

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

Cattedra di Diritto delle Crisi d'Impresa

NUOVA FINANZA ALLE IMPRESE IN CRISI
Considerazioni e prospettive

RELATORE

Chiar.mo Prof.
Vincenzo De Sensi

CANDIDATO

Andrea Garofalo
MATRICOLA 104173

CORRELATORE

Chiar.mo Prof.
Gian Domenico Mosco

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

INDICE

INTRODUZIONE	I
1. LO STATO DI CRISI DELL'IMPRESA E LE STRADE PER LA SUA COMPOSIZIONE	1
<i>1.1 I piani attestati di risanamento</i>	8
<i>1.2 Gli Accordi di ristrutturazione</i>	30
<i>1.3 Il concordato preventivo</i>	44
2. STRUMENTI DI NUOVA FINANZA ALLE IMPRESE NEI PROCESSI DI RISANAMENTO	
<i>2.1 Finanziamenti erogati alle imprese in crisi ex L. Fall.</i>	49
<i>2.2 Riflessi della crisi sugli assetti proprietari</i>	62
<i>2.3 Gli strumenti finanziari partecipativi</i>	68
<i>2.4 Il private equity ed il venture capital nelle operazioni di turnaround</i>	79
3. IL CASO AZIENDA ESEMPIO S.P.A. ACCORDI CON GLI ISTITUTI DI CREDITO E CESSIONE DI SFP: SOLUZIONE O CRITICITÀ PER LA GOVERNANCE?	
<i>3.1 Le vicende fattuali sottese</i>	87
<i>3.2 Gli Accordi con gli Istituti di Credito</i>	88
<i>3.2 Criticità e positività registrate</i>	93
4. CONCLUSIONI	95
BIBLIOGRAFIA	96

Introduzione

Il finanziamento alle imprese in crisi è uno degli argomenti più discussi negli studi della disciplina concorsuale degli ultimi anni. L'interesse suscitato da quest'argomento può spiegarsi partendo da una duplice constatazione:

- da un lato, a fronte di uno stato di crisi economica diffusa, un'impresa, nelle more del perfezionamento di misure necessarie per il superamento di una crisi, ha bisogno di nuova provvista finanziaria, al fine di evitare ripercussioni negative e in termini di perdita di valore, e derivanti da un possibile blocco del ciclo produttivo;
- dall'altro, la riluttanza, sempre più manifesta, dei potenziali finanziatori (soci, banche ovvero creditori interessati) a colmare il *deficit* di liquidità di un'impresa che versi in difficoltà tali da metterne in dubbio la capacità di rimborso, ha spinto il legislatore a tutelare questi soggetti per favorire l'accesso al credito delle imprese in stato di crisi.

Pertanto, il tema dell'erogazione di nuova finanza (c.d. *fresh money*) nel contesto di operazioni volte alla risoluzione delle crisi di impresa è da sempre un tema molto avvertito e che impone la ricerca di soluzioni che siano in grado di garantire i diversi interessi in gioco, e cioè l'aspettativa di tutela dei finanziatori che decidono di intervenire in un momento così delicato, e indirettamente, in un orizzonte più ampio, le esigenze dello stesso mercato del credito; la protezione in senso generale dei diritti dei creditori dell'imprenditore in crisi; infine, nella pur ampia varietà delle possibili prospettive di componimento della crisi, le esigenze del medesimo debitore o, meglio, dell'impresa¹.

In *primis*, ai fini della presente trattazione, v'è da premettere che, come contratto di finanziamento s'intende far riferimento, tecnicamente, a quel *genus* di contratti la cui causa è connotata dal “*trasferimento della proprietà di una determinata quantità di*

¹ VALENSISE, DI CECCO, SPAGNUOLO, *Il finanziamento della impresa in crisi*, in *Regole e mercato*, Tomo I, Giappichelli, 2016, 323 e ss..

denaro (...) a favore del sovvenuto (...) e dall'obbligazione di costui di restituire il tantundem"² e, più specificamente non si tratterà delle implicazioni legate all'apporto di nuova finanza da parte di *player* interni all'impresa.

Ciò detto, con specifico riferimento ai finanziatori ed al sistema del credito, appare evidente sottolineare che, le principali preoccupazioni si appuntano sulle garanzie di effettiva restituzione del prestito e, in caso di successivo fallimento, anche sui rischi di revocatoria e di connesse responsabilità penali. Per gli altri creditori, poi, gli aspetti più sensibili della loro tutela sono rappresentati dalla possibile alterazione della *par condicio* e dall'impatto che ne deriva sul patrimonio del debitore da destinare al loro soddisfacimento. Infine, non possono essere trascurate le esigenze di mettere a disposizione dell'imprenditore in crisi uno strumentario che si connoti per un elevato grado di flessibilità, idoneo cioè a fronteggiare le differenti situazioni che di volta in volta possono presentarsi.

La problematica del finanziamento dell'impresa in crisi, quindi, costituisce il naturale, ed imprescindibile, punto di sostegno per la realizzazione di un sistema che tenda al salvataggio delle imprese, attraverso l'utilizzo di strumenti (negoziali o processuali) che possano sottrarre l'impresa dall'area dell'insolvenza, e dunque della irreversibile dissoluzione attraverso una procedura fallimentare.

Il finanziamento dell'impresa in crisi, dal punto di vista degli orientamenti culturali che connotavano la società sino agli anni settanta del secolo scorso, e dunque le scelte del legislatore della legge fallimentare del 1942, era inteso come condotta riprovevole ed in senso punitivo³, siccome in contrasto con le teorie economiche che vedevano, quale elemento regolatore del mercato, la selezione naturale degli operatori non virtuosi, e

² LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici – Contratti di alienazione, di godimento, di credito*, vol. I, Milano, 1995, p.675.

³ BRUNO, *La riforma del fallimento ed il problema di riabilitazione del fallito*, in *Rivista delle Cancellerie*, Ed. Bucalo, n. 5, 2007, p. 545-552.

quindi la sollecita espulsione di quelle imprese che non erano in grado di assicurare una gestione corretta, intesa essenzialmente come equilibrio economico-finanziario e cioè come “adempimento regolare delle proprie obbligazioni”.

Pertanto, se da un lato si voleva precipuamente evitare che un'impresa, che versava in situazione d'insolvenza, potesse in alcun modo sopravvivere con mezzi altrui, piuttosto che essere dichiarata fallita nel più breve tempo possibile, dall'altro si “puniva” chi permettesse alla stessa impresa di sopravvivere, sia escludendo che egli potesse ricevere qualsiasi restituzione di tale finanziamento, attraverso la revocatoria fallimentare dei pagamenti, sia aprendo alle azioni risarcitorie nei confronti del finanziatore, da parte dei creditori, per l'abusiva erogazione del credito, oltre che sottoponendo la condotta di finanziamento ad una stringente ed assai gravosa valutazione anche sotto il profilo penale.

A tale sistema sembravano sottrarsi le grandi imprese che, attraverso gli strumenti di intervento pubblico nell'economia, potevano godere di strumenti di salvataggio, certamente connotati da caratteristiche di eccezionalità, ma non certamente non isolati o marginali nel quadro dell'economia nazionale. Ed infatti, la realtà economico-sociale del nostro Paese, a partire dagli anni settanta, ha lasciato emergere con sempre maggiore evidenza la “crisi” della disciplina concorsuale del 1942 nel suo complesso. Come rilevato dalla dottrina⁴ nella lettura delle procedure concorsuali, accanto ai tradizionali finalità di protezione dei creditori, sono andati emergendo ed affermandosi obiettivi diversi, connessi alla conservazione dell'organismo produttivo. Ciò ha condotto a *«privilegiare sempre più nettamente, rispetto a procedure o meccanismi di liquidazione-dissoluzione, procedure o meccanismi di risanamento dell'impresa, attraverso l'eliminazione dei fattori di crisi, o quanto meno, di recupero, previa riorganizzazione dei complessi produttivi»*.

⁴ NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese. Lineamenti generali*, in *Tratt. Dir. Priv.*, diretto da BESSONE, XXV, Giappichelli, 2012, 22.

Questa situazione generale ha dato luogo ad una lunga stagione caratterizzata da un significativo intervento pubblico, in senso lato, nelle crisi di impresa, in particolare in quelle interessanti imprese di rilevanti dimensioni, e questo principalmente in un'ottica di ausilio all'impresa in difficoltà⁵.

Durante il trascorrere degli anni, anche a causa della rapida evoluzione del contesto sociale economico e culturale, si sono resi necessari, in modo via via sempre più impellente, aggiornamenti legislativi che, soprattutto nel decennio 2005-2015, si sono susseguiti senza soluzione di continuità. Durante quest'evoluzione è andata tracciandosi, in modo alquanto netto, una trasformazione dell'approccio utilizzato in ambito fallimentaristico. In particolare, il *revirement* cui si è assistito è culminato nella concezione che domina oggi la disciplina fallimentaristica di un «Diritto delle Crisi d'Impresa» più che di un «Diritto Fallimentare».

Nello scenario attuale, infatti, il finanziamento all'impresa in crisi viene non solo tutelato ma anche supportato, giacché è meritevole quell'imprenditore che si adopera nella ricerca di una soluzione che tuteli i propri creditori, ma che persegue anche la sopravvivenza della propria azienda conservando il proprio valore economico in senso occupazionale che, spesso, non rappresenta un fattore secondario.

In questo dedalo d'interventi legislativi, come accade sovente anche in altri ambiti del diritto, il quadro complessivo della disciplina è divenuto presto confuso e contorto, al punto da rendere urgente la summenzionata riforma del settore.

Pertanto, sulla scia di questo sentimento diffuso, il 28 gennaio 2015, il Ministro della

⁵ Stagione che, ancora oggi, potrebbe ritenersi non chiusa se si fa riferimento a realtà aziendali di vasta risonanza nazionale come Alitalia o Atac che, dimostrano, come l'intervento pubblico nelle imprese di grandi dimensioni, non sempre, se non quasi mai, rappresenta una concreta via d'uscita o di risoluzione per problemi endogeni alla catena di produzione del valore o di gestione dell'impresa in sé.

Giustizia ha istituito con decreto una commissione ministeriale, presieduta dal Dott. Renato Rodorf, con l'incarico di redigere uno schema dal quale trarre un disegno di legge per il riordino della materia fallimentare. L'11 marzo 2016 è stato presentato il ddl n. C-3671 "*Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza*", approvato dalla Camera dei Deputati l'1 febbraio 2017 e, conseguentemente, il 12 ottobre 2017⁶, anche il Senato ha approvato il ddl S-2681⁷.

Quest'ultimo intervento riformatore consente, oggi, di leggere in una procedura concorsuale non più solo finalità liquidatorie, ma anche un'ottica di risanamento e *turnaround* dell'impresa. Infatti, dal tenore letterale dell'articolo 2 del ddl Rodorf, emerge una volontà diversa dell'ordinamento:

«Nell'esercizio della delega di cui all'articolo 1, il Governo provvede a riformare in modo *organico le procedure concorsuali attenendosi ai seguenti criteri direttivi:*

- a) *sostituire il termine "fallimento", e suoi derivati, con espressioni equivalenti, quali "insolvenza" o "liquidazione giudiziale", adeguando dal punto di vista lessicale anche le relative disposizioni penali, ferma restando la continuità delle fattispecie criminose [omissis]*».

Si chiarisce sin da subito, in apertura di ddl, che ci si affaccia a una nuova era per le procedure concorsuali, che vede una fase nuova a partire, in primo luogo, dalle modifiche semantiche. Su questo sfondo mutevole si muove la presente analisi sui diversi modi attraverso cui erogare nuova finanza alle imprese in crisi. Durante questo percorso, passaggio obbligato sarà l'analisi dei tre diversi istituti regolati dalla Legge Fallimentare: piano attestato di risanamento, accordi di ristrutturazione e concordato preventivo, ma anche le diverse forme tramite cui erogare nuova finanza, si pensi agli

⁶ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2017-10-11/legge-fallimentare-via-libera-definitivo-senato--130117.shtml>

⁷ <http://www.senato.it/leg/17/BGT/Schede/Ddliter/47657.htm>

strumenti finanziari partecipativi o all'uso del *venture capital* nelle operazioni di *turnaround*.

Nel primo capitolo, in premessa, troviamo un breve approfondimento su alcuni concetti base della disciplina della crisi d'impresa: cosa s'intende per crisi e in cosa si caratterizza rispetto l'insolvenza. Chiarito quest'aspetto preliminare, s'illustrerà il funzionamento degli strumenti propri della Legge Fallimentare (piano di risanamento attestato *ex art. 67, co. 3, lett. d)*, accordi di ristrutturazione *ex art. 182-bis* e concordato preventivo *ex art. 160 ss.)*, operando un confronto tra gli stessi, con particolare riferimento alle tutele che il legislatore offre ai finanziatori delle imprese coinvolte in tali operazioni.

Riguardo al piano di risanamento, in particolare, non si potrà non porre l'accento sull'assenza del requisito della "prededuzione" come garanzia di rimborso nel nefasto esito che il piano sbocchi nel successivo fallimento.

Con specifico riferimento agli accordi e al concordato preventivo, invece, sarà possibile un discorso più organico della disciplina inerente gli articoli 182-*quater* e 182-*quinquies* della L. Fall. introdotti dal D.L. n. 83 del 2012 e successivamente modificati parzialmente dalla L. 132 del 2015. In particolare, il discorso si concentrerà sulle ipotesi della cd. *finanza ponte*, *finanza interinale* e *finanza in esecuzione*. Senza prescindere, anche in quest'occasione, da cenni riferibili a miglorie e criticità che deriveranno dall'approvazione del ddl Rodorf.

Nel secondo capitolo, l'analisi si concentrerà prevalentemente sulle forme di erogazione di nuova finanza alle imprese in difficoltà (la finanza *ex L. Fall.* e strumenti alternativi come gli SFP – Strumenti Finanziari Partecipativi), focalizzando l'attenzione sul riflesso che dette erogazioni possono avere per l'assetto proprietario dell'impresa in

crisi. Inoltre, si approfondirà il tema del *private equity* e del *venture capital* nelle operazioni di *turnaround*, partendo da un breve *excursus* sulle origini per poi passare ad un'analisi di detto settore nell'ambito della crisi d'impresa e delle operazioni di *turnaround*.

Infine, nell'ultimo capitolo, grazie al racconto della composizione di una crisi aziendale relativa all'esperienza dell'Azienda Esempio S.p.A., sarà possibile riscontrare quanto illustrato in precedenza.

1. Lo stato di crisi dell'impresa e le strade per la sua composizione

Innanzitutto è importante tracciare un confine il più netto possibile fra i concetti di “crisi” e “insolvenza”. Questo perché, per meglio comprendere come l'impresa arrivi a richiedere nuova provvista finanziaria che derivi da fonti esterne con lo scopo di sovvertire lo stato in cui si trovi, è necessario chiarire quale sia la premessa logica a questa situazione.

Pertanto, nel discorso che seguirà, si precisa che il c.d. “presupposto soggettivo”⁸ per l'applicazione di uno strumento di risanamento, piuttosto che di un altro, ai fini dell'analisi che qui interessa, non sarà oggetto di approfondimento. Invece, ciò rileverà è il cd. “presupposto oggettivo”.

Premesso che è pacifico, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, che la nuova sistematica emersa a valle della riforma del 2005 ha solo modificato la valenza normativa dello stato d'insolvenza, ma non ne ha modificato la nozione⁹, molteplici sono le questioni originanti dalla nuova fotografia delle patologie rilevanti per la disciplina fallimentaristica; tutte scaturenti dalla circostanza che la figura dello stato di crisi non è neppure embrionalmente definita dal legislatore, tanto da potersi dire – stando alla nomenclatura legislativa – che forse è definibile solo in senso negativo¹⁰ in quanto non coincidente con lo stato di insolvenza; ma, in realtà, anche questa affermazione minimale viene messa in dubbio da autorevole dottrina¹¹.

⁸ Si veda GIORGETTI, *Le procedure concorsuali*, CEDAM, II ed, 2017 pag. 5.

⁹ Per tutti v. NIGRO, *sub art. 5*, in NIGRO-SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, I, Torino, 2010, 60 ss.; JORIO, *Fallimento* (diritto privato e processuale), in ED Annali, III, Milano, 2010, 346; CAVALLI, *Il presupposto oggettivo*, in Tratt. Cottino, XI, Padova, 2009, 128.

¹⁰ AZZARO, *Le funzioni del concordato preventivo tra crisi e insolvenza*, in Fallimento, 2007, 742.

¹¹ TERRANOVA, *Lo stato di insolvenza*, in Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali, diretto da VASSALLI-GABRIELLI, I.1, Torino, 2013, 224 ss. (pubblicato anche in volume autonomo, *Insolvenza stato di crisi da sovraindebitamento*, Torino, 2013); TERRANOVA, *Stato di crisi, stato d'insolvenza, incapienza patrimoniale*, in Dir. fall., 2006, 569 ss. (pubblicato anche in Terranova, *Stato di crisi e stato di insolvenza*, Torino, 2007, 47 ss.); GALLETTI, *sub art. 160*, in Commentario alla legge fallimentare, diretto da CAVALLINI, Milano, 2010, 382; Galletti, *sub art. 160*, in *Il nuovo diritto fallimentare* diretto da JORIO e coordinato da FABIANI, **, Bologna, 2007, 2275; Trib. Sulmona, 6.6.2005 in Fallimento, 2005, 793.

L'ultimo comma dell'art. 160 L. Fall., per vero, quando afferma che « *ai fini di cui al 1° comma per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza* »¹², esclude chiaramente, in una prospettiva rispettosa del dato positivo, non solo che i due stati coincidano perfettamente, ma anche che ogni stato di crisi sia necessariamente stato d'insolvenza. Scartate queste ipotesi, i casi possibili restano due: o l'insieme dell'insolvenza è del tutto esterno, quasi contrapposto, a quello della crisi oppure gli è interno e ne rappresenta un sottoinsieme. La legislazione speciale e le normative di settore confermano che lo stato di crisi rappresenta l'insieme di cui lo stato d'insolvenza è un sottoinsieme¹³.

Alla luce di queste considerazioni, dunque, è possibile azzardare una prima definizione tentando di mutare alcuni concetti prevalentemente aziendalistici, dunque è “crisi”: lo stato in cui versi un'impresa che non raggiunge, per motivi interni o esterni, obiettivi che potevano ragionevolmente essere conseguiti, avendo avuto riguardo ai fattori della produzione impiegati.

Questa è, però, una nozione troppo generica e che difficilmente riesce a emergere a livello giuridico. Quella che, almeno di regola, può assumere rilevanza sul piano giuridico è invece una nozione più circoscritta, riferibile a situazioni effettivamente patologiche del soggetto impresa, da intendersi sia nel senso di organizzazione nel suo complesso quanto, in senso specifico, come organizzazione produttiva. Ed è in tale accezione che il termine crisi può dirsi entrato stabilmente nel linguaggio normativo.¹⁴

Per avere un'idea meno fumosa del concetto di “crisi”, quindi, è possibile provare a dedurre *a contrario* i limiti partendo dal concetto d'insolvenza. Nonostante esista una precisa definizione normativa di cui all'articolo 5 della L. Fall., in dottrina c'è stato

¹² Si tratta della versione come modificata dall'art. 36, d.l. 30.12.2005, n. 273 convertito in l. 23.2.2006, n. 51.

¹³ SANDULLI, *Il presupposto oggettivo*, in JORIO-SASSANI (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, I, Milano, 2014, 163; NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese*, in *Tratt.* Bessone, Torino, 2012, 227; MUNARI, *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione*, Milano, 2012, 113; JORIO, *Il concordato preventivo*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Novità ed esperienze applicative a cinque anni dalla riforma. Commentario sistematico*, diretto da JORIO e FABIANI, Bologna, 2010, 969; FERRI JR., *Il presupposto oggettivo del fallimento*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2010, I, 767; MANDRIOLI, *Lo stato di insolvenza dell'impresa*, in DIDONE (a cura di), *Le riforme della legge fallimentare*, Torino, 2009, 102 ss.; AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Padova, 2008, 22;

¹⁴ NIGRO - VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Bologna, Il Mulino, III ed., 2014, pag.23.

ampio dibattito sul punto, trascinosi anche in giurisprudenza ma, accettate le cd. teorie patrimonialistiche si è concordemente affermato che l'insolvenza s'individua nell'incapacità definitiva del patrimonio del debitore di assicurare il soddisfacimento regolare delle obbligazioni che lo gravano, indipendentemente dalla sua condotta¹⁵.

Pertanto, come già anticipato, la "crisi" è il *genus* che include la *species* dell'insolvenza, quel momento di stress finanziario nel quale, per i motivi suindicati, un imprenditore si trova in forte squilibrio di passività che, parimenti alla penuria di liquidità impedisce una regolare gestione dell'impresa che nel breve/medio termine può tradursi, appunto, nell'insolvenza.

Nell'attuale scenario, il ddl Rodorf ha proposto l'inserimento di una specifica norma che inquadri la nozione di "crisi", come già accade per l'insolvenza.

Infatti, *ex art. 2, lett. c)* si stabilisce di:

« (...) introdurre una definizione dello stato di crisi, intesa come probabilità di futura insolvenza, anche tenendo conto delle elaborazioni della scienza aziendalistica, mantenendo l'attuale nozione di insolvenza di cui all'articolo 5 L. Fall. (...) ».

L'impatto di una tale raccomandazione dipenderà dal livello con il quale gli strumenti econometrici, propri delle scienze aziendalistiche, faranno irruzione in un impianto normativo che invece, più opportunatamente, dovrebbe perimetrarsi mediante il prudente ricorso a poche, chiare e flessibili clausole generali.

Questo perché, un rimando così esplicito ai parametri contabili che il legislatore delegato dovrà seguire, potrebbe declinarsi nel rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi. È di questa stessa opinione autorevole dottrina secondo cui: *« (...) imbrigliare la definizione dello stato di crisi nelle maglie delle norme di legge, può cagionare il deterioramento prematuro di un sistema già ricco di richiami. Infatti, l'apparenza d'una maggior precisione non sempre può portare ai risultati sperati, specie nel*

¹⁵ GIORGETTI, pag. 23, *Op. Cit.* e Art. 5 – L. Fall.

momento in cui il legislatore delegato raccomanda di tenere conto anche “delle elaborazioni della scienza aziendalistica”¹⁶.

