F., *Inattuazione del piano e inadempimento della proposta nel concordato preventivo*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, pp. 145-189
- SACCHI R., *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa?*, in *Nuove leggi civ.*, 2018, pp. 1280-1306

- SACCHI R., *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 304-330
- SACCHI R., *Lupi e conflitto di interessi dei creditori nel concordato*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, pp. 49-81
- SACCHI R., *Gli effetti della sentenza che accoglie l'impugnazione di delibere assembleari di s.p.a.*, in *BBTC*, 2012, I, pp. 141-164
- SACCHI R., *Concordato preventivo, conflitti di interessi fra creditori e sindacato dell'Autorità giudiziaria*, in *Fallimento*, Allegato al fasc. 1/2009, pp. 30-36
- SACCHI R., *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Fallimento*, 2009, pp. 1063-1073
- SACCHI R., *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili internazionali*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, II, a cura di Balzarini, Carcano, Ventoruzzo, Giuffrè, 2007, pp. 1125-1142
- SACCHI R., *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Giuffrè, 1984
- SACCHI R., *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Giuffrè, 1981
- SALVATO L., *Questioni in tema di conversione del credito in capitale di rischio nel concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2015, pp. 62-72
- SANDEI C., *Il bail-in tra diritto dell'insolvenza e diritto dell'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, pp. 880-919
- SANTARELLI U., *Per la storia del fallimento nelle legislazioni italiane dell'età intermedia*, Cedam, 1964
- SANTONI A., *Gli azionisti e i detentori di strumenti di capitale nella proposta di direttiva in materia di crisi d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, pp. 335-384
- SANTONI G., *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, in *AGE*, 2016, pp. 517-525
- SANTONI G., *La nuova disciplina della gestione delle crisi bancarie: da strumento di contrasto a generatore di sfiducia sistemica?*, in *BBTC*, 2016, I, pp. 619-626
- SASSO C., *Avviamento d'impresa*, in *Digesto disc. priv. sez. comm.*, II, Utet, 1987
- SATTA S., *Diritto fallimentare*, Cedam, 1974
- SATTA S., *Istituzioni di diritto fallimentare*, Soc. ed. del Foro Italiano, 1953
- SCANO A. D., *La motivazione delle decisioni nelle società di capitali*, Giuffrè, 2018
- SCHMIDT K., *Das Insolvenzrecht mischt sich ein*, in *ZHR*, 2010, pp. 243-249
- SCHREIBER O., *Schuld und Haftung als Begriffe der privatrechtlichen Dogmatik*, Veil, 1914

- SCHWARTZ A., *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, in *Virginia Law Review*, 91, 2005, pp. 1199-1265
- SCHWARTZ A., *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, in *Yale Law Journal*, 107, 1998, pp. 1807-1851
- SCHWARTZ A., *The Absolute Priority Rule and the Firm's Investment Policy*, in *Washington University Law Review*, 72, 1994, pp. 1213-1229
- SCIUTO M., *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica)*, in *Giur. comm.*, 2007, I, pp. 566-599
- SEYMOUR J. M., SCHWARCZ S. L., *Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment*, 2019, consultabile al sito <https://ssrn.com/abstract=3498611>
- SHLEIFER A., VISHNY R., *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, in *Journal of Economic Perspectives*, 25, 2011, pp. 29-48
- SHLEIFER A., VISHNY R., *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, in *Journal of Finance*, 47, 1992, pp. 1343-1366
- SICCHIERO G., *La responsabilità patrimoniale*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, Utet, 2011
- SKEEL D. A., *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 152, 2003, pp. 917-951
- SKEEL D. A., *Debt's Dominion, A History of Bankruptcy Law in America*, Princeton University Press, 2001
- SMITH jr C. W., WARNER J. B., *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, in *Journal of Financial Economics*, 7, 1979, pp. 117-161
- SPERANZIN M., *Bail-in (e condivisione degli oneri)*, in *Digesto disc. priv. sez. comm.*, Wolters Kluwer, 2017
- SPLIEDT J. D., *Obstruktionsverbot*, in *Insolvenzordnung*, diretto da K. Schmidt, C.H. Beck, 2016
- SPLIEDT J. D., *Rechte der Anteilsinhaber*, in *Insolvenzordnung*, diretto da K. Schmidt, C.H. Beck, 2016
- SPOLIDORO M. S., *Il capitale sociale*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di Abbadessa e Rojo, Giuffrè, 1993, pp. 59-100
- SRAFFA A., *La locazione di un negozio e l'avviamento*, in *Studi di diritto commerciale*, Casa editrice libraria «fratelli Cammelli», 1907, pp. 115-136
- STANGHELLINI L., *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di Ghezzi, P. Marchetti, R. Sacchi, Giuffrè, 2020, pp. 71-102
- STANGHELLINI L., *Il codice della crisi di impresa: una primissima lettura (con qualche critica)*, in *Corr. giur.*, 2019, pp. 449-456