Ai fini che qui interessano, non si vuole negare l'utilità di una norma che definisca in modo puntuale il concetto di crisi, ma il rischio, assai concreto, è che si vada incontro ad un irrigidimento sul nascere della futura Legge Fallimentare.

Dati questi brevi cenni sul concetto di “crisi” e sulle prospettive *de iure condendo*, oggi, se un'impresa volesse porre in essere un'operazione di risanamento aziendale, dovrà necessariamente soddisfare il primario bisogno di nuova provvista finanziaria.

Tralasciando le vie alternative al finanziamento di cui si tratterà *infra* al capitolo 2 del presente elaborato, le strade che si dipanano di fronte all'imprenditore, in conformità a quanto stabilito dagli strumenti offerti dalla Legge Fallimentare, sono essenzialmente tre:

- l'attivazione di un **piano attestato di risanamento**, anch'esso privo di esplicita definizione legislativa e disciplinato solo in via indiretta dalla norma sulla revocatoria fallimentare, consente, pur nell'astratta ricorrenza dei presupposti della revocabilità degli atti, dei negozi o delle garanzie poste in essere dell'imprenditore poi fallito, di esimere tali atti dalla falce revocatoria;
- l'utilizzo di **accordi di ristrutturazione dei debiti**, disciplinati da un'unica norma, l'art.182-*bis* L. Fall., introdotto con la prima riforma fallimentare degli anni Duemila (cioè il c.d. decreto «competitività» individuato con il n. 35/2005, convertito nella L. 80/2005) e oggetto di innumerevoli interventi di riforma, finalizzati a garantirne l'effettiva attuabilità: peraltro, le innovazioni più recenti, anche in tema di finanziamenti, hanno esteso l'applicazione agli stessi anche di norme dettate in materia di concordato preventivo;
- infine, alternativa pur sempre valida è l'avvio di un **concordato preventivo**, strumento contemplato già nell'originaria legge fallimentare ma modificato significativamente dalla riforma del 2005 e oggetto poi di plurimi interventi

¹⁶ FERRO, “Ddl Crisi d'Impresa: la nozione di crisi nel testo approvato alla Camera”, in *QuotidianoGiuridico.it*, Wolter Kluwers, 14 marzo 2017.

riformatori (quasi sempre ispirati alla finalità di renderlo il vero strumento alternativo alla dichiarazione di fallimento). Questo è l'unico fra gli istituti qui citati che s'iscrive a pieno titolo nella categoria generale delle procedure concorsuali.¹⁷

Prima di proseguire nell'analisi di questi strumenti e dei profili rilevanti nell'ambito dell'erogazione di nuova finanza, è interessante evidenziare fattori comuni ad ognuno di essi.

Tutti hanno una finalità che consente di distinguerli in due gruppi distinti: un primo che persegue un fine meramente liquidatorio; un secondo, invece, che si propone di realizzare il risanamento dell'impresa riportandola, auspicabilmente, *in bonis*.

Il piano attestato di risanamento rientra, per definizione, nel secondo gruppo giacché il risanamento è da intendersi in senso patrimoniale e di riequilibrio finanziario. Quest'interpretazione si riflette in modo diretto nel contenuto principale del piano stesso. Concetto analogo si ritrova nell'accordo di ristrutturazione che, tuttavia, a differenza del piano di risanamento, può identificarsi nella risoluzione della crisi tramite una liquidazione che riporti *in bonis* l'imprenditore e l'azienda puntando alla semplice ristrutturazione dei debiti e non al risanamento. Differenza non da poco, giacché il risanamento implica per definizione una continuità dell'impresa, cosa che invece la mera ristrutturazione del debito non necessariamente contempla. Il concordato preventivo, invece, può avere finalità tanto di risanamento quanto liquidatoria.

La diversa ingerenza esercitata dalla magistratura nella fase di esecuzione o avvio dello strumento è sicuramente un altro fattore da considerare con riferimento ai tre strumenti, in particolare quanto la figura del giudice possa ritenersi preponderante. Riguardo al piano attestato, caratteristica primaria è quella di svolgere la propria efficacia in un ambiente completamente stragiudiziale. Infatti, una delle ragioni che ha portato l'introduzione di una procedura di risanamento completamente stragiudiziale è da ricondurre proprio alla volontà di confinare la gestione della vicenda legata alla crisi dell'impresa, esclusivamente al suo interno. Ne sia riprova il fatto che il piano attestato

¹⁷ SANZO, *Il finanziamento alle imprese in crisi*, in "Le Operazioni di Finanziamento" a cura di GALGANO F., Bologna, Zanichelli, 2016, pag. 1416.

finisce con l'assumere rilevanza esterna solo nell'ipotesi in cui non si raggiunga l'obiettivo sperato e dunque diventi necessario aprire una procedura concorsuale di tipo fallimentare a carico dell'impresa.

Negli accordi di ristrutturazione, invece, il ruolo del giudice è limitato in modo quasi esclusivo al momento in cui si sia raggiunto un accordo e si renda necessario il controllo legale di un giudice rispetto alla sua conclusione in conformità alle previsioni di legge.

Infine, nel concordato preventivo, il ruolo del giudice è sicuramente più invasivo rispetto alle prime due procedure. Il manifestarsi di un controllo costante, tanto in momenti anteriori l'avvio del concordato (si veda il concordato con riserva c.d. concordato prenotativo) quanto durante la sua esecuzione, o nei momenti successivi al suo innesto, sono compiuta dimostrazione di come il controllo giurisdizionale debba ricomprendersi fra i tratti tipici di quest'ultimo strumento.

Aspetto non secondario, inoltre, è quello riguardante la prevedibilità. Infatti, tale aspetto è sicuramente quello più interessante ai fini di quest'analisi perché consente ai soggetti erogatori di finanza in funzione o occasione di uno degli strumenti menzionati, di avere tutela dall'ordinamento nel momento in cui dovesse sorgere un coinvolgimento nell'ambito di una procedura di tipo fallimentare.

Il piano di risanamento è l'unico tra i tre strumenti che, *ictu oculi*, non garantisce il **diritto alla prededuzione** (nell'eventuale successivo fallimento) in favore di coloro che abbiano finanziato il piano: tale mancanza può spiegare il quasi inevitabile declino che ha caratterizzato l'istituto successivamente la sua introduzione. Infatti, il principale incentivo è l'esenzione degli atti posti in essere in occasione del piano dall'operatività della revocatoria fallimentare. Tuttavia, una tutela di questo genere non può ritenersi sufficiente per i finanziatori.

Nella prassi applicativa dell'istituto, se da un lato è da considerarsi positivamente la possibilità di sottrarsi alla falce revocatoria, allo stesso tempo le incertezze legate al successivo riconoscimento nell'alveo dei crediti della massa, in modo netto ed incontestabile, e il quasi inevitabile contenzioso a valle del quale ottenere tale

riconoscimento, restano svantaggi che devono prendersi in considerazione nell'erogazione di nuova finanza in esecuzione di tale strumento.

Invece, gli accordi di ristrutturazione e il concordato preventivo, con esplicite disposizioni di legge, prevedono la tutela della prededuzione per i soggetti che erogano nuova finanza all'impresa.

Il d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito nella l. 7 agosto 2012, n.134 c.d. **decreto sviluppo** ha uniformato ulteriormente i tre istituti se si considera la figura dell'attestatore e il requisito dell'**attestazione** come comune denominatore fra loro.

Infatti, un professionista indipendente è chiamato, in tutti e tre i casi, a redigere una relazione che attesti gli aspetti economici di quanto previsto dal piano attestato, dall'accordo o dalla proposta di concordato, il tutto a valle di un meccanismo procedimentale unificato, che registra fisiologiche differenze soltanto con riguardo ai diversi presupposti ed alle diverse finalità che caratterizzano ciascuno dei tre istituti¹⁸.

Spostiamo ora l'attenzione sul contenuto specifico di ognuno dei citati strumenti esaminando quali sono le implicazioni per l'erogazione di nuova finanza all'impresa che versa in stato di crisi.

¹⁸ SANZO, *Op. Cit.*, p. 1462

1.1 I piani attestati di risanamento

Il primo aspetto da porre in evidenza è l'assenza di tipizzazione normativa relativamente ai piani attestati di risanamento, come già è stato anticipato sul punto, non si tratta di un istituto tipico del diritto civile o concorsuale, né è disciplinato organicamente da alcuna norma.

Ciò nonostante, il legislatore ha operato come se si trattasse di un istituto tipico, disciplinandone gli effetti in caso di fallimento dell'impresa, nello specifico ai fini dell'esenzione da revocatoria per gli atti che siano stati posti in essere in esecuzione del piano. Il legislatore, da qualche tempo, ha adottato questa discutibile tecnica legislativa, normando in via diretta gli effetti d'istituti in realtà privi di un quadro di riferimento principale. Tale pratica non è certo infrequente, basti pensare al *leasing*: più volte richiamato in normative speciali, ma in realtà mai disciplinato dal legislatore (a questo difetto, però, hanno sopperito in buona parte una pratica commerciale corposa e consolidata e abbastanza uniforme).

Pertanto, in questi casi, è inevitabile per l'operatore del diritto porre in essere un'interpretazione esegetica che ricostruisca le fondamenta dell'istituto.

Nell'ambito di quest'operazione, premessa necessaria alla disamina del funzionamento del piano attestato è quella riguardante l'analisi dei suoi presupposti oggettivo/soggettivo.

Sarebbe logico considerare esclusivamente lo stato di crisi come presupposto oggettivo per l'applicazione del piano attestato di risanamento, tuttavia la questione è controversa in ragione dell'assenza d'indicazioni specifiche da parte del legislatore e di posizioni opposte in dottrina. Infatti, alcuni, assumendo che l'istituto implichi un progetto di risanamento di un'impresa, intendono lo stato d'insolvenza come presupposto oggettivo richiesto (in quanto potenzialmente destinata ad essere dichiarata fallita), tuttavia, tale strumento ben si presta anche per far fronte ad una diversa e meno intensa difficoltà debitoria.

La questione può superarsi giacché, in realtà, essa è solo apparente. Infatti, il piano attestato non è soggetto a un controllo giurisdizionale *ex ante*, che è invece postumo, e quindi non sussiste nel momento genetico dell'istituto¹⁹. *Ad abundantiam* si tenga presente che, lo stato economico/finanziario dell'imprenditore non potrà comunque essere oggetto di valutazione nel corso dell'eventuale giudizio promosso dal curatore per revocare gli atti posti in essere in esecuzione del piano, con la conseguenza che un piano eccessivamente anticipatore della situazione di crisi non può escludere, in caso di successivo fallimento la validità e l'efficacia dell'esenzione da revocatoria²⁰. Situazione, questa, che potrà non di rado presentarsi qualora la predisposizione del piano non sia coeva all'insorgenza dell'insolvenza, ma anticipata, al non dichiarato fine di attribuire al debitore ed ai creditori più forti il potere e la concreta possibilità di alterare, in futuro, la *par condicio creditorum* a scapito delle categorie di creditori più deboli²¹.

Per quanto attiene, invece, al presupposto soggettivo, in dottrina si discute se la platea dei soggetti che può fruire di tale strumento sia ampliabile o meno anche a chi non sia ricompreso nella categoria degli imprenditori fallibili.

In particolare il dibattito è aperto nel considerare quell'imprenditore attualmente non fallibile ma che nell'esecuzione delle misure da assumere per il superamento della crisi, previste nel piano, possa finire col superare uno dei limiti dimensionali di cui all'art. 1, L. Fall²². Inoltre, la medesima corrente dottrina, ritiene quest'orientamento corretto basandosi su ragioni di meritevolezza causale ricavabili dagli artt.1322 – 1324 c.c.²³, opinione, questa, che pare cogliere nel segno ove la si riferisca al momento

¹⁹ TRENTINI, *Piani Attestati di risanamento e accordi di ristrutturazione dei debiti: le soluzioni della crisi alternative al concordato preventivo*, Wolters Kluwer, 2016.

²⁰ Non eccedendo quindi l'idoneità del piano o l'incoerenza dell'atto oggetto di revocatoria rispetto al piano medesimo, quanto piuttosto il fatto che esso sia stato redatto in un'epoca in cui l'imprenditore non si trovava effettivamente in uno stato d'insolvenza.

²¹ NARDECCHIA, *Piano, Accordi, Concordato*, in JORIO (a cura di), *Fallimento e Concordato Fallimentare*, Wolters Kluwer, 2016, cap. XVIII, pag. 1491.

²² Per la possibilità dell'impiego dello strumento anche da parte di imprenditori non assoggettabili alla dichiarazione di fallimento, cfr., invece, FERRO M., sub art. 67, comma 3, lett. d) – *Il piano attestato di risanamento*, in FERRO (diretto da), *La Legge fallimentare. Commentario teorico-pratico*, Padova, 2014, pag. 883.

²³ FERRO, *Piano attestato di risanamento*, in FERRO (a cura di), *Le insinuazioni al passivo*, Padova, 2010, p. 794 ss.

dell'adozione del piano, ma che, secondo altra dottrina, non può essere condivisa ove non si tenga presente che il piano presuppone comunque un possibile successivo fallimento dell'imprenditore. Considerazione incontrovertibile poiché l'istituto è sicuramente approntato per il debitore/imprenditore commerciale fallito, come evidenziato dal fatto che l'unico effetto previsto dal legislatore è proprio l'esenzione da revocatoria per gli atti posti in essere in esecuzione del piano attestato.²⁴

Dati questi brevi cenni sui presupposti necessari per l'attivazione dello strumento, al fine di illustrarne in modo completo l'utilizzo e prendere in considerazione gli aspetti che interessano l'erogazione di nuova finanza, è importante muovere dalle specifiche disposizioni di legge che lo riguardano direttamente.

Esse sono l'art. 67, co. 3, lett. d), L. Fall., l'art. 217-*bis* L. Fall. e l'art. 88, co. 4, D.P.R. n. 917/1986.

Il primo dato da porre in evidenza, scorrendo il testo delle norme, è che in nessuna di queste è possibile rinvenire i caratteri tipici delle procedure concorsuali: controllo giudiziale, limitazione dei poteri di amministrazione e disposizione del debitore, rispetto della *par condicio creditorum*²⁵.

Pertanto, si può concordemente asserire che, il piano attestato di risanamento non sia dotato di "concorsualità".

L'assenza di "concorsualità" consente di affermare l'impossibilità di applicazione del principio di consecuzione delle procedure²⁶ e, allo stesso tempo, giustifica l'assenza di prededucibilità nei confronti dei crediti sorti per l'effetto di attività esecutive del piano; dunque, è facile concludere che non sarà possibile prevedere finanziamenti prededucibili, né anteriori, interinali, in corso o in esecuzione (rispettivamente, *ex art.*

²⁴ NARDECCHIA, *Op. Cit.*, pag. 9.

²⁵ AMBROSINI-AIELLO, *I piani attestati di risanamento: questioni interpretative e profili applicativi*, in *Il Caso.it*, pubb. 11/06/2014, 5.

²⁶ Secondo il dettato dell'art. 69-*bis*, comma 2, L. Fall. è possibile affermare che, dall'impossibilità di applicare la consecuzione di procedure nel caso *de quo*, se ne deduce, primariamente, dal tenore letterale del suddetto articolo, che essa sia contemplata esclusivamente fra concordato preventivo e fallimento.

182-*quater*, comma 2; art. 182-*quinquies*, comma 3²⁷; art. 182-*quinquies*, comma 2; art. 182-*quater*, comma 1, L. Fall. che saranno approfonditi nel capitolo 2, §2.2).

Ne consegue che, il piano attestato di risanamento, non è uno strumento utile alla protezione del patrimonio del debitore, non vi sono vantaggi di sorta in tema di contratti pendenti, né è applicabile qualsiasi altra disposizione di favore prevista in tema di concordato preventivo o per gli accordi di ristrutturazione dei debiti.

Riguardo questi ultimi, invece, dato imprescindibile è rappresentato dalla conclusione di accordi tra imprenditore e creditori, come lo è pure l'omologazione da parte del Tribunale, entrambi requisiti essenziali ai sensi di legge, tanto per l'efficacia degli istituti, quanto per l'esenzione dalla revocatoria con annessa immunità dalle imputazioni penali, formalità, invece, non previste esplicitamente per il piano di cui all'art. 67, comma 3, lett. d), L. Fall. secondo il dato normativo.

Tuttavia, come abbiamo già puntualizzato, l'esecuzione del piano può richiedere, sovente, nuova provvista finanziaria o la riarticolazione di linee di credito già esistenti presso gli istituti bancari che assistono l'attività aziendale e questo potrebbe comportare l'aggravarsi delle posizioni di creditori già esistenti o l'originarsi di nuovi creditori che, in un successivo fallimento, si troverebbero a concorrere con quelli antecedenti. I "nuovi" creditori, coinvolti come finanziatori o quelli esistenti coinvolti in operazioni di rimodulazione delle linee di credito (come le banche) sono si privi dello scudo fondamentale della prededucibilità, ma non sono sottratti ad un sistema di tutele. Del resto, sarebbe inevitabile l'impossibilità per un'azienda in crisi che fruisca di tale strumento l'ottenimento di nuova finanza, giacché nessun finanziatore si esporrebbe al rischio di ritrovarsi, in futuro, ad essere rimborsato con moneta fallimentare.

Per questo motivo, muovendo dall'incontro d'interesse fra imprenditore e finanziatore al proficuo risanamento aziendale, le uniche tutele per i finanziatori delle imprese in crisi nell'esecuzione del piano attestato di risanamento sono le seguenti:

²⁷ Introdotto con il D.L. 27/06/2015, n.83, convertito con modificazioni in L. 06/08/2015, n. 132, pubblicata in Gazzetta Ufficiale, Serie Generale, n. 192 del 20/08/2015

- esenzione da revocatoria per gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse sui beni del debitore, purché siano posti in essere in esecuzione di un piano idoneo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria aziendale e ad assicurarne il riequilibrio finanziario;
- l'inimputabilità per i reati di bancarotta semplice e fraudolenta per i soggetti che abbiano eseguito pagamenti e operazioni in esecuzione di un piano *ex art. 67, co. 3, lett d), L. Fall.*;
- l'inapplicabilità della disciplina relativa alle sopravvenienze attive prevista dall'art. 88, comma 4, D.P.R. n. 917/1986.

L'esenzione dalla revocatoria, tuttavia, non deve considerarsi come vantaggio diretto per l'imprenditore, il quale potrebbe, in verità, avere interesse persino che tale disciplina non trovi applicazione al fine di consentire al curatore di accrescere la massa dell'attivo liquidabile.

Quanto piuttosto deve essere interpretata sotto il punto di vista di vantaggio diretto per i creditori finanziatori dell'impresa.

Questo è quanto emerge dalla volontà del legislatore: rimuovere uno dei più rilevanti ostacoli alla stipulazione d'intese contrattuali funzionali al risanamento ossia, il timore che sopraggiunga la dichiarazione d'inefficacia delle suddette intese e dei relativi atti esecutivi per il caso di successivo fallimento.

Un vantaggio diretto, invece, che deriva all'imprenditore che si avvalga del piano attestato è quello discendente dall'art. 217-*bis* l. fall.²⁸ che dispone l'inapplicabilità della bancarotta preferenziale e della bancarotta semplice alle operazioni compiute in esecuzione del piano.

Anche in questo caso autorevole dottrina sostiene in astratto che l'imprenditore possa nutrire interesse a ottenere l'attestazione solamente col fine di escludere, per il caso di futuro fallimento, la propria responsabilità penale, indipendentemente da eventuali profili revocatori. Tuttavia, la *ratio* della norma sembra risiedere non tanto nella

²⁸ Introdotta dalla L. 30 luglio 2012, n. 122, che ha convertito, con modificazioni, il d.l. 31 maggio 2010, n. 78.

creazione di un'area di protezione per l'imprenditore, quanto piuttosto nell'approntamento di un contributo al superamento delle – per vero comprensibili – perplessità che i terzi (anzitutto le banche) possano nutrire con riguardo alla conclusione di accordi finalizzati al *turnaround*, in ragione del timore di un proprio coinvolgimento penale (a titolo di concorso nel reato proprio del fallito) per l'ipotesi d'insuccesso dell'operazione²⁹.

Tuttavia, affinché questo meccanismo funzioni, insieme anche alle altre previsioni, è fondamentale che il piano rispetti determinati requisiti formali che saranno oggetto di approfondimento nel prosieguo della presente analisi.

Nel vuoto del disegno tracciato dal legislatore deve contemplarsi anche l'assenza di un onere pubblicitario a carico del debitore, essendo apparentemente la “segretezza” del procedimento uno fra gli elementi portanti della fattispecie.

Pur non essendo previsto alcun obbligo informativo a carico dell'imprenditore nei confronti dei terzi, creditori e non (rappresentato *i.e.* dall'iscrizione del piano presso il Registro delle Imprese che comporta esclusivamente vantaggi fiscali nella procedura in esame), appare evidente che al fine del buon esito del risanamento sia opportuno comunicare la sua adozione ai più importanti creditori passati e futuri che non abbiano partecipato al piano.

Una trasparente informazione sull'adozione e sul contenuto del piano appare, quindi, opportuna sia per il buon esito del progetto di risanamento (finalizzata com'è ad ottenere la necessaria collaborazione dei principali creditori e fornitori dell'impresa), sia perché rappresenta di per sé stessa indice sicuro di garanzia contro possibili finalità illecite del piano.

Tuttavia, una forma di pubblicità generalizzata e indistinta potrebbe essere incompatibile con l'esigenza di riservatezza dei dati aziendali contenuti nel piano, specialmente con riferimento alla parte industriale del piano medesimo.

²⁹ AMBROSINI-AIELLO, *Op. Cit.*, pag. 10.

Considerando che gli atti che saranno eseguiti, *de facto*, possono considerarsi potenzialmente lesivi di una futura massa attiva, l'esenzione da revocatoria e la riservatezza che circonda il piano stesso, trovano giustificazione nella loro natura di atti tesi ad evitare il tracollo aziendale. La diffusione di informazioni sensibili sullo stato di salute aziendale finirebbe con lo sfociare in una desertificazione³⁰ accelerando, addirittura, il declino aziendale.

Deve concludersi, quindi, che un regime di pubblicità può essere privilegiato se "mirato" nei confronti dei creditori e dei terzi e laddove abbia ad oggetto l'esistenza del piano, le linee guida del progetto di risanamento, la data della sua approvazione da parte del competente organo sociale e la data dell'intervenuta attestazione da parte dell'esperto. Prevedendo, eventualmente, la possibilità di un successivo completo esame da parte dei terzi interessati, dell'intero piano e di tutti gli eventuali allegati, previa eventuale sottoscrizione di uno specifico impegno di riservatezza³¹.

Sulla base di quanto fin qui illustrato, dunque, emerge un istituto controverso, attivabile in via teorica senza coinvolgimento diretto dei creditori, senza che sia richiesto l'intervento di un giudice e senza che sia accordata la prededucibilità, principale tutela per i finanziatori.

La conclusione che se ne trae è quella che assimila il piano attestato ad un atto unilaterale dell'imprenditore che non richiede, in termini di necessità, l'intervento di uno o più creditori nella sua fase costitutiva o deliberativa.

Nella pratica sottesa all'attuazione del piano, la prassi, rispetto la teoria deducibile dalla scarsa disciplina legislativa, è assai diversa.

Uno dei dati più evidenti, riguardo questa "discrasia", è quello concernente la sussistenza *de facto* di accordi sottesi alla redazione del piano attestato di risanamento.

³⁰ Sul punto si veda quanto accaduto in luglio 2017 riguardo la crisi di Atac S.p.A., dove informazioni sensibili, seppure già conclamate nella cronaca nazionale, giunte su organi di stampa da una fonte ufficiale come il Direttore Generale Bruno Rota, hanno ingenerato il caos fra i fornitori-creditori dell'azienda: http://roma.corriere.it/notizie/cronaca/17_luglio_31/roma-criasi-dell-atac-l-ultimatum-fornitori-spettro-crac-prende-corpo-l-idea-concordato-42902676-75af-11e7-bcc9-f72f41c1edd8.shtml.

³¹ NARDECCHIA, *Op. Cit.* pag. 1506.

L'impresa sovente si trova ad interagire con uno o più creditori, e anzi, spesso l'intervento dei creditori nella redazione del piano non si limita solo ad esplicite trattative condotte da alcune categorie specifiche di creditori (*i.e.* gli istituti di credito), ma è possibile finanche che la proposta di avvio di questa procedura da parte dell'impresa in crisi sia suggerita direttamente da uno o più dei creditori dell'impresa.

Nel momento genetico della redazione del piano, dunque, finisce con l'innestarsi un vero e proprio accordo con parte dei creditori o almeno uno di essi che sia da considerarsi strategico³²; resta sullo sfondo di questo ragionamento, tuttavia, il dato fattuale dell'assenza, da un punto di vista squisitamente legislativo, del requisito dell'accordo con i creditori inteso come *condicio sine qua non* assicurare piena operatività ed efficacia al piano.

Eppure, la sussistenza di un simile "accordo" deve spiegarsi tanto con ragioni di buon senso quanto con ragioni di opportunità. Difatti, l'ipotesi in cui un'impresa in seria difficoltà sia poi in grado di riportare in pieno equilibrio i propri conti facendo leva esclusiva su variabili interne (come la razionalizzazione dei costi del processo produttivo, la dismissione di attività non funzionali e non remunerative) è da ritenersi infrequente e difficilmente realizzabile.

Al contrario, la necessità di un intervento sulle variabili esterne, procedendo da un lato alla rinegoziazione dell'indebitamento esistente, se del caso rimodulandone i tempi di rimborso, le garanzie e, all'occorrenza, lo stesso ammontare (con conseguente richiesta di stralcio) e dall'altro l'individuazione e l'ottenimento di nuove risorse che consentano il finanziamento delle attività operative che inneschino il *turnaround* sperato, sono elementi reperibili solo per il tramite di un *mix* idoneo tra apporti di *equity* e ricorso a nuova finanza bancaria³³.

Ma non solo, quantunque il piano di risanamento non costituisca necessariamente un accordo tra l'imprenditore in difficoltà finanziaria e i creditori, né presupponga la

³² COSTA, *Esenzione dall'azione revocatoria e prededuzione nelle procedure stragiudiziali di risanamento delle imprese*, in *Dir. Fall.*, 2010, I, 537, osserva che, "se è vero che il piano di risanamento, come si ritiene comunemente, non è un accordo ma un piano unilaterale, è anche vero che non vi può essere piano di risanamento se prima non c'è stata una negoziazione con i creditori".

³³ AMBROSINI-AIELLO, *Op. Cit.* pag. 7.

preventiva accettazione degli stessi, è fuori dubbio che il successo dell'iniziativa sia strettamente collegato all'impegno dei creditori a non iniziare o proseguire azioni esecutive.

Atteso che il piano finisce col porsi al servizio dell'accordo, è assai frequente che la predisposizione del primo si sovrapponga (quantomeno nelle fasi finali) alla trattativa con i creditori (specialmente nel caso delle banche).

In questo contesto, una certa attenzione merita il momento dell'apertura della negoziazione particolarmente critico in quanto si traduce nella dichiarazione, da parte dell'imprenditore, della sussistenza di una situazione di disequilibrio tale da necessitare – al fine di scongiurare il rischio di degenerazione in vera e propria insolvenza – di correttivi straordinari, da collocarsi, per l'appunto, nell'alveo della disciplina dell'art. 67, co. 3, lett. d) L. Fall.

Questo delicato snodo è governato (al pari, più in generale, dell'intero processo di costruzione dell'intesa) dal principio della buona fede, la cui osservanza è imposta dalla legge sia con riguardo alle trattative finalizzate alla definizione dell'accordo (art. 1337 c.c.), sia con riferimento all'esecuzione dei rapporti negoziali già in essere tra l'imprenditore e i soggetti chiamati a partecipare al tavolo (art. 1375 c.c.).

Al di là di questi rilievi di carattere generale, nell'individuazione di più specifiche regole di condotta da osservarsi nella delicata fase delle trattative resta un utile punto di riferimento il “Codice di comportamento tra banche per affrontare i processi di ristrutturazione atti a superare la crisi di impresa” approvato dal Comitato esecutivo dell'Associazione Bancaria Italiana – ABI il 20 ottobre 1999, dichiaratamente “volto a fissare principi comportamentali che facilitino l'adozione di procedure di concertazione finalizzate al superamento di difficoltà reversibili dell'impresa. Le finalità perseguite in materia si collocano nell'ambito della ricerca di strumenti collaborativi di soluzione delle crisi mediante il coinvolgimento dei soggetti bancari e finanziari interessati, anche a livello di gruppo, ed in particolare dell'impresa e dei creditori della stessa, tenuto conto del determinante contributo che in tale contesto può offrire il sistema creditizio”.

Con specifico riferimento riguardo all'apertura della negoziazione, poi, l'art. 3 del medesimo codice prevede che la prima riunione possa essere indetta tanto da una banca quanto, come di norma accade, dall'impresa interessata (se del caso opportunamente sollecitata da uno o più istituti), con l'importante precisazione che, in conformità alle prescrizioni del successivo art. 4, una volta che l'incontro sia stato richiesto le banche s'impegnano a parteciparvi ad adeguato livello, mantenendo la circostanza riservata e – ciò che più conta – con divieto d'impiegare la notizia della convocazione al fine di modificare la situazione di fatto. Questa disposizione – nella quale sembra potersi in qualche modo ravvisare una declinazione della buona fede – mira a impedire che l'apertura della negoziazione produca, in un'evidente eterogenesi dei fini, anziché l'inizio del virtuoso percorso che conduce al risanamento, l'antecedente d'intempestive riduzioni o revoche degli affidamenti, come dell'acquisizione o del realizzo di garanzie. Al contrario, ciascun istituto deve astenersi dal porre in essere iniziative che incidano sull'impresa senza adeguata ponderazione, mantenendo inalterato lo *status quo* fino a quando sia addivenuto all'assunzione di determinazioni definitive.

La circostanza che le trattative finalizzate al perfezionamento dell'accordo esecutivo del piano di risanamento possano protrarsi per alcuni mesi rende talvolta necessario procedere alla stipulazione d'intese interinali, che tendono a scongiurare l'ulteriore progressivo deterioramento della situazione di crisi dell'imprenditore nelle more della conclusione dell'operazione. Nella prassi sono frequenti, in particolare, le richieste di moratoria (*standstill*), sottoposte agli istituti di credito in occasione della prima riunione o in epoca immediatamente successiva alla stessa³⁴.

I cd. accordi di *standstill* sono pattuizioni tra debitore e creditori (normalmente appartenenti al ceto bancario) che hanno contenuto atipico.

Nella prassi tale accordo finisce col collocarsi parallelamente al piano o al suo interno e solitamente prevede: l'impegno dei creditori aderenti, per il periodo di *standstill*, a non esigere il pagamento dei propri crediti già scaduti o in scadenza («*pactum de non*

³⁴ AMBROSINI-AIELLO, *Op. Cit.*, pag. 28 ss.

petendo» o moratoria); l'impegno dei creditori aderenti – se banche – a fare utilizzare le linee di credito disponibili (tipicamente le linee cd. autoliquidanti); l'impegno dei creditori aderenti a non fare valere, per il periodo di *standstill*, la futura violazione di «*covenant*»³⁵. L'utilizzo di questo strumento in occasione di un piano di risanamento è proficuo per sostenere quella fattibilità che è prodromica al ritorno *in bonis* dell'impresa che deve essere attestata dal professionista. Questo perché l'accordo di *standstill* può anche prevedere pattuizioni accessorie che incidono sulla disciplina degli interessi sui crediti oggetto dell'accordo (maturano o no?, se maturano, a quali condizioni? Sono corrisposti nel periodo di *standstill*?). La funzione principale di questo strumento, dunque, è quella di favorire il pervenire ad una soluzione della crisi, ma ovviamente non rappresenta esso stesso la soluzione. In conclusione, sulle possibili interazioni che possono realizzarsi fra l'imprenditore e suoi creditori nella predisposizione del piano, si può affermare che: l'*animus* negoziale del piano attestato di risanamento è implicito nella disciplina concernente i suoi effetti, soprattutto se si tiene conto che la rilevanza esterna del piano emerge solo nel momento in cui, nonostante la sua attuazione, la crisi aziendale non si sia risolta, anzi si sia aggravata ad un punto tale da culminare nella dichiarazione di fallimento.

Pertanto, in occasione della dichiarazione di fallimento si ha l'attivazione di tutte le esenzioni previste dal legislatore come suindicate e che rappresentano la principale tutela anche per le figure di nuovi finanziatori che possono essere chiamati in causa nell'esecuzione del piano e che esamineremo più avanti.

Analizzando, invece, la struttura del piano che viene fuori dal disegno *a contrario* del legislatore, essa può definirsi come particolarmente duttile (proprio in ragione dell'assenza di tipizzazione³⁶) e ciò in ragione del fatto che, come abbiamo visto, la sua attivazione dipende in buona sostanza da un atto unilaterale dell'imprenditore.

³⁵ Nel linguaggio finanziario i *covenant* vengono per solito definiti «*restrictions that are put on a borrower by the bank or other entity that granted the loan*» (si v. il *Webster's New World Finance and Investment Dictionary*, Indianapolis, 2003).

³⁶ Nel Ddl S-2681 «*Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza*» all'art. 5 si legge: «La disciplina dei piani attestati di risanamento, [omissis] va integrata prevedendo che abbia forma scritta, data certa e contenuti analitici; imponendo la rinnovazione delle prescritte attestazione nel caso di successive modifiche, non marginali, dell'accordo o del piano.» – Emerge dunque la consapevolezza che visto

Da un punto di vista concreto, tuttavia, il primo passo da compiere per l'imprenditore (o per i suoi consulenti) è la redazione di un vero e proprio *business plan*, che dovrà ottenere l'attestazione da parte di un esperto circa la sua fattibilità prodromica al ritorno *in bonis* della situazione aziendale.

L'attestazione è quindi la chiave di volta per la concreta operatività del piano, nel senso che, solo nel momento in cui essa si sia ottenuta può sostenersi la plausibile operatività dell'esenzione prevista dall'art. 67, comma 3, lett. d), L. Fall nel caso in cui dovesse dichiararsi il successivo fallimento. L'obbligo di cautela nell'asserire la sussistenza dell'esenzione, in forza dell'attestazione, deriva da circostanze che saranno approfondite più avanti.

Per quello che concerne l'attuazione del piano in sé, invece, gli elementi economici alla base della situazione di crisi in cui verte l'impresa, richiedono inevitabilmente una certa dinamicità e velocità decisionale.

Il piano attestato può rivelarsi un valido strumento per il risanamento senza che esso si trovi "imbrigliato" dai tipici vincoli che caratterizzano, invece, gli altri istituti.

Sul punto, però, non è infrequente il caso in cui, essendoci stato un coinvolgimento dei creditori, le trattative nella redazione del piano finiscano col protrarsi per un intervallo tale da rendere inattuale la situazione economica di partenza. La conseguenza è che i professionisti chiamati all'elaborazione delle misure attuative del piano, si trovino con il consenso da parte dei creditori per la sua esecuzione che però, ormai, sarà ininfluente sul buon esito della procedura.

Prendendo in considerazione il fatto che, nella maggioranza dei casi, la categoria dei creditori che riveste un ruolo attivo nelle trattative antecedenti l'esecuzione del piano è rappresentata dalla categoria degli istituti di credito, si comprende come, forse, le strutture decisionali di questi ultimi non siano adeguate o efficienti nel rispondere alla dinamicità di cui si è parlato in precedenza.

il largo uso che ha trovato tale procedura, si rende necessario una regolamentazione della stessa più puntuale ed organica che non lasci all'interprete l'onere di tipizzare, appunto, un istituto giuridico.

Per questo motivo, anche in una simile ipotesi, il risultato che si rischia di ottenere altro non è se non il vanificare l'attuazione del piano a causa di una mutata congiuntura aziendale.

In un momento complesso come quello della crisi aziendale, pertanto, la velocità di risposta di tutti gli interlocutori chiamati a gestirne la risoluzione si rivela fattore cruciale evitare le ripercussioni derivanti da probabili imprevisti.

Tale aspetto rende necessaria anche la contemplazione di questi ulteriori imprevisti, giacché, l'efficacia protettiva dell'attestazione del professionista viene meno in relazione agli atti compiuti successivamente lo scostamento avvenuto e realizzato rispetto quanto sia stato stabilito nell'esecuzione del piano.

Quindi diventa impellente una riformulazione del piano che tenga conto degli eventi, verificatisi in senso difforme rispetto quanto previsto inizialmente, e che apporti le opportune correzioni per ottenere una nuova attestazione.

Lo scostamento dal piano, infatti, implicando la caduta della protezione da revocatoria e potendo persino arrivare a coinvolgere gli organi sociali sul piano di una loro responsabilità personale, deve richiedere un tempestivo intervento di riformulazione salvo non contempri già al suo interno specifiche misure correttive ossia sia di tipo c.d. *self-adjusting*.

Talvolta, però, la complessità e la vastità aziendale, il campo merceologico nel quale opera l'impresa, il numero possibilmente molto grande di rapporti giuridici che può intaccare l'esecuzione di un piano (si pensi ad una riorganizzazione del personale che comporti una trattativa con i sindacati, oppure ad una rinegoziazione delle posizioni creditizie dei fornitori strategici per l'impresa etc...) lasciano intendere quanto distante possa essere la realtà fattuale da una scarna disciplina non tipizzata ma ugualmente prevista da parte del legislatore.

Il momento redazionale del piano attestato di risanamento è fondamentale per il suo buon esito proprio perché dall'assolvimento delle formalità richieste *ex lege* dipende la successiva esenzione dalla falcidia revocatoria. Gli atti da porre in essere in esecuzione

del piano, gli eventuali pagamenti e le conseguenti garanzie devono essere esplicitamente riconosciuti all'interno del piano e devono innestarsi in un iter logico razionale per la sua realizzazione che dimostri, *ictu oculi*, da dove l'attestatore possa aver desunto la fattibilità del piano stesso.

La rilevanza del dettaglio redazionale si assume se si tiene conto che, di fatto, gli atti posti in esecuzione possono rivelarsi lesivi dell'eventuale ceto creditorio nel conseguente fallimento. Questo perché, soprattutto ai fini dell'esenzione da revocatoria, l'inclusione di un atto nel piano deve essere dimostrata in giudizio da chi vi ha interesse; anche ai fini dell'esenzione da responsabilità penale, benché la questione della prova si ponga diversamente nel giudizio penale, è comunque più facile dimostrare il ricorrere dell'esenzione *ex art. 217-bis L. Fall.* se l'atto compiuto è immediatamente identificabile per essere già stato previsto nel piano.

Il tema delle garanzie prestate dal debitore in esecuzione del piano, poi, è strettamente collegato col tema dell'erogazione di nuova finanza. Infatti, tali garanzie dovrebbero rimanere non revocabili anche in caso di insuccesso del piano. Dato ciò, particolare attenzione e cautela sono raccomandabili nella previsione della concessione di garanzie su beni del debitore, che possono avere l'effetto di sottrarre definitivamente ai creditori non garantiti il bene che ne è oggetto. Se è perfettamente ragionevole che a fronte di nuovi finanziamenti il finanziatore prenda una garanzia su un bene dell'impresa, più incerti sono i limiti in cui possano essere muniti di garanzie i debiti preesistenti. I termini del problema paiono, in estrema sintesi, i seguenti:

- (a) è normale che, a fronte del nuovo rischio assunto, nel piano venga prevista la prestazione di garanzie per nuovi finanziamenti, anche se questi vengano erogati dai creditori preesistenti con l'intento di massimizzare il valore atteso di recupero sui crediti pregressi;
- (b) la legge non vieta che nel piano vengano prestate garanzie per i debiti preesistenti;

- (c) i creditori che accettano dilazione e/o riduzioni ben potrebbero esigere, come contropartita del rischio assunto e del sacrificio subito, la prestazione di una garanzia per i debiti ristrutturati;
- (d) d'altro canto, sarebbe incoerente con la funzione che sono ad essi assegnate dall'ordinamento che il piano di risanamento e l'accordo di ristrutturazione vengano utilizzati *al precipuo fine* di fornire una esenzione da revocatoria a garanzie per debiti preesistenti, a prescindere dunque da una loro funzionalità all'obiettivo del recupero dell'equilibrio economico e finanziario del debitore.

In sintesi, non sembra da vedere negativamente la concessione di garanzie per crediti preesistenti che siano oggetto di ristrutturazione e riscadenzamento ad una data successiva al momento in cui si prevede che l'impresa abbia raggiunto l'equilibrio economico e finanziario, a condizione che ciò avvenga nel contesto di una ristrutturazione che, per serietà, profondità e "robustezza" contro eventuali scostamenti dal piano, dimostri che l'acquisizione di garanzie non avviene al sol scopo di far acquisire una posizione privilegiata rispetto agli altri creditori³⁷.

Contraltare di quest'impostazione è rappresentato dal controllo giurisdizionale *ex post* effettuato dai giudici in ordine al criterio della fattibilità economica del piano. Infatti, secondo un consolidato orientamento: *“ Nell'ambito dei piani attestati di risanamento trova applicazione il principio – elaborato dalla corte di legittimità con riferimento al concordato preventivo – secondo il quale il sindacato sulla fattibilità giuridica non incontra limiti particolari, mentre quello sulla fattibilità economica attiene alla verifica della sussistenza o meno di una assoluta, manifesta inettitudine del piano a raggiungere gli obiettivi prefissati. L'esenzione dall'azione revocatoria di cui all'art. 67, co. 3, lett. d), L. Fall. trova applicazione solo qualora il tribunale abbia compiuto una valutazione positiva ex ante in ordine alla ragionevole possibilità di attuazione del piano di risanamento, indipendentemente dalla verifica, da parte del professionista attestatore,*

³⁷ *Linee Guida per il finanziamento alle Imprese in Crisi* – Università degli studi di Firenze, CNDCEC, Assonime, elaborate dall'unità di ricerca del Prof. STANGHELLINI.

*in ordine alla veridicità sui dati aziendali.*³⁸”. Ciò che se ne deduce, dunque è che il giudice nel momento in cui è chiamato in sede di giudizio a verificare la solidità del requisito della fattibilità economica certificata dall’attestatore, non può esporsi in valutazioni al riguardo, salvo però accertare una totale mancanza dei presupposti logici per assicurare una seppur minima *chance* del piano ad avere successo.

A maggior ragione, nelle ipotesi in cui nel procedimento sia coinvolto un istituto di credito, se dovessero ravvisarsi profili di irrealizzabilità del piano elaborato dall’impresa e nonostante questi, il professionista lo attesti, in sede di giudizio l’eventuale banca potrebbe veder cadere l’esenzione da revocatoria ove il giudice dovesse aderire all’orientamento summenzionato riconoscendo inoltre in capo all’istituto di credito la posizione di operatore qualificato³⁹.

Questi profili di criticità iniziano a far emergere gli aspetti critici sui quali si concentra il presente elaborato. Dove collocare il limite ritenuto di giustizia nell’interpretazione dell’art. 67, co. 3, lett. d) L. Fall.?

L’impresa in stato di crisi merita l’accesso al credito e il sostentamento da parte delle banche, ma gli istituti quanto possono interferire in questa fase rivendicando tutele che possono rivelarsi lesive del principio cardine delle procedure concorsuali: la *par condicio creditorum*?

Sicuramente deve ritenersi auspicabile in questo senso l’attuazione dei propositi della riforma di cui al ddl-Rodorf, nella quale si accenna ad un probabile riassetto dell’istituto oggetto della dissertazione fin qui illustrata, tuttavia se da un lato la non tipizzazione, come già si è accennato, può avere il *plus* di favorire la duttilità dello strumento, dall’altro canto il suo ingessamento potrebbe rischiare di appiattare lo strumento di

³⁸ Cfr. *ex multis* Cass. Civ. n. 13719/2016; Cass. Civ. n. 11497/2014; Cass. Civ. SS.UU. n. 1521/2013.