- STANGHELLINI L. *et al.*, *Best Practices in European Restructuring - Contractualised Distress Resolution in the Shadow of the Law*, Wolters Kluwer, 2018
- STANGHELLINI L., *La proposta di Direttiva UE in materia di insolvenza*, in *Fallimento*, 2017, pp. 873-879
- STANGHELLINI L., *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, in *AGE*, 2016, pp. 567-579
- STANGHELLINI L., *La struttura finanziaria della società per azioni al tempo della grande crisi*, in *Regole del mercato e mercato delle regole - Il diritto societario e il ruolo del legislatore*, a cura di Carcano, Mosca, Ventrone, Giuffrè, 2016, pp. 257-281
- STANGHELLINI L., *Il concordato con continuità aziendale*, in *Fallimento*, 2013, pp. 1222-1244
- STANGHELLINI L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Il Mulino, 2007
- STANGHELLINI L., *Proposta di concordato*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, diretto da Jorio, II, Zanichelli, 2007, pp. 1946-1991
- STANGHELLINI L., *L'approvazione dei creditori nel concordato preventivo: legittimazione al voto, maggioranze e voto per classi*, in *Fallimento*, 2006, pp. 1059-1066
- STANGHELLINI L., *Creditori «forti» e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2006, pp. 377-387
- STANGHELLINI L., *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 1041-1081
- STEINKE W. G., *Price, Value and Comparable Distinctions in Distressed Markets*, in *Appraisal Journal*, 80, 2012, pp. 140-148
- STELLA RICHTER jr M., *Corporate social responsibility, social enterprise, benefit corporation: magia delle parole?*, in *Vita not.*, 2017, pp. 953-968
- STRAMPELLI G., *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.* 2012, pp. 605-662
- STRAMPELLI G., *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Giappichelli, 2009
- TABB C. J., *Law of Bankruptcy*, West Academic Publishing, 2016
- TARZIA G., *Par aut dispar condicio creditorum?*, in *Riv. dir. proc.*, 2005, pp. 1-14
- TARZIA G., *Pubblico e privato nella gestione dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2002, I, pp. 259-269
- TARZIA G., *Parità e discriminazioni tra i creditori nelle procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 1984, pp. 153-161
- TERENGI M., *“Finanza esterna”, ordine delle cause di prelazione e flussi di cassa nel concordato con continuità*, in *Fallimento*, 2019, pp. 380-388
- TERRANOVA G., *I concordati in un'economia finanziaria*, in *Dir. fall.*, 2020, I, pp. 11-26

- TERRANOVA G., *Diritti soggettivi senza sovranità (a proposito di bail-in, cram-down e altro)*, in *Dir. fall.*, 2018, I, pp. 491-530
- TERRANOVA G., *Prime impressioni sul progetto di Codice della crisi di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, II, pp. 387-444
- TERRANOVA G., *Diritti soggettivi e attività d'impresa nelle procedure concorsuali*, in *Giur. comm.*, 2017, I, pp. 669-701
- TERRANOVA G., *Problemi di diritto concorsuale*, Piccin, 2011
- TERRANOVA G., *Finanziamenti dei soci*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, III, Jovene, 2004, pp. 1449-1491
- THOLE C., *Treuepflicht-Torpedo? Die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht im Insolvenzverfahren*, in *ZIP*, 2013, pp. 1937-1945
- TOLLENAAR N., *Pre-Insolvency Proceedings. A Normative Foundation and Framework*, OUP, 2019
- TOLLENAAR N., *The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings*, in *Insolvency Intelligence*, 30, 2017, pp. 65-81
- TOMBARI U., *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Giuffrè, 2019
- TOMBARI U., *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 20-28
- TOMBARI U., *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Giappichelli, 2014, pp. 5-33
- TRENTINI C., *Il controllo del tribunale sulla fattibilità economica del concordato: un "ritorno" legittimo?*, in *Fallimento*, 2017, pp. 1220-1231
- TUCCI G., *I privilegi*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 19, *Tutela dei diritti*, I, Utet, 1997
- UDA G. M., *Il bail-in e i principi della par condicio creditorum e del no creditor worse off (ncwo)*, in *Dir. econ.*, 2018, pp. 733-746
- UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law*, United Nations, 2005
- VALERI G., *Avviamento di azienda*, in *Nuovo dig. it.*, Utet, 1937-1940
- VATTERMOLI D., *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 858-890
- VATTERMOLI D., *Concordato con continuità aziendale, absolute priority rule e new value exception*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, pp. 331-357
- VATTERMOLI D., *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Giuffrè, 2012
- VATTERMOLI D., *Subordinazione legale ex art. 2467 c.c. e concordato preventivo*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, I, pp. 279-298
- VATTERMOLI D., *Chapter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers)*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, II, pp. 67-97