³⁹ Ai sensi dell’art. 31, D.lgs n. 58/1998 – Testo Unico della Finanza - TUF, è operatore qualificato: “*gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d’origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107, 113 del d.lgs n. 385/1993, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal T. U. per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante*”.

risanamento al pari degli altri, o peggio ingenerare maggior incertezza per quanto non possono i giudici, con le loro pronunce sopperire alle mancanze del legislatore, così come non sono gli operatori del diritto i responsabili dell'individuazione di una risposta alla domanda poc'anzi posta.

Il ruolo dell'attestatore, dunque, assume rilevanza cruciale affinché, nell'eventuale successivo controllo giurisdizionale, possa sussistere in modo concreto l'esenzione da revocatoria. La particolare rilevanza di questo dato è desumibile dal fatto che è una dei pochi aspetti dettagliatamente regolati dalla scarsa disciplina relativa l'istituto.

In particolare, la legge fallimentare recita sul punto: “Un professionista indipendente designato dal debitore, iscritto nel registro dei revisori legali ed in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 28, lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano; il professionista è indipendente quando non è legato all'impresa e a coloro che hanno interesse all'operazione di risanamento da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio, in ogni caso, il professionista deve essere in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 2399 del codice civile e non deve, neanche per il tramite di soggetti con i quali è unito in associazione professionale, avere prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo.” Parimenti, elemento altrettanto rilevante, ai fini dell'esenzione da revocatoria, è quello concernente la data certa che deve essere incontrovertibile per dimostrare senza dubbi che gli atti posti in essere discendano effettivamente dall'esecuzione del piano.

Prima di esaminare più da vicino il contenuto dell'attestazione e i profili che interessano la nuova finanza in esecuzione di un piano, è necessario fare un breve cenno sull'evoluzione della figura “dell'esperto tecnico-contabile”, introdotta per la prima volta nell'ordinamento concorsuale con la riforma del 2005⁴⁰.

⁴⁰ A prescindere dal diverso grado di giurisdizionalizzazione delle tre fattispecie il professionista che attesta la ragionevolezza del piano attestato di risanamento deve avere gli stessi requisiti del professionista che nel concordato preventivo attesta la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano e, negli accordi di ristrutturazione, l'attuabilità dell'accordo, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei.

Come affermato esplicitamente nella relazione illustrativa, il legislatore ha equiparato i requisiti previsti dall'art. 182-*bis*, dall'art. 67, co. 3, lett. d) e dall'art. 161 L. Fall. «anche in considerazione del fatto che si tratta di una attività avente un contenuto marcatamente tecnico-contabile»⁴¹.

Dopo l'entrata in vigore del D. Lgs. n. 169/2007 l'attestazione di ragionevolezza del piano è riservata ad un professionista iscritto nell'albo dei revisori contabili ed in possesso dei requisiti di cui all'art. 28, lett. a) e b), L. Fall., e dunque a un iscritto agli albi professionali ovvero anche a studi professionali associati o a società fra professionisti, purché i componenti dello studio o della società siano tra i professionisti elencati alla lett. a). Ne deriva che l'imprenditore può affidare l'incarico anche ad uno studio professionale associato o ad una società tra professionisti, purché sia specificamente indicata la persona fisica appartenente allo studio o alla società da ritenersi responsabile dell'attestazione di ragionevolezza del piano. Persona fisica che deve essere ovviamente un iscritto all'albo dei revisori contabili, con i requisiti di cui all'art. 28, lett. a), L. Fall.

Il richiamo all'art. 28 L. Fall. era espressamente riferito solo ai requisiti di cui alle lett. a) e b), di talché l'accentuazione del profilo tecnico-contabile del professionista (espressamente voluta dal legislatore con l'intervento correttivo) veniva ad essere concretamente vanificata in quanto non accompagnata da un analogo rafforzamento dei profili di indipendenza e terzietà del professionista medesimo. Secondo parte della dottrina l'idoneità soggettiva dell'esperto andava comunque valutata complessivamente, sia con riferimento al possesso dei requisiti formali prescritti dall'art. 28, L. Fall., sia con riferimento all'esistenza di un eventuale conflitto d'interessi con il mandante⁴².

⁴¹ Sull'argomento vedi PATTI, *Quale professionista per le nuove soluzioni delle crisi di impresa: alternative al fallimento*, in Fall., 2008, p. 1068.

⁴² In questi termini AMBROSINI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in JORIO-FABIANI (diretto da), *Il nuovo diritto fallimentare*, Bologna, 2010, p. 1145 secondo cui «un approccio che valorizzi pur sempre il requisito dell'indipendenza potrebbe, forse, ritenersi corroborato dall'interpretazione costituzionalmente orientata della norma, risultando discutibile che esso sia prescritto per il curatore e per il commissario giudiziale, ma non anche per l'esperto, data l'estrema rilevanza della sua funzione certificativa (ferme restando le innegabili differenze che intercorrono fra le figure in parola, a cominciare dalla fonte, privata nell'ultimo caso, pubblica negli altri, da cui discende la loro nomina)».

Si riteneva che non potesse svolgere tale funzione, ad esempio un creditore, né chi fosse stato alle dipendenze dell'imprenditore ovvero avesse intrattenuto con lui un rapporto continuativo di collaborazione.

Nel piano attestato di risanamento, dunque, il legislatore ha ritenuto essenziale che l'intervento certificativo del professionista (e quindi la sua successiva responsabilità) sia focalizzato non su un qualche specifico profilo del piano, ma soltanto sui presupposti dello stesso (i dati aziendali), con la conseguenza che la relazione deve riguardare genericamente la fattibilità del piano, oltre che, specificamente, la veridicità dei dati aziendali. Nell'ambito di questo strumento di risanamento, avendo il legislatore eliminato il rinvio all'art. 2501-*bis*, co. 2, c.c., ci si chiede se l'esperto debba comunque attestare che le risorse finanziarie previste nel piano siano, o meno, sufficienti a risanare l'esposizione debitoria nei termini previsti nel piano stesso.

La risposta non può che essere positiva giacché il piano *ex art. 67, co. 3, lett. d), L. Fall.* deve assicurare il soddisfacimento di tutti i creditori, astrattamente del tutto ignari delle decisioni assunte dall'imprenditore. Con la conseguenza che, pur in assenza di un espresso richiamo normativo a maggior tutela degli interessi di tali soggetti (non partecipi delle decisioni assunte dall'imprenditore, né chiamati ad esprimere il loro consenso sul piano), la relazione debba indicare specificamente le risorse finanziarie necessaria al loro soddisfacimento.

Poiché la tutela di tutti i creditori dai danni che possono loro derivare dagli effetti protettivi assicurati agli atti posti in esecuzione del piano è demandata in primo luogo all'attendibilità della relazione/attestazione, quest'ultima deve necessariamente descrivere dettagliatamente la serietà e fattibilità dell'impegno assunto dall'imprenditore nei confronti di tali creditori. La relazione del professionista attestatore dovrà quindi contenere necessariamente una parte dedicata alla tutela dei creditori, una sezione in cui il professionista dovrà evidenziare analiticamente

l'esistenza di risorse finanziarie già disponibili o di pronta e facile disponibilità, atte a soddisfare l'esposizione debitoria nei termini previsti nel piano⁴³.

E' un'esigenza, questa, che appare giustificata sia dalla completa assenza di un controllo giurisdizionale, sia dalla più vasta gamma degli interessi da tutelare.

La possibilità che il piano consista in un atto unilaterale del debitore e l'assenza di obblighi di pubblicità rendono evidente come sia esteso il novero dei creditori potenzialmente danneggiati dall'esecuzione del piano attestato. La relazione del professionista ha, dunque, una parte a contenuto vincolato che costituisce, come detto, il fulcro dell'attività a lui demandata, perché diretta ad attestare la fattibilità del piano con riferimento al rispetto del principale impegno assunto dall'imprenditore, e in caso di inadempimento, la principale fonte di responsabilità per l'esperto medesimo.

Come già detto, l'attestazione di veridicità non potrà limitarsi ad una mera assicurazione della corrispondenza tra i dati utilizzati nel piano e la contabilità aziendale ma dovrà garantire l'esattezza dei dati aziendali su cui si basa l'accordo. Il professionista dovrà in concreto svolgere un'attività equivalente a quella descritta dall'art. 161 L. Fall. nell'ambito del concordato preventivo. E la relazione dovrà concludersi con un giudizio finale positivo o negativo in ordine al rilascio dell'attestazione: con la conseguenza che risulterebbe inidonea allo scopo di sottrarre all'azione revocatoria gli atti esecutivi del piano una relazione che si concludesse con un giudizio problematico o "aperto".

Ma soprattutto, parimenti inefficace, ai fini della decorrenza dell'effetto protettivo dell'esenzione da revocatoria, deve considerarsi la relazione che pur concludendosi con un giudizio finale positivo, sia del tutto priva di dati informativi ovvero giunga a conclusioni con motivazione palesemente illogica e incongrua⁴⁴.

Pertanto, le difficoltà nel vedere operare concretamente l'esenzione offerta da questo strumento all'interno dei tribunali, non sono poche.

⁴³ In questi termini anche PATTI, *Op. Cit.*.

⁴⁴ In generale sui poteri del tribunale di sindacare la relazione del professionista cfr. *supra* p. 17 e anche MINUTOLI, *L'autonomia privata nella crisi d'impresa tra giustizia contrattuale e controllo di merito (o di meritevolezza)*, in Fall, 2008, p. 1055.

Ne sia da esempio una recente pronuncia della Suprema Corte (Cass. Civ. n. 13719/2016) sulla base della quale si è precisato quanto poc'anzi illustrato: *“Gli atti di esecuzione del piano attestato ai sensi dell’art. 67, terzo comma, lett. f) l. fall., non sono soggetti alla revocatoria fallimentare soltanto se risultano inseriti in un piano del quale emerga – sulla base di un giudizio compiuto ex ante dal giudice – la manifesta attitudine al raggiungimento dei propri scopi di risanamento dell’impresa.”*

Nel caso *de qua* il Giudice Delegato di un fallimento rigettava l’istanza di ammissione al passivo proposta da una banca per un credito pignoratizio erogato in favore di un’impresa dichiarata poi fallita, in esecuzione di un piano attestato di risanamento.

La banca creditrice non veniva ammessa al privilegio pignoratizio in accoglimento dell’eccezione del curatore, secondo il quale la garanzia pignoratizia era assoggettabile a revocatoria fallimentare poiché inserita in un piano ritenuto – con valutazione *ex ante* – inidoneo alla realizzazione del risanamento. Il collegio, in esito all’opposizione allo stato passivo proposta dalla banca creditrice, ammetteva il credito come da insinuazione ritenendo non potersi accedere alla richiesta della curatela di revocatoria della garanzia del finanziamento erogato. La curatela del fallimento proponeva ricorso per cassazione avverso al decreto del tribunale fallimentare vedendosi accogliere le proprie doglianze dai giudici di Via Cavour che hanno enunciato il principio di diritto appena menzionato. In questo modo, quindi, è andato dissolvendosi ogni automatismo tra l’attestazione del piano da parte dei professionisti e l’esonero dall’azione revocatoria fallimentare per gli atti posti in essere in esecuzione del piano. Tuttavia, la critica che può muoversi ad un siffatto orientamento, seppure in linea col dato letterale della norma e con la giurisprudenza formatasi in materia di sindacato di fattibilità del piano nel concordato preventivo, è che vi sia un rischio di limitazione dell’operatività del piano attestato.

Infatti, come si cerca di evidenziare dall’inizio della disamina di questo istituto, l’esonero dalla revocatoria sancita dall’art. 67, L. Fall. ha la funzione di rimuovere l’ostacolo alla conclusione di contratti con l’impresa in crisi rappresentato, per i terzi

contraenti, dal rischio di subire gli effetti negativi della revocatoria nel successivo fallimento.

Attraverso l'esenzione viene ampliata la possibilità per l'imprenditore di rinvenire soggetti disposti a concludere i contratti previsti dal piano attestato che possano agevolare il risanamento dell'impresa.

La prospettiva che l'attestazione di fattibilità (o la ragionevolezza= del piano possano essere messe in discussione a seguito del fallimento e che, conseguentemente, tali atti possano essere revocati, rende certamente più difficile, per l'impresa in crisi, rinvenire nel mercato *partners* contrattuali che le consentano l'attuazione del piano attestato⁴⁵.

In conclusione sul piano attestato di risanamento può ragionevolmente affermarsi che l'impossibilità di assicurarsi la predeuzione per i finanziamenti erogati nella sua esecuzione e la permanenza del rischio revocatorio a dispetto della sussistenza di un'attestazione che presenti tutti i requisiti *ex lege* in grado di resistere ad un successivo controllo giurisdizionale, rappresentano sicuramente i due svantaggi principali che il piano pone rispetto agli altri due strumenti: svantaggi che solo in casi eccezionali passano in secondo piano rispetto al vantaggio (che pure a volte può essere significativo) di una sua assoluta riservatezza e quindi del minimo clamore della sussistenza di uno stato di crisi e alle conseguenti modalità tramite cui uscirne.

⁴⁵ IOVINO, *Il piano attestato non sempre esonera dalla revocatoria fallimentare*, Esecuzione forzata e procedure concorsuali – *Euroconference Legal* – ed. 6 settembre 2016.

1.2 Gli Accordi di ristrutturazione

L'esistenza di una specifica disposizione della Legge Fallimentare rubricata "Accordi di Ristrutturazione dei Debiti" può lasciare intendere che, a differenza di quanto accade per il piano attestato, sussista un impianto legislativo che disciplini lo strumento qui oggetto di analisi.

Tuttavia, anche in tema di accordi di ristrutturazione v'è una disciplina assai scarsa identificabile sostanzialmente nell'unica norma di legge appena citata: l'art. 182-*bis* L. Fall.

Eppure, come spesso accade e già si è avuto modo di puntualizzarlo, in queste ipotesi di discipline legislative lacunose, solitamente si susseguono diversi interventi legislativi che introducono riferimenti sempre più specifici in altre norme di legge. Gli accordi di ristrutturazione dei debiti non costituiscono un'eccezione⁴⁶.

L'art. 182-*bis* L. Fall. recita: "*L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'art. 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista, designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d) sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei [...]*".

Emerge in modo chiaro la contrapposizione col piano attestato, concepito come atto unilaterale, poiché il riferimento alla negozialità e al coinvolgimento dei creditori qui è esplicito. La formazione e la conclusione dei patti contenuti nell'accordo di ristrutturazione si svolgono al di fuori dell'intervento del tribunale, caratterizzando la stragiudizialità dell'accordo. Pertanto, può affermarsi certamente che si tratta di uno strumento di natura privatistica, nonostante la sua efficacia sia soggetta

⁴⁶ Sul tema cfr. STAUNOVO, *Caratteri generali e natura giuridica*, in ROLFI e STAUNOVO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti: autonomia negoziale e concorsualità*, Milano, 2013 p. 6 ss., indica come norme specificamente destinate a regolamentare gli accordi in questione siano anche gli artt. 67, co. 3, lett. e), 161, co. 6, 182-*ter*, co. 6 e 7, 182-*quater*, 182-*quinqies*, 182-*sexies*, 217-*bis*, tutti della L. Fall..

all'omologazione da parte del tribunale fallimentare. Il tenore letterale della norma, inoltre, esprime il *favor* del legislatore per la regolazione della crisi d'impresa mediante accordi di natura stragiudiziale. L'accordo, difatti, appare a tutti gli effetti come un contratto liberamente concluso tra il debitore e alcuni dei suoi creditori, ed è finalizzato al superamento della crisi, anche se è possibile che abbia anche natura meramente liquidatoria – diversamente da quanto accade per il piano attestato.

Orbene, perché gli atti esecutivi della volontà negoziale delle parti, cristallizzati nell'accordo benefico dell'esenzione da revocatoria si rende necessario, come già detto, l'intervento dell'autorità giudiziaria che omologhi l'accordo. Eppure, la natura privatistica dello strumento si colloca in precedenza rispetto al momento del controllo giurisdizionale e, inoltre, è proprio in ragione di essa che si pone la questione circa la sussistenza o meno dei caratteri tipici della concorsualità che, ai fini di quanto qui interessa per la disamina delle tutele nell'erogazione di nuova finanza, diviene premessa logica attraverso cui introdurre uno strumento di composizione della crisi aziendale come l'accordo di ristrutturazione. Infatti, mentre in origine la struttura non procedimentale e non concorsuale degli accordi era ritenuta pacifica in dottrina, e poco discussa in giurisprudenza, di fatto essa è poi stata oggetto di molteplici interventi normativi che, allo scopo di rafforzare l'istituto, hanno introdotto elementi sempre più tipici della concorsualità finendo con l'incrementare significativamente la rilevanza della *par condicio creditorum* e la possibilità di intervento giudiziario anche in una fase preventiva rispetto l'esecuzione dell'accordo.

L'introduzione nel sesto comma dell'art. 161 L. Fall. del riferimento alla possibilità che in luogo del deposito del piano di concordato «in bianco o con riserva» vi sia il deposito della domanda di omologa di accordo di ristrutturazione, deve ritenersi il punto massimo di incontro fra una disciplina tipicamente concorsuale, come quella concordataria e quella, spiccatamente negoziale, relativa agli accordi. Infatti, sulla base di siffatta previsione normativa la circostanza che preme evidenziare è che, secondo l'impianto preventivo, normativo della disciplina complessiva del concordato

prenotativo, nell'arco di tempo intercorso dal deposito della domanda c.d. "in bianco" al deposito della domanda di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, sotto molteplici profili l'imprenditore debba considerarsi, a tutti gli effetti, sottoposto ad una procedura concorsuale. Certamente non è questa la sede per approfondire tale tema, tuttavia, appare opportuno sottolineare quanto difficoltà applicative ed interpretative finiscano col mostrare il fianco ad una fattispecie nella quale, di fatto, l'imprenditore "entra" in una procedura concorsuale, ma poi ne esce con un accordo di ristrutturazione dei debiti⁴⁷.

Tornando alla natura negoziale degli accordi, essa si estrinseca ulteriormente quando il legislatore specifica che l'intesa debba raggiungersi con i propri creditori che, sulla base del dato normativo, devono intendersi coloro che rappresentino almeno il sessanta per cento dei crediti e non, invece, una collettività unanime o un'entità soggetta alla regola della maggioranza. Pertanto, in conformità al principio di relatività di cui è espressione l'art. 1372 c.c. l'accordo produce effetti solo tra le parti, nonostante, a ben vedere, la legge ne faccia derivare effetti, non sul *quantum*, ma sui termini di rimborso, anche *extra partes*.

Le modalità di erogazione di nuova finanza, anche in questa procedura, quindi, tengono inevitabilmente conto dello scudo protettivo dall'azione revocatoria. Infatti, ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. e) non sono soggetti all'azione revocatoria gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione dell'accordo omologato ai sensi dell'art. 182-*bis* L. Fall..

Anche in riferimento agli accordi di ristrutturazione dei debiti l'ambito di applicazione soggettivo dell'esenzione viene limitato agli atti posti in essere dal debitore⁴⁸, pur nell'ipotesi che l'accordo preveda, per la sua realizzazione, anche il compimento di atti da parte di terzi, dato che il beneficio è concesso dal legislatore proprio in

⁴⁷ In questo senso si v. SANZO, *Op. Cit.*, p. 1472-1473.

⁴⁸ In senso dubitativo FERRO, *Ristrutturazione dei debiti (accordi di)*, in FERRO (a cura di), *Le insinuazioni al passivo*, *Op. Cit.*, il quale sottolinea come la problematica si incentri sulla natura della coerenza delle operazioni stesse rispetto all'accordo omologato.

considerazione della coerenza degli atti con l'accordo di ristrutturazione dei debiti, ristrutturazione che riguarda esclusivamente il debitore medesimo.

Tale lettura della norma appare coerente con la collocazione della stessa all'interno dell'art. 67 L. Fall., che concerne la regolazione degli effetti dell'insolvenza sugli atti pregiudizievoli ai creditori del solo debitore insolvente e non di terzi che abbiano eventualmente partecipato all'accordo (*rectius* erogatori di nuova finanza per l'esecuzione dello stesso).

L'esenzione da revocatoria è "chiusa" nell'individuazione del soggetto attivo dell'atto protetto, il solo debitore che abbia presentato un accordo di ristrutturazione omologato, mentre è "aperta" con riferimento al destinatario dell'atto.

L'ampia e generica espressione utilizzata lascia intendere che tutti gli atti posti in essere dal debitore volti all'esecuzione dell'accordo omologato rientrino in tale esenzione, e ciò a prescindere dal beneficiario finale dell'atto, godendo di tale beneficio anche i soggetti che non hanno partecipato all'accordo, primi fra tutti i creditori rimasti estranei. L'esenzione da revocatoria quindi finisce col riguardare sia i creditori aderenti, sia quelli estranei⁴⁹, sia i terzi comunque partecipi dell'accordo di ristrutturazione⁵⁰. Quanto al requisito oggettivo, invece, l'esenzione non copre tutti gli atti posti in essere dal debitore in crisi dopo l'omologazione dell'accordo. L'effetto protettivo previsto dalla norma riguarda solo ed esclusivamente gli atti che siano direttamente esecutivi dell'accordo di ristrutturazione⁵¹.

La protezione da revocatoria è indissolubilmente connessa ad un rapporto funzionale e non meramente cronologico; l'esenzione non riguarda quindi atti di disposizione di beni

⁴⁹ In questi termini FRASCAROLI SANTI, *sub art. 182-bis L. Fall.*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 2013, pp. 1080-1081 sottolinea correttamente come il regolare pagamento dei creditori estranei realizza le finalità dell'istituto. *Contra* PATTI, *Sub art. 67 L. Fall.*, cit., p. 754 secondo cui deve essere ritenuta sussistente l'opponibilità dell'accordo da parte dei soli creditori aderenti escludendosi, invece, i creditori estranei che potranno, tuttavia, contare sulla garanzia dell'idoneità dell'accordo ad assicurare il loro regolare pagamento, in base anche alla relazione dell'esperto.