VEDER M., MENNENS A., *Preventive Restructuring Frameworks*, in *Capital Markets Union in Europe*, a cura di Busch, Avgouleas e Ferrarini, OUP, 2018, pp. 556-583

VELLA P., *L'impatto della Direttiva UE 2019/1023 sull'ordinamento concorsuale interno*, in *Fallimento*, 2020, pp. 747-757

VELLA P., *I quadri di ristrutturazione preventiva nella Direttiva UE 2019/1023 e nel diritto nazionale*, in *Fallimento*, 2020, pp. 1033-1044

VELLA P., *La prima direttiva europea su ristrutturazione e insolvenza*, in *Foro it.*, 2019, V, pp. 423-434

VERNA G., *E' possibile nel concordato ridurre i pagamenti dei creditori assistiti da privilegio generale?*, in *Dir. fall.*, I, 2017, pp. 1155-1175

VERNA G., *La relazione del professionista per il pagamento in percentuale dei crediti privilegiati ai sensi dell'art. 160, comma 2, legge fallim.*, in *Dir. fall.*, 2014, I, pp. 828-844

VITALI M. L., *Profili di diritto societario delle «proposte concorrenti» nella "nuova" disciplina del concordato preventivo*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 870-913

VIVANTE C., *La proprietà commerciale della clientela*, in *Riv. dir. comm.*, 1928, I, pp. 493-506

WARREN E., WESTBROOK J., *Secured Party in Possession*, in *American Bankruptcy Institute Journal*, 22, 2003, pp. 12-53

WARREN E., *Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World*, in *Michigan Law Review*, 92, 1993, pp. 336-387

WARREN E., *Bankruptcy Policy*, in *University of Chicago Law Review*, 54, 1987, pp. 775-814

ZANARDO A., *Il concordato con cessione (parziale) dei beni: ammissibilità e disciplina*, in *Dir. fall.*, 2017, I, pp. 1357-1389

ZANICHELLI V., *I Concordati giudiziali*, Utet, 2010

ZORZI A., *Piani di risanamento e accordi di ristrutturazione nel codice della crisi*, in *Fallimento*, 2019, pp. 993-1005

ZORZI A., *L'accordo di ristrutturazione con banche e intermediari finanziari (art. 182-septies legge fallim.): le categorie di creditori e l'efficacia nei confronti dei non aderenti*, in *Dir. fall.*, 2017, I, pp. 403-434

ZORZI A., *L'accordo di ristrutturazione con intermediari finanziari: da eccezione a regola in un mercato in evoluzione*, in *Fallimento*, 2017, pp. 761-770

## GIURISPRUDENZA

### *Giurisprudenza europea*

CGCE, 25 luglio 2002, C-50/00, Unión de Pequeños Agricultores c. Consiglio  
CGCE, 12 maggio 1998, C-367/96, Alexandros Kefalas e a. c. Elliniko Dimosio (Stato ellenico) e Organismos Oikonomikis Anasygkrotisis Epicheiriseon AE (OAE).

CGCE, 12 marzo 1996, C-441/93, Pafitis c. Banca Trapeza Kentrikis Ellados AE  
CGCE, 15 maggio 1986, C-222/84, Johnston c. Chief Constable of the Royal Ulster Constabulary

#### *Giurisprudenza costituzionale*

Corte Cost., 12 marzo 2010, n. 98  
Corte Cost., 15 luglio 1992, n. 329

#### *Giurisprudenza di legittimità*

Cass., 18 giugno 2020, n. 11882  
Cass., 8 giugno 2020, n. 10884  
Cass., 27 dicembre 2019, n. 34539  
Cass., 17 ottobre 2018, n. 26005  
Cass., S.U., 28 giugno 2018, n. 17186  
Cass., 21 giugno 2018, n. 16348  
Cass., 20 giugno 2018, n. 16291  
Cass., 18 giugno 2018, n. 16066  
Cass., 25 gennaio 2018, n. 1896  
Cass., 18 gennaio 2018, n. 1182  
Cass., 31 ottobre 2016, n. 22045  
Cass., 7 luglio 2015, n. 14056  
Cass., S.U., 23 gennaio 2013, n. 1521  
Cass., 8 giugno 2012, n. 9373  
Cass., 10 febbraio 2011, n. 3274  
Cass., 22 marzo 2010, n. 6901  
Cass., 4 febbraio 2009, n. 2706  
Cass., 17 luglio 2007, n. 15950  
Cass., 12 dicembre 2005, n. 27387  
Cass., 20 gennaio 1997, n. 549