⁵⁰ ROPPO, *Profili strutturali e funzionali dei contratti "di salvataggio" (o di ristrutturazione dei debiti d'impresa)*, in *Dir. fall.*, 2008, I, p. 386 fa l'esempio degli eventuali acquirenti di un ramo d'azienda, laddove tale iniezione di liquidità nella procedura, ancorché non configurabile come finanziamento vista il contratto di cessione di ramo d'azienda sotteso, certamente rappresenta una delle strade percorribili per reperire nuova liquidità.

⁵¹ Sull'argomento vedi PAJARDI-PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008, pp. 436-439.

non compresi nell'accordo ovvero incoerenti con le finalità dell'accordo medesimo⁵². Il che evidenzia la necessità che il tribunale vagli la sufficiente analiticità dello stesso, onde non vanificare una precisa scelta del legislatore: quella di ricollegare gli effetti protettivi non soltanto ad un momento temporale (il periodo successivo all'omologa) quanto, piuttosto, ad un rapporto funzionale, all'esistenza di un collegamento genetico tra l'accordo e l'atto esentato da revocatoria.

Rispetto a quanto previsto per il piano attestato di risanamento la norma non contiene alcuna limitazione, per cui sono esentate da revocatoria sia le garanzie personali concesse dal debitore per debiti propri, che quelle su debiti altrui, sia reali che personali⁵³. Il legislatore ha voluto collegare l'esenzione all'omologa del tribunale, cioè al decreto emesso al termine del giudizio⁵⁴.

Tuttavia, aspetto non secondario è la precarietà del suddetto decreto che, difatti, resta pur sempre un provvedimento del tribunale esposto ad un possibile reclamo in Corte d'Appello *ex art. 739 c.p.c.*. Conseguentemente, in dottrina, sulla base di detta considerazione se ne trae che, l'esenzione opera rispetto tutti gli atti esecutivi dell'accordo che siano successivi al suo deposito presso il registro delle imprese con la conseguenza che, a tali fini, l'omologazione avrebbe produrrebbe un effetto retroattivo tale da assicurare l'immunità da revocatoria anche ad atti, pagamenti e garanzie che siano in realtà anteriori al giudizio⁵⁵.

Il termine finale dell'esenzione coincide con l'esecuzione dell'accordo, esecuzione che può avvenire anche a molta distanza di tempo dall'omologa dell'accordo. Il che accade necessariamente in tutti gli accordi di ristrutturazione che non abbiano finalità meramente liquidatorie ma anche conservative e di continuazione dell'attività

⁵² In questi termini FERRO, *Ristrutturazione dei debiti (accordi di)*, *Op. cit.*, p. 1031.

⁵³ Secondo JORIO, *Gli effetti del fallimento sugli atti pregiudizievoli ai creditori*, in AMBROSINI-CAVALLI-JORIO, *Il fallimento*, *Op. Cit.*, p. 445, l'esenzione in esame vale soltanto per le garanzie reali e non per quelle personali.

⁵⁴ In questi termini CAIAFA, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: natura giuridica e giudizio di omologazione*, in *Dir. fall.*, 2006, II, p. 547.

⁵⁵ In questi termini, FRASCAROLI SANTI, *op. cit.*, p. 1079; MANENTE, *Non omologabilità degli accordi ex art. 182 bis l. fall. e procedimento per dichiarazione di fallimento del debitore*, in *Dir. fall.*, 2008, II, p. 312; D'AMBROSIO, *Sub art. 67, 3° co. lett. d), e), g) l. fall.*, in JORIO-FABIANI (diretto da), *Il nuovo diritto fallimentare*, *Op. Cit.*, p. 998; COPPOLA, *L'accordo per la ristrutturazione dei debiti*, in PACCHI (a cura di), *Il nuovo concordato preventivo*, Milano, 2005, p. 303.

d'impresa⁵⁶. Qualora l'esecuzione dell'accordo debba intervenire in un lungo lasso di tempo aumenta inevitabilmente il rischio che, nel frattempo, l'accordo medesimo non sia più attuabile, anche per motivi non direttamente imputabili al debitore. Qual è quindi la sorte degli atti esecutivi posti in essere dopo tale momento?

In questo caso, a differenza di quel che accade nel piano attestato di risanamento, l'esistenza di un vaglio giudiziario, stante nel giudizio di omologa, deve far ritenere che i terzi, successivamente all'omologa, non siano onerati dall'obbligo di una verifica sulla persistenza dei requisiti di attuabilità dell'accordo. Ebbene, la norma va a riferirsi, come detto, ai soli atti e pagamenti eseguiti dal debitore dopo l'omologa degli accordi e non disciplina, quindi, la sorte di tutti gli atti che siano stati compiuti nel lasso di tempo intercorrente tra il deposito della domanda e l'omologa.

Questione, questa, strettamente connessa a quella relativa alla libera disponibilità da parte del debitore delle modalità temporali di pagamento integrale degli estranei, essendo quelle degli aderenti, invece, determinate nell'accordo di ristrutturazione dei debiti.

Da un punto di vista strettamente concreto ed operativo, dunque, l'accordo deve essere depositato in tribunale unitamente alla dichiarazione e alla documentazione di cui all'art. 161 L. Fall. e alla relazione del professionista dotato dei requisiti di cui all'art. 67, co. 3, lett. d) L. Fall.⁵⁷.

In sostanza, quindi, la struttura dell'accordo si compone di:

⁵⁶ Si pensi, ad esempio, all'accordo di ristrutturazione avente ad oggetto il gruppo Risanamento-Zunino, omologato dal Tribunale di Milano con decreto del 10.11.2009, in *Fall.*, 2010, p. 195; con note di FABIANI, "Competizione" fra processo per fallimento e accordi di ristrutturazione e altre questioni processuali, e NARDECCHIA, *La relazione del professionista ed il giudizio di omologa negli accordi di ristrutturazione dei debiti*; in *Corr. giur.*, 1, 2010, p. 122, con nota di COLESANTI, *Crisi d'impresa, accordi di ristrutturazione e insolvenza ("prospettica")*.

⁵⁷ Che secondo il dettato normativo di cui all'art. 67, co. 3, lett. d), L. Fall, sono :“(...) un professionista indipendente designato dal debitore, iscritto nel registro dei revisori legali ed in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 28, lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano; il professionista è indipendente quando non è legato all'impresa e a coloro che hanno interesse all'operazione di risanamento da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio; in ogni caso, il professionista deve essere in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 2399 del codice civile e non deve, neanche per il tramite di soggetti con i quali è unito in associazione professionale, avere prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo; (...)”.

- un piano di ristrutturazione aziendale (articolato in un piano finanziario ed in un piano industriale) finalizzato al risanamento dell'impresa;
- un accordo quadro cui si accompagnano gli accordi con i singoli creditori;
- la relazione del professionista indipendente che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano, soprattutto con riguardo l'idoneità dello stesso a garantire il soddisfacimento dei cosiddetti creditori estranei (cioè coloro che non hanno aderito all'accordo).

Alla luce del ragionamento suesposto riguardo la carenza di natura concorsuale dello strumento *de quo*, mette conto evidenziare che, l'esecuzione dell'accordo deve avvenire senza che siano lesi gli interessi dei creditori che non vi abbiano preso parte. Da tale circostanza, quindi, per un verso deriva che i creditori che prendono parte all'accordo, saranno inevitabilmente esposti ad un qualche sacrificio (o in termini di ammontare del credito o in termini di soddisfacimento delle proprie ragioni), ma per altro verso vedranno assicurata l'esenzione dal rischio di revocatoria fallimentare o di concorso nel reato di bancarotta preferenziale per il caso di successivo fallimento dell'imprenditore.

I creditori estranei, invece, resteranno liberi di agire per far valere i propri diritti in forma integrale, ma saranno esposti e al rischio revocatorio e alle eventuali responsabilità penali⁵⁸.

Pertanto, l'elemento cardine dell'istituto in oggetto consiste certamente nella tutela garantita ai creditori che abbiano scelto di non aderire all'accordo e, quindi, definiti "estranei".

Al primo comma, infatti, l'art. 182-*bis* L. Fall. stabilisce che l'integrale pagamento dei creditori estranei avvenga: entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a quella data ed entro centoventi giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti a quella data, imponendo quindi una sorta di moratoria legale di quattro mesi decorrenti dalla data di omologazione o dalla data di scadenza a seconda del caso.

⁵⁸ Questo principio però non è pacifico, essendovi in dottrina chi ritiene che l'effetto «esenzione» si estenda anche agli estranei: cfr. sul punto PATTI, *Le azioni di inefficacia*, in JORIO e FABIANI (diretto da), *Il nuovo diritto fallimentare, Novità applicative a cinque anni dalla riforma*, Op. Cit., p. 276 ss.

In disparte il carattere preminente della tutela dei creditori definiti “estranei”, perché non partecipi dell’accordo, proprio su tale aspetto ha inciso maggiormente un istituto di recente introduzione che sarà oggetto di specifica analisi al par. *sub a*) che segue *infra*.

L’accesso all’istituto dell’accordo consente a coloro che siano disposti ad immettere risorse finanziarie per il buon successo dell’operazione di ristrutturazione (al pari del concordato ed a differenza del piano di risanamento), proprio grazie all’intervento del tribunale in sede di omologazione, di fruire della qualificazione in termini di prededuzione dei crediti che ne insorgono. Anche ai fini della disciplina dei rapporti finanziari, è doveroso, in chiusura di trattazione dell’istituto trattare le modifiche legislative intervenute con l’introduzione, nell’art. 182-*bis* L. Fall. dei co. 6°, 7° e 8°. Infatti, con le modifiche legislative testé menzionate s’è data la possibilità all’imprenditore che si rivolga al tribunale, di ottenere una sorta di protezione anticipata, anche prima cioè della definizione dell’accordo con i propri creditori e, dunque, prima del deposito della domanda di omologazione dello stesso: il tutto, come si rileverà *infra*, anche in funzione del conseguimento di finanziamenti in previsione dell’accordo stipulando (i c.d. finanziamenti-ponte). La procedura introdotta è un po’ macchinosa, contemplando il deposito di una sorta di proposta di accordo, accompagnata da un’autocertificazione circa il fatto che almeno il 60% dei creditori non ha manifestato opposizione al raggiungimento dell’accordo e da una relazione di pre-attestazione in ordine al fatto che il raggiungimento dell’accordo in corso di trattativa con i creditori potrebbe essere eseguito con le risorse a disposizione (o con quelle che si acquisiranno= e sia in condizione di essere eseguito, soprattutto con riguardo al soddisfacimento dei creditori estranei. La macchinosità sta nel fatto che la norma prevede (a differenza di quanto poi è accaduto con l’art. 161, co. 6, L. Fall. per il concordato prenotativo, peraltro, come s’è detto, utilizzabile anche da chi intende poi accedere ad un accordo di ristrutturazione) la necessità della preventiva notificazione della proposta di accordo a tutti i creditori, al fine di verificarne la non opposizione: il che, come è comprensibile,

soprattutto nelle crisi che coinvolgono una platea molto frammentata di creditori, soprattutto commerciali, comporta un problema operativo che non è affatto secondario.

Per com'è stato finora tratteggiato l'istituto *ex art. 182-bis L. Fall.*, esso parrebbe d'uso agevole proprio in contesti caratterizzati da una forte concentrazione della massa debitoria, infatti, proprio in dette situazioni, appare maggiormente possibile il raggiungimento di un accordo anche in violazione della *par condicio creditorum*.

Particolari situazioni di concentrazione della debitoria coinvolgono, sovente, proprio gli istituti di credito che finiscono col rivestire una posizione negoziale di forza rispetto l'imprenditore in crisi che sia loro debitore.

A tal proposito, il D.L. 27 giugno 2015, n. 83 come convertito, con modificazioni, dalla Legge 6 agosto 2015, n. 132 (di seguito, *breviter* D.L. 83/2015) ha introdotto una serie di importanti novità idonee a rendere gli strumenti volti alla gestione e cura dell'insolvenza più efficienti. In particolare, l'art. 9 del D.L. 83/2015 rubricato "*Crisi d'impresa con prevalente indebitamento verso intermediari finanziari*" ha disposto l'introduzione dell'art. 182-*septies* L. Fall.

Tale norma si configura, in particolare con riferimento ai commi dal primo al quarto, come un'integrazione della disciplina generale prevista dall'art. 182-*bis* L. Fall.; difatti viene così introdotto l'istituto dell'accordo di ristrutturazione con banche e intermediari finanziari.

Con specifico riferimento a tale norma, ai fini che qui interessano, si evidenzia l'introduzione nel sistema di un nuovo mezzo di composizione stragiudiziale (o quasi) della crisi d'impresa, ma con riferimento a soggetti che abbiano contratto debiti specificatamente verso banche e/o intermediari finanziari in misura non inferiore alla metà dell'indebitamento complessivo. Rispetto a tale classe di creditori, la disciplina dettata dall'art. 182-*bis* L. Fall. è integrata da quanto previsto ai commi secondo, terzo e quarto dell'art. 187-*septies* L. Fall., fermi restando i diritti dei creditori diversi dalle banche e dagli intermediari finanziari.

La preconditione essenziale per l'applicabilità della norma prevede che l'esposizione dell'impresa verso banche e intermediari finanziari non sia inferiore al 50% dell'indebitamento complessivo. Presente tale condizione l'art. 182-*septies* consente:

- (i). di individuare una o più categorie tra i creditori finanziari secondo criteri omogenei di posizione giuridica e interessi economici;
- (ii). Al debitore, in sede di presentazione di ricorso, di presentare richiesta, in deroga agli artt. 1372 e 1411 del codice civile, che gli effetti dell'accordo vengano estesi anche ai creditori non aderenti che appartengano alla medesima categoria.

La categoria delle banche, tuttavia, per quanto classe omogenea per caratteristiche, spesso contempla istituti i cui interessi possono divergere in funzione del grado dei crediti (chirografario o ipotecario) delle caratteristiche delle linee di credito concesse, delle garanzie acquisite o anche solo dell'intensità e della dimensione del rapporto con l'impresa che propone l'accordo di ristrutturazione. Non è raro che alcune banche, marginali per l'indebitamento complessivo nei confronti dell'impresa debitrice, declinino l'adesione alla proposta di ristrutturazione perseguendo l'obiettivo della liquidazione totale del debito, in qualità di creditore non aderente; o al più cerchino di far ricadere i maggiori oneri della ristrutturazione sulle principali banche relazionanti, evitando di partecipare all'erogazione di nuova finanza o ad alcuni dei sacrifici richiesti dal piano al sistema bancario⁵⁹.

L'impianto del nuovo art. 182-*septies*, volto a superare alcune delle criticità descritte, agevola la concretizzazione degli accordi di ristrutturazione da parte degli intermediari finanziari, evitando alla categoria di rimanere ostaggio degli istituti meno esposti e consentendo al debitore la scelta di procedure meno invasive.

Per effetto di tale disposizione, quindi, l'accordo di ristrutturazione dei debiti cessa di produrre effetti esclusivamente tra i soggetti che vi hanno aderito derogando in via

⁵⁹ Sul punto, per maggiore approfondimento si v. PASTORE, JEANTET, BASSO, VAROLI, in “*La ristrutturazione – linee guida e strumenti di composizione della crisi d'impresa*”, Editore Angeli, collana Università degli studi di Parma, 2016, Milano.

diretta il dettato dell'art. 1372 c.c., ai sensi del quale il contratto produce i suoi effetti *inter partes*, nonché quello dell'art. 1411 c.c. ai sensi del quale è valida la stipulazione di un contratto a favore di terzo nella misura in cui questi vi abbia interesse e il terzo abbia accettato di profittarne.

La novità di questo strumento è dirompente perché consente di estendere l'efficacia dell'accordo anche con riferimento agli istituti di credito che non vi hanno preso parte. Nell'ottica di erogazione di nuova finanza alle imprese che, potenzialmente, possono fisiologicamente attraversare una fase di crisi, l'esistenza di questo strumento può avere due ordini d'implicazioni.

Il primo concerne il punto di vista delle banche che decidono di aderire all'accordo, questo le pone senza ombra di dubbio in una posizione di favore rispetto a chi sceglie di non aderire, giacché presumibilmente si tratterà degli istituti che avranno anche una maggiore esposizione debitoria nei confronti dell'impresa e, quindi, potranno avere un ruolo primario nella negoziazione delle condizioni di remunerazione dell'insoluto, vedendo operare l'accordo indipendentemente dagli altri interlocutori che avrebbero potuto, invece, appesantire le trattative⁶⁰.

Una seconda implicazione riguarda, invece, il punto di vista dell'impresa che, giocoforza, fruendo di tale strumento potrà vedere aumentare considerevolmente le *chance* di buon'esito dell'accordo dal momento che tale strumento, di fatto, funge da incentivo alle banche a venire incontro alle esigenze dettate dalla crisi.

Infatti, grazie all'accordo stipulato in questi termini, il debitore sarà legittimato a chiedere, con ricorso disciplinato dal primo comma dell'art. 182-*bis* L. Fall., che gli effetti siano estesi anche ai creditori appartenenti alla medesima categoria che non vi abbiano spontaneamente aderito.

Tuttavia perché tale deroga sia efficace è, in primo luogo, necessario che tutti i creditori riconducibili alla medesima categoria siano stati informati dell'avvio delle trattative e siano stati messi in condizione di parteciparvi in buona fede. S'intende così

⁶⁰ Sul punto concorde NOCERA, in "Accordi di ristrutturazione con intermediari finanziari e convenzione di moratoria (art. 182-septies legge fall.)", in *Diritto24*, 27 gennaio 2017.

salvaguardare i creditori che non abbiano aderito all'accordo non perché contrari ai termini pattuiti ma in quanto non abbiano, per fatto agli stessi non imputabile, partecipato alle trattative venendo così privati della possibilità di contribuire alla definizione dell'accordo medesimo, al quale avrebbero potuto anche, eventualmente, aderire⁶¹. Restano però poco chiare le modalità di assolvimento del suddetto onere informativo a causa della formulazione generica della norma. Altresì dubbio deve considerarsi il richiamo alla buona fede, non risultando chiaro se lo stesso debba essere riferito al creditore ovvero al debitore - come si ritiene più ovvio che sia - e in cosa si sostanzii, in tale contesto, un comportamento di buona fede.

In secondo luogo, perché il debitore possa chiedere l'estensione degli effetti dell'accordo *ultra partes*, è necessario che un numero di creditori che rappresentino almeno il 75% dei crediti della categoria abbiano accettato i termini e le condizioni dell'accordo aderendovi. In presenza di tale maggioranza qualificata, il debitore potrà richiedere di beneficiare degli effetti dell'accordo anche nei confronti dei creditori non spontaneamente aderenti in luogo della concessione della moratoria quadrimestrale di cui al primo comma dell'art. 182-*bis* L. Fall.. Il tribunale dovrà inoltre verificare che gli interessi economici e la posizione giuridica delle banche e degli intermediari non aderenti siano omogenei rispetto a quelli dei creditori consenzienti. La norma risulta lacunosa nella parte in cui non introduce univoci criteri per l'individuazione dei requisiti di omogeneità, limitandosi a precisare che non si deve tenere conto delle ipoteche giudiziali iscritte dalle banche o dagli intermediari finanziari nei novanta giorni che precedono la pubblicazione del ricorso nel registro delle imprese; si ritiene, pertanto, che debba farsi riferimento al dibattito sviluppatosi in merito alla suddivisione in classi dei creditori nell'ambito di un concordato preventivo.

I creditori non aderenti avranno poi la facoltà di proporre opposizione avverso il ricorso con il quale il debitore abbia richiesto di estendere gli effetti dell'accordo che dovrà

⁶¹ CALÒ e PEDE in *Il nuovo accordo di ristrutturazione dei debiti e la convenzione di moratoria con intermediari finanziari (Art. 182 septies L.F.)* su *DirittoBancario.it*, febbraio 2016.

essere accompagnato da una relazione redatta da un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, co. 3, lett. d) attestante la veridicità dei dati aziendali e l'attuabilità dell'accordo medesimo.

Infine, il tribunale è chiamato a verificare che i creditori non aderenti possano ottenere, ai sensi dell'accordo, non meno di quanto avrebbero ottenuto in sede di attuazione di alternative concretamente praticabili⁶². Una previsione di tal fatta si rinviene anche con riferimento al concordato preventivo per classi ove è previsto che: qualora un creditore appartenente ad una classe dissenziente formuli opposizione, il tribunale potrà omologare ugualmente il concordato soltanto ove ritenga che il credito in questione risulti soddisfatto, in sede concordataria, in misura non inferiore "*rispetto alle alternative concretamente praticabili*". Orbene, l'art. 182-*septies* L. Fall. altro non prevede se non un'ipotesi ulteriore in cui il tribunale viene investito del potere di svolgere un sindacato che sia di merito e, dunque, opererà una valutazione sulla convenienza economica dell'accordo per il creditore opponente. L'ovvia peculiarità è che, mentre tale valutazione nel contesto di un concordato preventivo è solo eventuale, perché implica che vi sia stata opposizione di un creditore appartenente ad una classe dissenziente, ogniqualvolta l'accordo rientri nell'alveo di cui all'art. 182-*septies* L. Fall. essa diventa, invece, necessaria. Dunque, qualora, avendo provveduto a tutte le necessarie verifiche ai sensi dell'art. 182-*septies* L. Fall., il tribunale si pronunci positivamente sull'omologazione, l'accordo dovrà considerarsi efficace *inter partes*, con riferimento alle esposizioni debitorie nei confronti di soggetti che non sono banche o intermediari finanziari, e anche *ultra partes*, limitatamente a questi ultimi.

L'analisi del nuovo art. 182-*septies* L.F. evidenzia la prevalenza *ex lege* delle esigenze dell'impresa in crisi su quelle dei terzi creditori (in particolare banche e intermediari finanziari). Detta circostanza rappresenta, per certo, un forte incentivo all'erogazione di nuova finanza alle imprese perché, in presenza di tutti i requisiti suesposti, si legittima

⁶² Cfr. documento redatto dal CNDCEC in Novembre 2016 "*accordi di ristrutturazione con intermediari finanziari e convenzione di moratoria*" a cura della Commissione Crisi di Impresa – Area Procedure concorsuali, Pres. GUIOTTO A. – Cons. Delegati RUSCETTA F. e VIGANI M.R..

un'imposizione del debitore, sull'altrui volontà negoziale, espressa all'interno di un accordo di ristrutturazione *ex art. 182-bis L. Fall.*, nei confronti del ceto creditorio rappresentato da banche e/o da intermediari finanziari che abbiano scelto di non aderire a dette pattuizioni.

1.3 Il concordato preventivo

Non v'è dubbio che, allo stato, nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione, la procedura di maggior diffusione sia il concordato preventivo.

Dal 2012 in poi, in particolare, si è registrato un aumento vertiginoso delle domande concordatarie⁶³. La responsabilità di un dato così rilevante è ascrivibile, da un lato, alla crisi economica diffusa e, dall'altro, alla riforma⁶⁴ dello strumento concordatario che ha visto la nascita del c.d. concordato "prenotativo" o "in bianco".

Innanzitutto, è assolutamente pacifica la natura concorsuale dello strumento, dal momento che si tratta di una procedura nella quale, per certo, si assiste all'attuazione del concorso tra creditori, infatti:

- s'impone la presenza necessaria degli organi della procedura (tribunale, giudice delegato, commissario giudiziale);
- sussiste la necessità dell'assistenza giudiziale per il ricorrente;
- parimenti insiste l'obbligo del rispetto della *par condicio creditorum* riguardo l'ordine di soddisfacimento dei creditori (salve le limitate deroghe contemplate espressamente dalla legislazione introdotta con le riforme degli ultimi anni);

⁶³ Sulla base dei dati CERVED, rilevati dall'*Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure d'impresa – quarto trimestre 2013*, si riporta che: "Nel 2013 si contano circa 3mila procedure concorsuali non fallimentari, il massimo da oltre un decennio e il 53,8% in più rispetto all'anno precedente. Il fenomeno è attribuibile all'impennata dei concordati preventivi, più che raddoppiati rispetto al 2012, soprattutto per effetto dell'introduzione del concordato in bianco" - infatti, il numero dei concordati, rispetto le altre procedure non fallimentari, rispondeva a circa i due terzi delle procedure non fallimentari ivi registrate.

Per mera completezza espositiva, si riporta che, grazie al miglioramento generalizzato della congiuntura economica, i dati relativi al secondo trimestre 2017 indicano, invece, che: "Complessivamente, i dati tratti dagli archivi di Cerved indicano che tra gennaio e giugno hanno aperto procedure di default o di chiusura volontaria 36,5 mila imprese, il 5,3% in meno rispetto all'anno precedente e il livello più basso dal 2009 (...). Le statistiche relative alle procedure concorsuali non fallimentari indicano un utilizzo sempre meno frequente del concordato preventivo. Nel complesso nei primi sei mesi del 2017 sono state aperte 822 procedure diverse dal fallimento, il 15,9% in meno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Di queste procedure, le domande di concordato preventivo presentate sono solo 336, un ulteriore calo su base annua (-31,7%) e un crollo rispetto picco osservato nello stesso periodo del 2013".

⁶⁴ La riforma in questione, com'è ben noto, è quella discendente dal c.d. decreto sviluppo, cioè il d.l. 22 giugno 2012, n. 83 convertito nella l. 7 agosto 2012, n. 134: la cui normativa è poi stata oggetto di ulteriore modificazione con il d.l. 21 giugno 2013 n. 69, convertito nella l. 9 agosto 2013, n. 98, finalizzata essenzialmente a tentare di contenere l'eccessivo (e sotto certi profili abusivo) ricorso allo strumento del concordato c.d. "prenotativo" e/o in "bianco" che, specialmente nei primi mesi di vita della riforma aveva finito per essere utilizzato puramente e semplicemente come strumento dilatorio della pronuncia di fallimento.

- la maggioranza ha la possibilità di vincolare la minoranza dei creditori e, dunque, i creditori sono considerati *in primis* come massa e, solo secondariamente come entità giuridiche individuali;
- v'è l'imprescindibile applicazione delle regole di responsabilità patrimoniale previste dall'art. 2470 c.c., con le sole eccezioni garantite dalle peculiari regole sulla continuità aziendale nel concordato preventivo.

Si tratta di una procedura evidentemente molto complessa, della quale ai fini del presente elaborato interessa solo tracciare i tratti fondamentali.

L'elemento cardine del concordato, rispetto agli altri due istituti esaminati, è certamente ravvisabile nella proposizione di un ricorso, che a tutti gli effetti, è una domanda giudiziale. In particolare, nel sistema attuale, è ben possibile che il deposito della domanda concordataria preceda (dal punto di vista logico oltre che dal punto di vista cronologico) l'attivazione dei molteplici controlli da parte del tribunale ai fini della pronuncia del decreto di ammissibilità alla procedura. Il tutto è reso ancor più peculiare da quel meccanismo ibrido, dai più denominato concordato prenotativo o in bianco, che consente l'anticipazione dell'ombrello protettivo ad una fase in cui è ancora in corso l'elaborazione di una proposta concordataria ed il piano ad essa sotteso.

Accedere al concordato preventivo, dunque, significa necessariamente sottoporsi al controllo degli organi della procedura, primo fra tutti il tribunale. Proprio per effetto di tale incisivo controllo⁶⁵, l'avvio della procedura concordataria deve essere preceduto da una serie di accorte valutazioni, poiché spesso rappresenta una sorta di punto di non ritorno rispetto all'accesso al contesto concorsuale. Tradizionalmente, la procedura di

⁶⁵ Secondo Sanzo S., *Op. Cit.*, pag. 1477: “*pur fortemente limitato per effetto delle innumerevoli riforme succedutesi in questi anni, infatti, è indiscutibile che il tribunale (perduto ogni potere di valutazione circa la sussistenza dei requisiti di meritevolezza soggettiva da parte dell'imprenditore proponente e circa la ricorrenza di una convenienza oggettiva della proposta per la massa dei creditori= conservi intatto il potere di valutare l'ammissibilità – anche e soprattutto sotto il profilo della legittimità formale – della proposta stessa e, secondo l'orientamento inaugurato dalle Sezioni Unite con la nota pronuncia 23 gennaio 2013, n. 1521, anche il potere di verificare la ricorrenza del requisito della “fattibilità giuridica” della proposta stessa, da intendersi nel senso della sua idoneità a garantire il conseguimento di un effetto satisfattivo (sia pure “a stralcio”) per ogni creditore concorrente: elaborazione concettuale, questa, forse sotto molteplici profili – soprattutto applicativi – un po' speciose, che però ha il merito di sottolineare l'impossibilità per l'organo giudiziario di entrare in valutazioni di natura strettamente economica (non a caso, proprio con la citata pronuncia, il giudice di legittimità ha inteso operare la distinzione tra la suddetta “fattibilità giuridica” e la “fattibilità economica”)*”.

concordato preventivo viene classificata come caratterizzata da quattro momenti, nettamente distinguibili alla stregua della scansione sancita dalle norme in materia.

Questi momenti sono rappresentati da:

- a) la fase di ammissione, che, tradizionalmente si apriva con il deposito del ricorso (già completo di tutta la documentazione necessaria per il completamento della procedura)⁶⁶ e che culmina per l'appunto con il decreto ammissione⁶⁷, che di fatto insedia gli organi e, dunque, apre quella fase di vigilanza sulla gestione dell'impresa nella fase concordataria, nell'interesse dei creditori;
- b) la fase della deliberazione (o approvazione) che va dall'ammissione sino alla chiusura delle operazioni di voto: essa è caratterizzata soprattutto, quanto meno per quanto concerne i profili procedurali, dal controllo che il commissario svolge circa l'esercizio dell'impresa nella fase concorsuale, ma anche con riguardo alle condotte pregresse rispetto al provvedimento di ammissione⁶⁸, e culmina per l'appunto con il deposito della relazione del commissario sulle cause della crisi, sulla fattibilità e sulla convenienza della proposta concordataria e con l'esercizio del diritto di voto da parte dei creditori nel corso dell'adunanza

⁶⁶ Le recenti modifiche della legge n. 132/2015 introducono nuovi limiti alla procedura con l'obiettivo di aumentarne il rigore in ottica di contenimento di alcune pratiche "abusive" appalesatesi nel recente passato. Oltre ad un generale riequilibrio del rapporto tra debitore e creditori, le ultime modifiche indirizzano verso una massimizzazione del recupero del credito: in tal senso possono essere interpretati l'introduzione della contendibilità delle imprese in crisi, la possibilità di presentazione di proposte concorrenti, e la fissazione di soglie minime di soddisfacimento dei creditori chirografari nelle ipotesi liquidatorie.

⁶⁷ Com'è ben noto, in epoca anteriore alla riforma attuata con il decreto sviluppo era espressamente previsto che gli effetti concorsuali si determinassero solo con l'emanazione del decreto di ammissione, benché essi retroagissero al momento del deposito del ricorso: creandosi così una discrasia temporale, spesso fonte di problematiche applicative di non facile soluzione, soprattutto con riguardo ad eventi determinatisi tra il deposito della domanda e la pubblicazione del decreto di ammissione presso il registro delle imprese. Il problema oggi pare essere stato definitivamente risolto (quanto meno con riguardo ai casi, che rappresentano pressoché la totalità delle fattispecie concrete, in cui il deposito del ricorso completo della proposta e del piano sia preceduto dal deposito della c.d. domanda prenotativa regolata *ex art.* 161, co. 6, L. Fall.) dalla previsione che l'apertura del concorso si determini in conseguenza della pubblicazione presso il Registro delle imprese, a cura del cancelliere, della domanda di concordato, pubblicazione che deve essere effettuata entro il giorno successivo al deposito della stessa presso la cancelleria del tribunale, e sul punto definitiva cristallizzazione normativa deriva dall'art. 69-*bis*, ult. comma, L. Fall. che fa consentire l'operatività della revocatoria fallimentare a ritroso, appunto, dalla data di pubblicazione della domanda concordataria ove ad essa sia seguita la dichiarazione di fallimento.

⁶⁸ Rimane intatto, infatti, il potere del giudice, (che inevitabilmente viene esercitato su sollecitazione e su iniziativa del commissario), di provocare l'arresto immediato della procedura, laddove emergano atti di frode da parte del debitore ovvero laddove risulti che il concordato non sia realmente fattibile, con la conseguenza che un ritardo nell'apertura di un procedimento fallimentare cagionerebbe soltanto dispersione di attività ovvero ulteriore aggravamento del passivo.

che si svolge dinanzi al giudice delegato, ma che può essere esercitato fino a venti giorni dopo l'adunanza medesima⁶⁹;

- c) nella fase di omologazione il tribunale è chiamato a svolgere una valutazione, estremamente delicata, inerente l'ammissibilità e la legittimità della proposta, anche sotto il profilo della fattibilità giuridica: un ruolo indiscutibilmente complesso che ha suscitato ampio dibattito circa i limiti di questa valutazione e quanto essa possa ingerire o meno dati economici strettamente connessi alla fattibilità del progetto concordatario;
- d) infine, la fase dell'esecuzione, nella quale (per l'ipotesi di liquidazione) il liquidatore nominato dal tribunale, sotto la vigilanza del commissario, procede alle operazioni di realizzo previste dalla proposta ed al soddisfacimento conseguenziale delle ragioni dei creditori, ovvero (per l'ipotesi di continuità) l'imprenditore stesso ritornato *in bonis*, sempre sotto la vigilanza del commissario, viene ripristinato nel pieno esercizio dell'attività di impresa, anche e soprattutto finalizzato al realizzo degli attivi che consentano il soddisfacimento dei creditori concorsuali.

Ai fini del presente elaborato si ritiene sufficiente la parziale illustrazione suesposta delle fondamenta dell'istituto. Infatti, il concordato preventivo, in misura senz'altro maggiore rispetto agli altri due strumenti di composizione della crisi esaminati, si presenta come un possibile *mare magnum* del quale dissertare nelle più disparate direzioni.

Tuttavia, quello che emerge chiaramente dagli interventi e dalle modifiche legislative introdotte negli ultimi anni alla disciplina concorsuale in generale, e nello specifico in riferimento a quella concordataria, è l'evidente ampliamento degli strumenti negoziali della crisi con il dichiarato obiettivo di salvaguardare la preservazione e il

⁶⁹ Sul punto, PASTORE M.P., JEANTET L., BASSO L., VAROLI A., *Op. Cit.*, pag. 59, sostengono che riguardo a questo profilo, le modificazioni attuate dal legislatore che hanno interessato la disciplina del "silenzio assenso" ai fini dell'approvazione della proposta di concordato, nonché le nuove previsioni penalistiche degli artt. 236 e 236-bis L. Fall., possono comportare modifiche sostanziali nella strategia aziendale di superamento della crisi, in alcuni casi ritardando l'appalesamento della momentanea situazione di crisi, per il timore di minori possibilità di successo della proposta di concordato; tutto ciò con la conseguenza che è lecito chiedersi se il concordato, specie nella sua declinazione liquidatoria, sia ancora uno strumento effettivo di soluzione di una crisi di impresa.

mantenimento dei valori aziendali anche nell'interesse dei creditori come diffusamente anticipato in apertura della presente analisi.

In particolare, preme evidenziare come, gli aspetti che, *ictu oculi*, possono far propendere per ritenere disagevole l'utilizzo di questo strumento per la composizione della crisi d'impresa, quali la forte ingerenza giurisdizionale e lo spiccato rigore procedimentale, si rivelano, in realtà, due punti di forza dell'istituto. In un ordinamento giuridico quale quello Italiano, caratterizzato per la sua rigidità legislativa, i tratti distintivi testé accennati finiscono col presentarsi come possibili punti di appoggio cui rivolgersi nell'affrontare rapporti giuridici, sfumati e vorticosi quali sono quelli che s'intersecano nell'attività di un'impresa che versi in stato di crisi.

2. Strumenti di nuova finanza alle imprese nei processi di risanamento

Esposto il quadro normativo all'interno del quale l'imprenditore può muoversi nella risoluzione della crisi d'impresa, e avendo posto l'accento su quali siano i punti critici di questo sistema di tutele, di pesi e contrappesi, che il legislatore ha confusamente disegnato, è possibile passare alla disamina della questione concernente la crisi d'impresa secondo un approccio diverso:

- (i). dal punto di vista endogeno dell'impresa/imprenditore e, quindi, con gli strumenti a sua disposizione ricompresi nelle cornici esposte al capitolo 1 *supra*;
- (ii). dal punto di vista esogeno dei creditori dell'impresa e, di come essi possano intervenire nell'erogare nuova finanza per il tramite di strumenti alternativi, quali gli SFP – Strumenti Finanziari Partecipativi;
- (iii). Esaminando il potenziale apporto del *private equity* e del *venture capital* nelle operazioni di ristrutturazione.

* * *

2.1 Finanziamenti erogati alle imprese in crisi ex L. Fall.

Subito dopo l'intervento riformista della legge fallimentare del 2005/2007, è apparso chiaro che la principale forma di tutela per la nuova finanza era rappresentata dalla sola esenzione dal rischio della revocatoria fallimentare assicurata agli atti, ai pagamenti e alle garanzie poste in essere “in esecuzione” di un piano attestato, di un accordo di ristrutturazione omologato o di un concordato preventivo, al fine di appalesare anche solo la possibilità di beneficiare di una qualche forma di prededucibilità, nel caso di successivo fallimento⁷⁰. Infatti, per tutto ciò che riguardava i crediti sorti nell'alveo di

⁷⁰ In argomento, CARMELLINO, *Primi spunti sulla prededucibilità ex art. 182-quinquies, primo comma, negli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Fallimento*, 2013, pag. 862 ss., al quale si rinvia per i riferimenti dottrinali e giurisprudenziali sull'argomento. In merito alla possibilità di riconoscere una forma di prededuzione anche al di fuori della procedura fallimentare v. AMBROSINI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti e finanziamenti alle imprese in crisi*, Bologna, 2012, pag. 139 s.; ARATO, *Il finanziamento dell'impresa negli accordi di ristrutturazione e nel concordato: profili giuridici*, in *Nuove regole in tema di crisi d'impresa*, Atti del Convegno Paradigma, 19-21 settembre 2012, pag. 16, il quale «ritiene che l'esenzione operi solo con riferimento agli atti (tipicamente, pagamenti, garanzie, ma anche dismissioni di asset) che siano stati specificamente previsti nel piano ex art. 161 l. fall., ivi compresi i pagamenti ai creditori non aderenti all'accordo, in quanto comunque compiuti in esecuzione dell'accordo di ristrutturazione»; LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, Milano, 2011, pag.391 s.

uno degli strumenti non fallimentare anzidetti, si trovava conforto solo nel secondo comma dell'art. 111 L. Fall., secondo cui *“sono considerati crediti prededucibili quelli così qualificati da una specifica disposizione di legge, e quelli sorti in occasione o in funzione delle procedure concorsuali di cui alla presente legge; tali debiti sono soddisfatti con preferenza ai sensi del primo comma n. 1)”*⁷¹.

Tuttavia, tale disposizione è stata oggetto di diverse censure in dottrina⁷², doglianze che, in particolare, evidenziavano proprio la genericità della sua formulazione.

Allo stato, invece, secondo l'orientamento anche giurisprudenziale via via formatosi, per quanto riguarda la locuzione *“sorti in occasione o in funzione”* si è soliti fare riferimento tanto ai crediti maturati durante il concordato preventivo (criterio cronologico), quanto a quelli sorti anteriormente all'ammissione alla procedura ma ad essa finalizzati in virtù di un nesso di funzionalità (criterio teleologico)⁷³.

Sul punto, mette conto evidenziare altresì che, secondo l'orientamento cui s'intende aderire: il nesso di funzionalità *“è rappresentato dalla diretta strumentalità ai fini dell'avvio della procedura alternativa”*⁷⁴.

Sulla base di un siffatto contesto normativo, solo con la novella del 2010 (D.L. 78/2010 conv. in L. 122/2010), che ha introdotto l'art. 182-*quater* L. Fall. il quale concedeva,

⁷¹ Cass. Civ., 14 febbraio 2011, n. 3581, in *Giust. civ. Mass.* 2011, 2, 238 secondo cui *«avendo il concordato preventivo funzione meramente liquidatoria, rispetto alla quale è estranea (in quanto soltanto eventuale) la continuazione dell'esercizio dell'impresa da parte del debitore, i crediti nascenti da obbligazioni contratte nel corso della procedura concordataria, in caso di successivo fallimento, non possono essere soddisfatti in prededuzione e sono suscettibili, ricorrendone i presupposti, di revocatoria fallimentare»*.

⁷² In tal senso MIELE e PEZZANO, *sub art.* 111 L. Fall., in FERRO, *Op. Cit.* Padova, 2011, pag. 1319 e pag. 1542; SILVESTRINI, *sub art.* 111 L. Fall., in NIGRO-SANDULLI-SANTORO, *Op. Cit.*, pagg. 1551 ss..

⁷³ Cfr. *ex multis* Cass. Civ., 5 marzo 2014, n. 5098, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2014, 2, 384 secondo cui *«in caso di consecuzione tra la procedura di concordato preventivo e quella di fallimento, il disposto dell'articolo 111, comma 2, l. fall., come modificato dal decreto legislativo n. 5 del 2006, consente di riconoscere, con le modalità previste dall'articolo 111-bis l. fall., la prededuzione non soltanto ai crediti sorti in occasione, cioè durante il corso delle procedure stesse, bensì anche quelli sorti anteriormente, ma funzionali alla procedura»*; Cass. Civ., 24 gennaio 2014, n. 1513, in *Guida al diritto* 2014, 14, 48 (s.m): *«i criteri cronologico (“in occasione”) e funzionale (“in funzione”), utilizzati nell'attuale formulazione dell'art. 111, comma 2, l. fall., per l'individuazione dei crediti prededucibili, devono intendersi quali criteri alternativi ed autonomi»*, fermo restando che *«ai fini dell'individuazione dei crediti prededucibili in quanto sorti “in occasione” di una procedura concorsuale, di cui all'art. 111 co. 2 l. fall., il criterio cronologico deve essere integrato con quello, soggettivo, della riferibilità del credito all'attività degli organi della procedura, non potendosi considerare prededucibili, per il solo fatto di essere sorti in occasione della procedura, i crediti conseguenti ad attività del debitore non funzionali ad esigenze della stessa»*, mentre *«ai fini dell'individuazione dei crediti prededucibili in quanto sorti “in occasione” di una procedura concorsuale, di cui all'art. 111 co. 2 l. fall., la funzionalità rispetto alle esigenze della procedura non può costituire un criterio integrativo di quello cronologico della occasionalità, perché tale funzionalità è autonomamente considerata come causa della prededucibilità dei crediti»*.

⁷⁴ COPPOLA, *sub art.* 111 L. Fall., MAFFEI ALBERTI, *Op. Cit.*, pag. 779.

nella sua versione originaria, la prededuzione, oltre ai crediti derivanti dai finanziamenti effettuati (soltanto) da banche, intermediari finanziari e soci “*in esecuzione*” di un concordato preventivo o di un accordo di ristrutturazione omologato, anche a quelli effettuati “*in funzione*” della presentazione della domanda di ammissione ad una procedura di concordato preventivo o di omologazione di un accordo di ristrutturazione purché i relativi finanziamenti fossero previsti, rispettivamente, nel piano di concordato o nell'accordo e purché la prededuzione fosse espressamente disposta nel provvedimento giudiziale di accoglimento del ricorso di concordato ovvero purché l'accordo fosse omologato.

A questo proposito, si osservi sin d'ora che, in modo alquanto singolare, sebbene la novella del 2010 avesse consentito al debitore in crisi di poter anticipare gli effetti connessi alla presentazione di una domanda per l'omologa di un accordo di ristrutturazione anche alla fase prodromica alla sua stipulazione sulla base di semplici trattative in corso di negoziazione (come diffusamente anticipato *supra* Cap. 1.2 e sul punto cfr. art. 182-*bis*, co. 6, L. Fall.), la possibilità di assicurare il beneficio della prededucibilità *ex art. 182-quater*, co. 2, L. Fall. ai finanziamenti erogati in funzione della presentazione di un siffatto ricorso anticipato era tutt'altro che pacifica, tenuto conto del tenore letterale della norma - peraltro rimasto inalterato anche a seguito della novella del 2012 - che circoscrive(va) l'operatività della regola di cui all'art. 182-*quater*, co. 2, L. Fall. ai soli “*crediti derivanti da finanziamenti erogati in funzione della presentazione [...] della domanda di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti*”.