#### *Giurisprudenza di merito*

App. Venezia, 19 luglio 2019, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
App. Torino, 31 agosto 2018, in *Fallimento*, 2019  
App. Venezia, 12 maggio 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
App. Roma, 5 marzo 2013, consultabile nella banca dati *DeJure*

Trib. Avezzano, 13 febbraio 2020, consultabile nella banca dati Leggi d'Italia  
Trib. Padova, 24 gennaio 2019, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
Trib. Milano, 5 dicembre 2018, in *Fallimento*, 2019  
Trib. Massa, 27 novembre 2018, consultabile nella banca dati *DeJure*  
Trib. Rimini, 10 maggio 2018, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it);  
Trib. Milano, 16 novembre 2017, n. 11552, in *Riv. not.*, 2018, II  
Trib. Belluno, 17 febbraio 2017, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
Trib. Torino, 25 gennaio 2017, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
Trib. Milano, 15 dicembre 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
Trib. Milano, 8 novembre 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
Trib. Firenze, 2 novembre 2016, in *Fallimento*, 2017  
Trib. Treviso, 15 settembre 2016, consultabile nella banca dati *DeJure*  
Trib. Torre Annunziata, 29 luglio 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

Trib. Pisa, 26 febbraio 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Massa, 4 febbraio 2016, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Treviso, 13 novembre 2015, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Prato, 8 ottobre 2015, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Treviso, 25 marzo 2015, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Milano, 28 novembre 2014, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Milano, 4 novembre 2014, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Rovereto, 13 ottobre 2014, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Cuneo, 31 luglio 2014, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Siena, 25 luglio 2014, in *Fallimento*, 2015  
 Trib. Torino, 5 giugno 2014, consultabile nella banca dati *Il Fallimentarista*  
 Trib. Marsala, 5 febbraio 2014, in *Dir. fall.*, 2014, II  
 Trib. Bergamo, 26 settembre 2013, consultabile nella banca dati *Il Fallimentarista*  
 Trib. Terni, 2 aprile 2013, in *Fallimento*, 2014  
 Trib. Milano, 4 ottobre 2012, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Roma, 25 luglio 2012, consultabile nella banca dati *DeJure*  
 Trib. Roma, 1 febbraio 2012, consultabile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Monza, 22 dicembre 2011, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Arezzo, 8 novembre 2011, consultabile nella banca dati *DeJure*  
 Trib. Milano, 20 luglio 2011, consultabile al sito [www.unijuris.it](http://www.unijuris.it)  
 Trib. Roma, 4 maggio 2011, in *Giust. civ.*, 2012, I  
 Trib. Venezia, 8 marzo 2011, in *BBTC*, 2012, II  
 Trib. Torino, 23 dicembre 2010, consultabile nella banca dati *DeJure*  
 Trib. Salerno, 9 novembre 2010, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Sulmona, 2 novembre 2010, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Roma, 29 luglio 2010, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Roma., 20 aprile 2010, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Arezzo, 17 settembre 2009, consultabile nella banca dati *DeJure*  
 Trib. Biella, 23 aprile 2009, in *Giur. comm.*, 2010, II  
 Trib. Udine, 3 marzo 2009, in *BBTC*, 2012, II  
 Trib. Messina, 18 febbraio 2009, consultabile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)  
 Trib. Pescara, 16 ottobre 2008, in *Fallimento*, 2009  
 Trib. Firenze, 14 giugno 2008, in *Foro pad.*, 2008, I  
 Trib. Roma, 16 aprile 2008, in *BBTC*, 2009, II  
 Trib. Catania, 27 luglio 2007, in *Giur. comm.*, 2008, II  
 Trib. Bari, 22 luglio 1975, in *Giur. comm.*, 1976, II

#### *Giurisprudenza statunitense*

*Czyzewski v. Jevic Holding Corp.*, 137 S.Ct. 973 (2017)  
*Till v. SCS Credit Corp.*, 541 U.S. 465 (2004)  
*Bank of America National Trust and Savings Assoc. v. 203 North LaSalle Street Partnership*, 526 U.S. 434, 119 S.Ct. 1411 (1999)  
*Re Associates Commercial Corp. v. Rash*, 520 U.S. (1997)  
*Norwest Bank Worthington v Ahlers*, 485 U.S. 197 (1988)  
*Butner v. United States*, 440 U.S. 48, 55 (1979)  
*Case v. Los Angeles Lumber Products Co.*, 308 U.S. 106, 60 S.Ct. 1, 84 L.Ed. 110 (1939).  
*Northern Pacific Railway Co. v Boyd*, 228 U.S. 482 (1913)  
*Luisville Trust Co. v. Luisville, New Albany & Chicago Railway Co.*, 174 U.S. 674 (1899).  
*Railroad Co. v. Howard*, 74 U.S. 932 (1869)