Ma oltre al profilo dell'applicabilità dell'art. 182-*quater*, co. 2, L. Fall. alla fattispecie appena descritta, la dottrina⁷⁵ ha criticato la norma citata anche per la circostanza che la concessione del beneficio della prededuzione veniva (e tuttora viene) subordinato ad un evento incerto e successivo alla presentazione del ricorso di accesso alla procedura:

⁷⁵ MUNARI, *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione*, Milano, 2012, pag. 227; AMBROSINI, *Profili civili e penali delle novità introdotte dalla l. 30 luglio 2010, n. 122, in materia di soluzioni negoziate delle crisi d'impresa*, in *Crisi di impresa: casi e materiali*, BONELLI (a cura di), Milano, 2011, pag. 195; *Id.*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, JORIO e FABIANI (diretto da), *Op. Cit.*, pag. 1173.

ossia l'emissione di un provvedimento giudiziale avente ad oggetto l'ammissione del concordato preventivo o l'omologa dell'accordo di ristrutturazione.

Così facendo, il legislatore ha finito per rendere oltremodo aleatoria la possibilità di avvalersi del suddetto beneficio, finendo inevitabilmente per dissuadere i potenziali finanziatori dall'erogare nuova finanza prima che fosse stato emesso il provvedimento in questione.

Si spiega, in tal modo per quale ragione, di fatto, l'istituto della c.d. “finanza-ponte” (da taluni⁷⁶ chiamata anche “finanza-interinale”) risulta oggi scarsamente utilizzato dalla prassi. Forse anche in considerazione di tali rilievi dottrinali, a distanza di soli due anni dal precedente intervento il legislatore è nuovamente intervenuto in materia attraverso il D.L. 83/2012 conv. in l. 134/2012, che ha nuovamente modificato l'art. 182-*quater* L. Fall. e ha introdotto il nuovo art. 182-*quinquies* L. Fall., deputato, tra l'altro (11), a disciplinare la c.d. “finanza strumentale”, ossia le erogazioni di nuova finanza poste in essere nel durante di una procedura di concordato preventivo o di omologa di un accordo di ristrutturazione.

Al fine di dare uno sguardo d'insieme all'attuale contesto normativo, a seconda del momento in cui il finanziamento viene convenuto ed erogato è possibile distinguere tre diverse ipotesi di nuova finanza:

- i finanziamenti previsti dall'art. 182-*quater*, co. 2, L. Fall. c.d. “finanziamenti ponte”;
- i finanziamenti di cui all'art. 182-*quinquies*, co. 1 e 3, L. Fall., c.d. “finanziamenti autorizzati” o “finanziamenti interinali”;
- i finanziamenti disciplinati dall'art. 182-*quater*, co. 1, L. Fall., c.d. “finanziamenti in esecuzione” del concordato.

I “finanziamenti ponte”, erogati in funzione della presentazione ed ammissione della proposta concordataria o dell'accordo *ex art.* 182-*bis* L. Fall. e quelli “in esecuzione”

⁷⁶ COSTA, *Procedure di salvataggio delle imprese, azione revocatoria e prededuzione nelle recenti evoluzioni normative*, in *La riforma della legge fallimentare*, FORTUNATO, GIANNELLI, GUERRERA e PERRINO (a cura di), Milano, 2011, pagg. 29 ss..

possono essere erogati in qualsiasi forma e da chiunque e, quindi, sia da terzi che da soci.

Entrambi costituiscono crediti da soddisfarsi in prededuzione, con l'unica precisazione che, mentre con riferimento ai "finanziamenti in esecuzione" del concordato è la stessa norma a prevedere la prededuzione *ex art. 111, co. 1, L. Fall.*, nel caso dei "finanziamenti ponte" la prededuzione è subordinata alla previsione dello stesso finanziamento nel piano concordatario e deve essere espressamente disposta nel provvedimento del tribunale di ammissione alla procedura di concordato preventivo⁷⁷.

Una diversa disciplina è, invece, prevista per i finanziamenti successivi alla presentazione della domanda di concordato c.d. "finanziamenti autorizzati" che costituiscono una vera e propria ipotesi di "finanza interinale" e sono stati specificamente disciplinati con l'introduzione, da parte del D.L. 22 giugno 2012, n. 83 convertito in legge con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012, n. 134, dell'art. 182-*quinquies* L. Fall. e, poi, con l'aggiunta del terzo comma, ad opera del D.L. 27 giugno 2015, n. 83 convertito nella L. 6 agosto 2015, n. 132, che prevede una particolare procedura di autorizzazione in via d'urgenza al fine di tutelare l'azienda da un pregiudizio grave ed irreparabile.

Anche in questo caso per i suddetti finanziamenti è stato chiaramente previsto lo strumento incentivante della prededuzione ma la vera peculiarità dell'istituto è insita nella specifica disciplina dello stesso che è diretta a potenziare quelle procedure volte al superamento dello stato di crisi e ad alla ristrutturazione del debito al fine di scongiurare il fallimento.

Con specifico riguardo al concordato preventivo, poi, mette conto osservare che, la possibilità di accedere a nuova finanza può rendere maggiormente appetibile la proposta concordataria incrementando le probabilità di successo della procedura. Infatti, ove il concordato meramente liquidatorio, la proposta risulterà più conveniente per i creditori che potranno, quindi, trovare soddisfazione su beni verso cui, diversamente, in uno

⁷⁷ BELTRAMI, *La disciplina dei finanziamenti alle imprese in crisi nelle operazioni di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, I, 2015.

scenario fallimentare, non avrebbero potuto vantare alcun diritto. Nel caso di concordato con continuità aziendale, invece, la nuova finanza, nella maggior parte dei casi, è il mezzo che garantirà l'esercizio dell'attività aziendale e, quindi, consentirà all'impresa di continuare la propria attività e di produrre, eventualmente, anche ulteriori utili rispetto a quelli previsti nel piano concordatario.

In ogni caso la finanza esterna può costituire lo strumento per offrire ai creditori chirografari quella percentuale minima di soddisfacimento che, senza alterare l'ordine delle cause di prelazione di cui all'art. 160, comma 2, l. fall., concorre a realizzare, nei concordati liquidatori, la causa concreta della proposta di concordato.

Tale esigenza è tanto più attuale alla luce dell'introduzione di un quarto comma all'art. 160, L. Fall., ad opera dell'art. 4 del D.L. 27 giugno 2015, n. 83 in sede di conversione con la L. 6 agosto 2015, n. 132, entrata in vigore il 21 agosto 2015, che dispone, ai fini dell'ammissibilità della proposta di concordato preventivo, il pagamento di almeno il venti per cento dell'ammontare dei crediti chirografari. E' previsto, poi, espressamente dalla disposizione in questione che la stessa non si applichi al concordato con continuità aziendale di cui all'articolo 186-*bis* L. Fall..

L'individuazione dei potenziali vincoli della finanza esterna è un dato assolutamente essenziale ai fini di un uso strategico delle risorse per il pagamento di particolari creditori o di particolari classi di creditori. Infatti, tale tipo di risorse, nei limiti di seguito esposti, può essere utilizzato liberamente, senza dover quindi soggiacere al rispetto delle regole che disciplinano la responsabilità patrimoniale del debitore e la partecipazione dei creditori al concorso, che in ambito concordatario trova la disciplina nell'art. 160, co. 2, L. Fall., laddove è stabilito che *“il trattamento stabilito per ciascuna classe non può avere l'effetto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione”*.

Nei casi in cui le risorse esterne soddisfano il principio di neutralità⁷⁸, non comportando quindi una variazione dello stato patrimoniale del debitore, le stesse possono essere impiegate liberamente.

⁷⁸ La nozione di finanza esterna fornita dalla giurisprudenza di legittimità (cfr. Cass. Civ., 8 giugno 2012, n. 9373, in *Foro it.*, 2012, I, 2671) si fonda sulla neutralità dell'apporto del terzo rispetto allo stato patrimoniale della

Autorevole dottrina⁷⁹, ha poi osservato che, nel momento in cui la finanza esterna che non rientra nel patrimonio del debitore viene impiegata per il soddisfacimento di un creditore, essa non va poi ad alterare l'ordine delle cause di prelazione dovendosi comunque ricondurre la fattispecie all'adempimento del terzo.

Preso atto, dunque, che nei limiti suesposti è possibile addirittura andare ad incidere sul principio della parità di trattamento tra i creditori, andando a prevedere trattamenti differenziati tra creditori discendenti da classi diverse, la dottrina si è poi interrogata sulla possibilità di prevedere trattamenti differenziati tra creditori appartenenti alla medesima classe.

Sul punto si registrano due opposti orientamenti.

Secondo un primo orientamento⁸⁰ l'obbligo di parità di trattamento tra creditori appartenenti alla medesima classe opererebbe solo con riferimento al patrimonio del debitore con la conseguenza che, in caso di attribuzione delle risorse esterne solo ad alcuni creditori, la diversità di soddisfacimento dei medesimi creditori non imporrebbe l'inserimento in una classe separata.

Diversamente altra dottrina⁸¹ sottolinea la necessità di garantire l'omogeneità dell'interesse dei creditori appartenenti alla stessa classe e la genuinità nell'espressione del diritto di voto con l'inserimento in classi separate, il tutto in ossequio del principio, ribadito nel concordato, della *par condicio creditorum* in forza del quale i creditori appartenenti alla stessa classe devono ricevere un eguale trattamento. La necessità di garantire l'omogeneità di trattamento dell'interesse dei creditori alla classe è presupposto per l'applicazione del principio di maggioranza all'interno della stessa classe.

società debitrice e, quindi, conseguentemente si è in presenza di finanza esterna esclusivamente in quei casi in cui le risorse del terzo non comportano né un incremento dell'attivo, sul quale i crediti privilegiati dovrebbero in ogni caso essere collocati secondo il loro grado, né un aggravio del passivo, con il riconoscimento di ragioni di credito a favore del terzo.

⁷⁹ BIANCHI, *L'utilizzo della "nuova finanza" e il necessario rispetto dell'ordine legale delle prelazioni*, in *Fall.* 2012, 1409; BOZZA, *L'utilizzo di nuova finanza nel concordato preventivo e la partecipazione al voto dei creditori preferenziali incapienti*, in *Fall.*, 2009, pag.1439; CENSONI, *Concordato preventivo e nuova finanza*, in *Fall.*, 2014, pag. 377.

⁸⁰ NARDONE, *sub art. 163*, L. Fall., in NIGRO - SANDULLI - SANTORO (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, Torino, 2010, pag. 99.

⁸¹ AMATORE, *Finanza esterna nel concordato preventivo*, in *Giustiziacivile.com*, 7 gennaio 2015, pag. 14.

Alla luce di siffatte considerazioni, quindi, sempre tenendo in considerazione gli aspetti rilevante per la nuova finanza, la circostanza che è possibile inserire in classe separata il creditore destinatario unico della finanza esterna, perché portatore di un interesse proprio ed esclusivo rispetto a quello sussistente in capo agli altri creditori, rappresenta sicuramente un *plus* non irrilevante.

In tema di concordato preventivo con continuità aziendale, poi, si ravvisa un evidente vincolo di destinazione dell'eventuale *surplus* finanziario che possa derivare dalla continuazione dell'attività. Infatti, in tale ipotesi è ragionevole ritenere che gli ulteriori utili ricavati non possano considerarsi alla stregua di finanza esterna, seppur con riferimento ad una sorta di cristallizzazione dell'attivo e del passivo fallimentare, e quindi liberamente utilizzabile, bensì debbono necessariamente inquadarsi nell'alveo dell'art. 2740 c.c. come bene futuro rientrante nel patrimonio del debitore e, quindi, assoggettato alla disciplina dell'art. 2741 c.c., tanto più che il *surplus* finanziario avrebbe generato quella variazione dello stato patrimoniale che non renderebbe più neutrale la risorsa con riferimento al patrimonio del debitore.

Nell'ambito dei concordati con continuità aziendale, ferma restando la possibilità di accedere ai "finanziamenti ponte" e ai "finanziamenti in esecuzione" del concordato la più significativa previsione di finanziamento è senz'altro quella dei "finanziamenti interinali" dal momento che può costituire per la società uno strumento di salvaguardia del complesso aziendale proprio in virtù della continuazione dell'attività aziendale.

Il legislatore del 2015 con l'introduzione del comma 3 dell'art. 182-*quinquies*, L. Fall., ha previsto che il debitore che presenta una domanda di ammissione al concordato preventivo ai sensi dell'art. 161, co. 6, L. Fall., anche in assenza del piano di cui all'art. 161, co. 2, lett. e), L. Fall., o una domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-*bis*, co. 1, L. Fall., o una proposta di accordo ai sensi dell'art. 182-*bis*, co. 6, L. Fall., può chiedere al tribunale di essere autorizzato in via d'urgenza a contrarre finanziamenti, prededucibili ai sensi dell'art. 111, L. Fall. funzionali a urgenti necessità relative all'esercizio dell'attività aziendale.

Il riconoscimento della prededuzione presuppone quindi, nella fattispecie, l'autorizzazione da parte del tribunale a contrarre il finanziamento.

Il legislatore con la mini riforma del 2015 ha inteso predisporre una disciplina ed una procedura apposita, improntata sull'urgenza, per permettere alle imprese in crisi di ottenere, nelle more tra il deposito domanda c.d. prenotativa ed il termine assegnato dal tribunale ai sensi dell'art. 161, co. 6, L. Fall., per il deposito del piano concordatario e della documentazione, dei finanziamenti necessari per garantire la continuazione dell'attività (si pensi alla necessità di ottenere finanziamenti per il pagamento dei fornitori strategici, dei dipendenti ovvero all'acquisto dei beni da impiegare nel ciclo produttivo).

Il ricorso che contiene la domanda di autorizzazione deve specificare, in primo luogo, la destinazione dei finanziamenti e la circostanza che il debitore non sia in grado di reperire altrimenti tali finanziamenti nonché il fatto che, in assenza dei finanziamenti, l'azienda sarebbe sottoposta ad un pregiudizio imminente ed irreparabile⁸².

Sul ricorso il tribunale decide con decreto motivato dopo aver assunto sommarie informazioni sul piano e sulla proposta in corso di elaborazione e dopo aver sentito il commissario giudiziale se nominato ed eventualmente ed informalmente i principali creditori.

I finanziamenti di cui al terzo comma dell'art. 182-*bis*, L. Fall., proprio perché necessitano di una concessione urgente, diversamente da quelli previsti al primo comma del medesimo articolo, non richiedono alcuna attestazione del professionista.

Ed invero con riferimento ai finanziamenti autorizzati ai sensi dell'art. 182-*quinquies*, co. 1, L. Fall., la richiesta di autorizzazione deve essere, infatti, accompagnata dalla relazione di un professionista designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, co. 3, lett. d), L. Fall. che, verificato il complessivo fabbisogno dell'impresa

⁸² LAMANNA, *La miniriforma (anche) del diritto concorsuale secondo il decreto "contendibilità e soluzioni finanziarie" n. 83/2015*, in www.ifallimentarista.it; DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Milano, 2011, 240 ss.; ZAPPALÀ, *Nuova finanza e cause di prelazione nei concordati preventivi*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 437.

sino all'omologazione, attesti che i finanziamenti siano funzionali alla migliore soddisfazione dei creditori.

La mancanza di tale attestazione comporterebbe, invero, l'inammissibilità dell'istanza di autorizzazione (in tal senso cfr. Trib. Milano, 18 settembre 2014, in *www.ilcaso.it*).

Sulla possibilità di richiedere l'autorizzazione alla stipula del finanziamento successivamente all'erogazione dello stesso finanziamento, questione di limitato rilievo pratico considerato che difficilmente un soggetto decide di finanziare un'impresa senza avere la certezza della prededucibilità del credito e che al massimo verrebbe stipulato un finanziamento sottoposto alla condizione sospensiva del rilascio dell'autorizzazione la giurisprudenza di merito (Trib. Milano, 23 febbraio 2013, in *Fall.*, 2013, 859) ha comunque ritenuto possibile una sorta di riqualificazione dell'originaria domanda di autorizzazione e la ratifica della stipula dei finanziamenti.

Il legislatore ha inoltre disposto che il tribunale possa autorizzare il debitore a concedere pegno, ipoteca o, cedere crediti a garanzia dei finanziamenti erogati (la possibilità di concessione di una garanzia e quindi anche di un credito commerciale è stata introdotta dal D.L. 27 giugno 2015, n. 83 in sede di conversione con la L. 6 agosto 2015, n. 132). La finanza interinale "urgente" presuppone una prospettiva di concordato preventivo in continuità aziendale (anche in una versione provvisoria preconcordataria) o un accordo di ristrutturazione dei debiti al fine appunto di garantire e tutelare, nell'interesse dei creditori, l'attività aziendale. Diversamente non è da escludere che i finanziamenti autorizzati di cui al comma 1 dell'articolo in esame possano trovare applicazione anche con riferimento ai concordati liquidatori. In quest'ultimo caso, però, l'assenza di un'attività aziendale in essere, dovrebbe comportare, a rigore di logica, una rigida valutazione del requisito della migliore soddisfazione dei creditori⁸³.

⁸³ VECCHIONE, *La finanza esterna nel concordato preventivo con continuità aziendale*, in *Altalex*, 2016: <http://www.altalex.com/documents/news/2016/06/16/la-finanza-esterna-nel-concordato-preventivo-con-continuita-aziendale>.

In dottrina si discute se le disposizioni contenute nei primi tre commi dell'art. 182-*quinquies*, L. Fall., riguardino qualsiasi tipo di concordato ovvero esclusivamente il concordato con continuità aziendale.

Secondo un primo orientamento⁸⁴ le disposizioni in esame dovrebbero applicarsi a qualsiasi tipo di concordato e, quindi, anche a quello meramente liquidatorio. Diversamente altra dottrina⁸⁵ ritiene che, potendo il finanziamento essere autorizzato solo successivamente alla verifica del complessivo fabbisogno finanziario dell'impresa sino all'omologazione, il presupposto per l'applicazione della norma è la continuazione dell'attività per tutta la durata del concordato preventivo. Del medesimo avviso sembra essere anche quella dottrina⁸⁶ per la quale le norme in questione, pur in assenza di un'espressa indicazione, devono ritenersi incompatibili con la liquidazione atomistica del patrimonio del debitore.

Relativamente al contenuto dell'attestazione di cui al primo comma dell'art. 182-*quinquies*, L. Fall., la giurisprudenza di merito (cfr. Trib. Bergamo, 26 giugno 2014, in *www.ilcaso.it*) ha ritenuto che la stessa dovrà avere ad oggetto la convenienza per i creditori, in termini di concrete prospettive di soddisfacimento, della dilatazione dell'esposizione debitoria della società in crisi conseguente alla contrazione di debiti prededucibili. Tale convenienza non può che derivare dall'entità degli utili derivanti dalla prosecuzione dell'impresa (consentita dai finanziamenti) o dall'accrescimento del valore dei beni che possono essere ultimati soltanto grazie alla finanza nuova. Allo scopo di garantire i creditori da una possibile violazione della loro garanzia patrimoniale, la convenienza dovrà, pertanto, risolversi in una prospettiva di soddisfacimento secondo percentuali più favorevoli.

Un'ulteriore divergenza tra le due previsioni di finanziamento risiede infine nell'orizzonte temporale.

⁸⁴ BALESTRA, *Concordato, assoggettabilità delle società partecipate da enti pubblici e prededucibilità del finanziamento dei soci*, in *Fall.*, 2013, pag.1282 s.s.; TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. soc.*, 2013, pag. 1153.

⁸⁵ CENSONI, *Op. cit.*, 377 e ss..

⁸⁶ NIEDDU ARRICA, *Finanziamento e sostenibilità nell'indebitamento dell'impresa in crisi*, in *Giur. Comm.*, 2013, pag. 826.

Il termine massimo per la richiesta di autorizzazione del “finanziamento urgente” è infatti la scadenza del termine fissato dal tribunale ai sensi del sesto comma dell’art. 161, L. Fall. o, al più tardi, sino all’udienza di omologazione di cui all’art. 182-*bis*, co. 4, L. Fall., o alla scadenza del termine di cui all’art. 182-*bis*, co. 7, L. Fall.

Successivamente alla scadenza dei termini di cui sopra il debitore potrà, quindi, richiedere, esclusivamente i finanziamenti di cui all’art. 182-*quinqüies*, co. 1, L. Fall., così come dovrà richiederli nei casi in cui, pur nei limiti temporali, non sussistano i presupposti d’urgenza richiesti dal comma 5 della norma in esame.

Non sembrano esserci dubbi in dottrina⁸⁷ sul fatto che la richiesta di autorizzazione alla stipula dei finanziamenti di cui all’art. 182-*bis*, co. 1, L. Fall., possa essere depositata anche successivamente alla domanda di concordato con un’apposita istanza.

Con riferimento, infine, ai rapporti intercorrenti tra all’art. 182-*bis*, L. Fall. e l’art. 167, co. 2, L. Fall., la giurisprudenza di merito (cfr. Trib. Modena, 16 dicembre 2014, in *www.ilcaso.it*) ha chiarito che l’autorizzazione a contrarre finanziamenti prededucibili, in epoca successiva al decreto di ammissione e prima dell’omologazione del concordato preventivo, può essere conseguita esclusivamente ai sensi dell’art. 182-*quinqüies*, co. 1, L. Fall., producendo l’apposita attestazione ivi richiesta, e non anche ai sensi dell’art. 167, co. 2, L. Fall., a titolo di mutuo, in quanto quest’ultima norma, di carattere generale, deve ritenersi derogata dalla prima.

Il tentativo del legislatore di perfezionare la disciplina dei finanziamenti alle imprese in stato di crisi è senz’altro apprezzabile ma non tiene conto del fatto che nella prassi le banche sono restie nel concedere credito ad un’impresa in crisi in considerazione del rischio, in caso di susseguente fallimento, che il credito non venga riconosciuto prededucibile, in sede di verifica dello stato passivo, sulla scorta di un successivo giudizio sull’insussistenza dei requisiti necessari per ottenere l’autorizzazione e la conseguente prededuzione. *De jure condendo* sarebbe opportuno, in tal senso, inserire un riferimento alla definitività del beneficio della prededuzione e, quindi, come se si

⁸⁷ NIGRO - VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese. Op. Cit.*, pag. 406.

tornasse, ancora una volta, al punto di partenza, è davvero la prededuzione l'unico scudo e incentivo per l'erogazione di nuovo credito all'impresa in crisi?

A conclusione di queste riflessioni, si può concordemente affermare che, uno dei principali difetti delle opportunità di finanziamento descritte risiede nella circostanza che esse trovano applicazione pur sempre in ritardo, quando cioè l'impresa sia già in una crisi conclamata, spesso in stato di vera e propria insolvenza⁸⁸.

In questa fase avanzata, il finanziamento - quand'anche concesso - potrebbe non essere sufficiente per consentire il risanamento dell'impresa e, ritardando la dichiarazione di fallimento, potrebbe anzi contribuire alla distruzione del valore aziendale anziché conservarlo. L'obiettivo da perseguire in via legislativa non può dunque essere solo quello di agevolare l'imprenditore in crisi a entrare nell'ombrello protettivo del concordato e a valersi delle relative opportunità di finanziamento, ma deve anche consistere nella creazione delle condizioni affinché questo ingresso intervenga in una fase iniziale della crisi⁸⁹. Da questo punto di vista, centrali anche per il finanziamento dell'impresa e per le sue prospettive di risanamento sono le misure di allerta e prevenzione recentemente introdotte dalla Riforma della Legge Fallimentare approvata dal senato il 12 ottobre 2017 e i cui effetti, ad oggi, non sono ancora visibili⁹⁰.

⁸⁸ Con riferimento all'accesso al concordato lo nota, da ultimo, FABIANI, *L'ipertrofica legislazione concorsuale fra nostalgie e incerte contaminazioni ideologiche*, reperibile sul sito www.ilcaso.it, p. 9.

⁸⁹ Cfr., per la rilevanza del «fattore tempo» nell'accesso alla procedura di concordato, SANDULLI, *Il tempo è denaro (anche nelle procedure concorsuali)*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum PIETRO Abbadessa*, diretto da CAMPOBASSO, UTET, Torino, 2014, pagg. 2763 e 2767.

⁹⁰ Per un contributo sulle procedure di allerta e di composizione assistita recentemente introdotte dalla Riforma Fallimentare del 2017, si v. PELLEGGATTA, *“La riforma della normativa sulla crisi d'impresa e dell'insolvenza: le procedure di allerta e di composizione assistita”*, in *Crisi d'impresa e Fallimento*, 8 marzo 2017.

2.2 Riflessi della crisi sugli assetti proprietari

Come del resto si è già ampiamente chiarito, poiché l'insolvenza è uno dei possibili esiti dell'attività d'impresa (certamente non atteso ma nemmeno eccezionale), salvo quando l'imprenditore abbia attuato condotte illecite, esso non deve implicare valutazioni negative da parte dell'ordinamento.

L'imprenditore ha compiuto con soggetti consapevoli (i suoi creditori) un'operazione non solo consentita, ma addirittura incoraggiata dalla legge (la "scommessa" sul rendimento del capitale), che tuttavia non è andata a buon fine.

Proprio (e solo) per questo, il controllo sull'impresa può finire, quindi, col passare ai suoi creditori. Questo il tema sul quale s'impone una riflessione: nel momento in cui sorge la crisi d'impresa, in quali termini la sua attività deve essere svolta?

Ma non solo, com'è noto, il patrimonio aziendale funge da garanzia per il soddisfacimento dei creditori dell'impresa e, allo stesso tempo, il fine ultimo di una procedura concorsuale è quello di concretizzare il ripianamento della debitoria per un miglior soddisfacimento dei creditori dell'imprenditore fallito. Da questo parallelismo risulta ancor più evidente la necessità di un'analisi relativa alle interazioni intercorrenti tra il capitale sociale dell'impresa-società, da un lato, e la struttura finanziaria di un'impresa-società in stato di crisi.

In prima battuta, mette conto rilevare che, secondo autorevole dottrina⁹¹, quegli strumenti predisposti dal legislatore societario, relativamente alla disciplina sul capitale sociale⁹² debbono considerarsi presidio con funzione di allerta al momento in cui un'impresa si avvia verso la crisi. E proprio in tale momento, infatti, l'implementazione dell'organo amministrativo di un adeguato sistema di programmazione e monitoraggio della dinamica finanziaria diviene strumentale per il tempestivo accertamento dell'insolvenza (e il conseguente ricorso per l'apertura del fallimento ai sensi dell'art. 6, L. Fall. ovvero all'emersione della situazione di crisi).

⁹¹ STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. Soc.*, IV, 2012, p. 605 ss..

⁹² Ci si riferisce alla disciplina di cui agli artt. 2447 e 2482-ter c.c..

La tempestiva emersione delle crisi, ovviamente, costituisce elemento prodromico ad un'attenta analisi da parte dei soci affinché essi possano tempestivamente decidere (si da evitare il protrarsi dell'attività in condizione di tensione o di disequilibrio finanziario) se liquidare la società ovvero adottare i provvedimenti ragionevolmente idonei al suo risanamento.

Di conseguenza, gli obblighi di monitoraggio e di pianificazione gravanti sull'organo amministrativo assumono una rilevanza centrale in condizioni di "declino" ai fini del tempestivo accertamento della crisi o dell'insolvenza.

Inevitabilmente, un tema in stretta connessione con gli obblighi di monitoraggio e pianificazione che gravano sull'organo amministrativo, è quello inerente ai doveri cui riconnettere la necessità, nella fase di crisi, di una gestione conservativa dell'impresa. Ma più specificamente di una gestione che tenda al coinvolgimento dei soci (procedendo alla convocazione dell'assemblea) affinché essi possano essere messi nelle condizioni di adottare i provvedimenti che rispondano maggiormente alle esigenze di risanamento della società.

Pertanto, una gestione conservativa dell'impresa in fase di "declino", tesa ad un maggiore coinvolgimento della compagine sociale nella risoluzione della crisi (magari prevedendo l'eventualità di una delibera di aumento di capitale e, quindi, di apporto di nuova finanza da parte dei patrimoni personali dei soci) oltre a determinare una tendenziale anticipazione del momento a partire dal quale gli amministratori sono tenuti ad una gestione conservativa dell'impresa sociale⁹³, consente di colmare così, almeno in parte, i limiti sussistenti nella disciplina della riduzione del capitale per perdite che, sovente, si rivela quale "campanello d'allarme" non sufficientemente tempestivo⁹⁴.

Da tali considerazioni è quindi possibile concludere che sussiste un ulteriore presupposto di specifici doveri di condotta degli amministratori e dei soci suscettibili di

⁹³ BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 2008, p. 1084 ss..

⁹⁴ STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, pagg. 15 e ss.; MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La Società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007, pag. 515.

incidere sul grado di discrezionalità delle loro scelte relative alla struttura finanziaria della società.

Al riguardo, non è evidente che il compimento di atti gestori lesivi dell'integrità del patrimonio sociale, che dunque sono destinati ad aggravare il deficit patrimoniale della società, sono evidentemente contrari al principio di corretta gestione imprenditoriale⁹⁵ e soprattutto non conformi al canone della diligenza di cui all'art. 2392, co. 1, c.c..

Là dove la società versi in condizioni di crisi (non già sfociata nell'insolvenza), il dovere degli amministratori di considerare gli interessi dei creditori e di attenersi ad una gestione conservativa dell'impresa diretta principalmente alla preservazione della consistenza patrimoniale anziché a cogliere le occasioni di sviluppo può essere inoltre ricondotto alla disposizione dell'art. 2394 c.c., che sancisce la responsabilità degli amministratori verso i creditori *«per l'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale»*.

Giunti a questo punto emerge l'esigenza di prendere in considerazione il punto di vista degli altri attori della vicenda imprenditoriale: i creditori dell'impresa.

I creditori – presi come gruppo e non come singoli – hanno senz'altro un obiettivo comune: la massima valorizzazione del patrimonio del loro comune debitore, in qualunque modo essa possa essere attuata e fino al limite dell'importo complessivo dei loro crediti. Così, se l'impresa produce ricchezza, o comunque ha un valore positivo (anche nella prospettiva di una ristrutturazione, come sopra si è visto), è nell'interesse del gruppo dei creditori (non necessariamente dei singoli creditori)⁹⁶ continuarne l'esercizio; se invece essa distrugge ricchezza e non è suscettibile di tornare a produrne,

⁹⁵ Principio sancito dall'art. 2497 c.c. nell'ambito della disciplina della direzione e coordinamento e al quale in dottrina si riconosce portata generale, cfr. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, *Liber Amicorum*, ANTONIO PIRAS, Torino, 2010, pag. 841.

⁹⁶ Infatti i creditori con diritto di prelazione punteranno all'ottenimento di una liquidazione celere anche a scapito del massimo realizzo, mentre i creditori di grado chirografo nutrono maggiore interesse al massimo realizzo: detto conflitto può creare molteplici problemi ai gruppi di creditori che spesso si trovano a interagire nelle procedure concorsuali (ne sia un esempio il *“Chapter 11”*, in ragione del quale le lungaggini nell'esecuzione della procedura finiscono con l'essere attribuite alle difficoltà riscontrate nell'ottenimento del consenso di ciascun gruppo di creditori, nonché degli azionisti). Sull'argomento, diffusamente analizzato in dottrina, si vedano: BEBCHUCK, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, in *Harvard Law Review*, 1988 (101), p. 775 ss.; AGHION, HART, MOORE, *Improving Bankruptcy Procedure*, in *Washington University Law Quarterly*, 1994 (72), p. 849 ss..

è nel loro interesse cessarla. Quanto al patrimonio in genere, essi hanno interesse a che ciascun cespite sia valorizzato nel modo migliore possibile: i crediti dovrebbero essere monetizzati celermente e nella misura massima ottenibile, gli immobili non produttivi dovrebbero essere alienati al migliore acquirente, etc.

Passando dal particolare al generale, si può certamente dire che i creditori hanno interesse a che dal patrimonio del comune debitore sia tratta la massima utilità possibile, e che tale interesse, relativamente all'impresa (bene la cui valutazione è complessa e prospettica), si specifica nell'interesse alla continuazione o alla cessazione a seconda che essa valga più come complesso di beni in attività ("*going concern*") o come complesso di beni disaggregati.

La comunanza di interessi fra i creditori, tuttavia, non è sufficiente a renderli un gruppo coeso e in grado di esercitare efficacemente il controllo: da un lato, infatti, può esservi obiettiva incertezza sulle scelte da compiere, dall'altro lato, all'interno della categoria dei creditori possono coesistere interessi diversi.

Così, il creditore garantito da ipoteca capiente è sì rivelerà indifferente alla sorte del resto del patrimonio, ed avrà unicamente interesse a che l'oggetto della sua garanzia sia liquidato nel modo più celere e remunerativo possibile, anche se ciò possa recare danno agli altri creditori. In sintesi, i creditori, ancorché accomunati dall'interesse al massimo realizzo, non sono membri di una "associazione" precostituita e ben funzionante, quali sono invece i soci di una società, anche in liquidazione. Essi sono cioè dei controllanti "deboli".

Ma v'è di più. Ipotizziamo che, per effetto di perdite d'esercizio, il «cuscinetto» di capitale di rischio esistente al momento dell'erogazione del credito sia andato successivamente perduto. Si presenta a questo stadio della vita dell'impresa quella struttura finanziaria interamente fatta di debito che all'inizio sarebbe stata inaccettabile per i creditori. Tuttavia, mentre all'inizio il finanziatore aveva la scelta se far credito o meno, ora egli è «prigioniero» del debitore: è ormai il creditore che fornisce il vero capitale di rischio, ma è ancora il debitore che prende le decisioni circa l'impresa e che

può con il suo comportamento aggravare la situazione. Né d'altro canto la corsa dei creditori al recupero forzato del loro credito è in grado di eliminare il problema: essa, al contrario, lo aggrava, poiché può tradursi nella distruzione di quei valori economici sui quali, invece, gli stessi creditori facevano affidamento (il valore d'avviamento in *primis*).

Le procedure d'insolvenza intervengono esattamente per dare delle risposte al tipo di problema ora descritto. Esse infatti:

- (a) creano fra i creditori una comunanza di interessi che prima non esisteva, poiché qualunque creditore poteva aggredire il patrimonio e soddisfarsi interamente anche quando ciò lasciava gli altri parzialmente o totalmente insoddisfatti ed anche quando ciò riduceva l'ammontare complessivo del patrimonio da dividersi (si pensi all'espropriazione forzata di un bene strumentale suscettibile di produrre ricchezza). Il primo effetto di una procedura d'insolvenza, e forse quello che maggiormente la caratterizza rispetto ad altre forme di soddisfazione dei creditori, è infatti il divieto di azioni esecutive individuali⁹⁷ che impedisce azioni individualmente razionali ma collettivamente distruttive.
- (b) creano fra i creditori un'organizzazione di categoria, prevedendo la nomina di uno o più soggetti che li rappresentano (sia pure con varie funzioni e variamente denominati: commissario giudiziale, curatore, commissario straordinario, commissario liquidatore, comitato dei creditori, comitato di sorveglianza), e prevedendo forme di consultazione diretta e voto su alcune tipologie di decisioni. In questo modo la comunanza fra i creditori, sorta per effetto del divieto di azioni esecutive individuali, viene assistita dalla presenza di uno o più "enti esponenziali";

⁹⁷ Cfr. art. 51, 168 e 188 L. Fall., rispettivamente in materia di fallimento, concordato preventivo e amministrazione controllata; norme analoghe valgono per tutte le altre procedure d'insolvenza. La "forza" caratterizzante del divieto di azioni esecutive individuali – il c.d. *automatic stay* – è tale che proprio dalla sua esistenza si è desunta la natura concorsuale di procedure previste da leggi speciali. E' uno degli effetti principali che, specialmente con riferimento a quelle procedure definibili "in divenire" come il concordato *ex art. 161, co. 6, L. Fall.*, rappresenta necessaria protezione per consentire la predisposizione di un piano e, allo stesso tempo, consentire all'impresa di conservare il proprio patrimonio in vista dell'apertura della procedura. Si veda sul punto: GAMBINO, *I gruppi nelle procedure concorsuali minori*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 367 ss..

- (c) forniscono un quadro di regole certo – quanto completo e soddisfacente negli obiettivi è altra questione, che vedremo a tempo debito – tale da orientare l’operato dei diversi soggetti che intervengono nella gestione del patrimonio del debitore. Tali regole disciplinano sia l’operato dello stesso debitore, quando egli mantenga un limitato potere di gestione⁹⁸, sia quello dell’organo che venga nominato per sostituirlo in tutto o in parte;
- (d) risolvono conflitti fra i vari creditori aventi interessi diversi, ad esempio attribuendo la decisione sulla soluzione concordataria della crisi ai soli creditori chirografari, quando i creditori con prelazione non possano ritenersi pregiudicati (artt. 177 e 127 L. Fall, in materia di approvazione, rispettivamente, del concordato preventivo e fallimentare), oppure attribuendo al creditore pignoratizio il diritto di vendere la cosa data in pegno, salvo il diritto del curatore di riprenderne il possesso pagando il creditore (art. 53 L. Fall.).

Le forme con le quali vengono attuati il trasferimento del controllo e l’organizzazione della categoria variano nelle diverse procedure d’insolvenza: talvolta le decisioni vengono prese non dai creditori, ma da terzi nell’interesse dei creditori; talaltra le decisioni sono invece prese direttamente da loro. Ad esempio, l’amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi (d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270) produce un trasferimento quasi totale del controllo ai creditori, ma non ne “organizza” la categoria al contrario, l’amministrazione controllata (artt. 189 ss. L. Fall.) produce un trasferimento attenuato ma crea un’organizzazione più forte, che contempla anche il voto dei creditori a maggioranza.

Ovviamente, la diversa ingerenza esercitabile da parte dei creditori nel controllo dell’impresa, giustifica, al tempo stesso, sia la possibilità che essi siano disposti ad erogare ulteriore finanza all’impresa in crisi, poiché, appunto ricoprendo un ruolo primario anche nel controllo effettivo della *governance* societaria, potrà considerare

⁹⁸ Come accade nel concordato preventivo e nell’amministrazione controllata (artt. 167 e 188 L. Fall.) e come può accadere nella “prima fase” dell’amministrazione straordinaria, subito dopo la dichiarazione di insolvenza (art. 18 d.lgs. 270/1999).

maggiormente tutelato l'apporto di *fresh money* dal momento che molteplici, invece, sono le implicazioni di rischio finanziario e, non solo, che caratterizzano l'assistenza prestata ad un'impresa in crisi.

2.3 Gli strumenti finanziari partecipativi

Alla luce delle considerazioni da ultimo svolte nel paragrafo che precede, non si può prescindere da una disamina degli Strumenti Finanziari Partecipativi e dal ruolo che possono ricoprire nella composizione della crisi d'impresa.

S'è ampiamente chiarito che la crisi che ha vissuto il nostro sistema economico, e dal quale si sta faticosamente tentando di risalire, ha visto il frequente ricorso a operazioni di ristrutturazione del debito delle società, maturato in particolare, verso il sistema bancario.

Pertanto, l'esigenza di ricapitalizzazione delle società debentrici ha spinto all'utilizzo di ingenti quantitativi di denaro che, conseguentemente, ha stimolato la creazione di strumenti idonei che potessero consentire alle stesse banche di "controllare" le scelte gestionali delle società che beneficiano di questi piani di ristrutturazione e in concreto del denaro bancario.

Vi sono, ad esempio, casi in cui le banche pretendono la nomina di "propri uomini" nei ruoli manageriali "chiave" (ad esempio nel ruolo di *Chief Financial Officer*⁹⁹ oppure mediante l'istituzione della figura del *Chief Restructuring Officer*, cui viene affidato un ruolo determinante nelle decisioni gestionali successive all'approvazione del piano di ristrutturazione) nonché casi in cui le banche, convertendo il proprio credito in capitale e quindi divenendo addirittura socie delle società finanziate, intendono nominare, negli organi sociali, propri esponenti, al cui volere le decisioni aziendali siano variamente subordinate o che comunque su di esse esercitino il loro controllo.

⁹⁹ Sia da esempio il caso "*Unicredit - Gruppo Fondiaria Sai*" in merito al quale si v. Il Sole 24 Ore del 14 maggio 2011, 33 ("*Pronto l'accordo sulle holding dei Ligresti*").

Chiaramente ad un maggior controllo concesso alle banche nella *governance* societaria, corrisponderà una maggiore propensione di queste ultime ad elargire finanza tesa a consentire il buon esito delle operazioni di ristrutturazione.

Nella strutturazione di tali operazioni, e quindi nella soluzione di queste problematiche, accade che gli operatori professionali attualmente affidino un ruolo sempre più incisivo agli "SFP - Strumenti Finanziari Partecipativi" (d'ora innanzi indicati con l'acronimo "SFP") di cui agli artt. 2346, ult. co.¹⁰⁰ e 2351, ult. co.¹⁰¹ c.c..

Questi "strumenti" sono stati introdotti dal legislatore della riforma¹⁰², nell'ambito delle norme che il codice civile dedica alle S.p.A., con l'intento di offrire alle imprese italiane, endemicamente povere di capitale proprio e massicciamente finanziate dal sistema bancario, un nuovo supporto tecnico finalizzato a facilitare l'ampliamento e la diversificazione dei canali di reperimento delle risorse finanziarie di cui esse necessitano, alla luce della considerazione che il processo di crescita delle imprese (sia di piccole-medie che di grandi dimensioni) non può prescindere dal rafforzamento della loro struttura patrimoniale e finanziaria con l'utilizzo di canali alternativi e ulteriori rispetto alla provvista bancaria, favorendo quindi il ricorso a operazioni di finanza straordinaria quali quelle organizzate dagli operatori del *private equity* e del *venture capital*¹⁰³; anzi, per la loro novità e per le finalità cui gli SFP sono preordinati, può senza dubbio convenirsi sul punto che la loro introduzione nel nostro sistema ha

¹⁰⁰ Per il quale «Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servi-zi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione».

¹⁰¹ Per il quale «Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano».

¹⁰² Per l'analisi dei lavori preparatori della riforma del diritto societario in ordine alla disciplina degli strumenti finanziari partecipativi, cfr. *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di VIETTI - AULETTA - LO CASCIO - TOMBARI - ZOPPINI (a cura di), Milano, 2006, 214.

¹⁰³ Sul tema del chiaro disfavore della riforma nei confronti del credito bancario, quale principale fonte di finanziamento dell'attività sociale, cfr. STELLA RICHTER, *Società (riforma delle)*, in Enc. giur., XXIX, Roma, 2004, 4 ss., GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in Giur. comm., 2002, I, 641; FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in Riv. not., 2008, I, 766; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in Riv. soc., 2004, 1094.

senz'altro costituito un momento centrale nella riforma del diritto societario del 2003¹⁰⁴.

In sintesi, il legislatore della riforma ha ritenuto opportuno mettere a disposizione delle imprese un nuovo strumento di finanziamento per le imprese, in un'ottica di diversificazione dei mezzi di raccolta di capitale di credito, in cambio dell'apporto di risorse patrimoniali, con la possibilità di modulare in vario modo (seppur nei limiti dettati dal legislatore a presidio dei principi inderogabili oltre i quali all'autonomia privata non è dato spingersi) il ventaglio dei "diritti patrimoniali" e dei "diritti amministrativi" attribuibili ai soggetti che accettano di effettuare questi apporti.

Orbene, la sintetica disciplina codicistica consente un ampio margine di manovra per gli operatori del settore circa l'elaborazione di regole confacenti al singolo caso concreto e soprattutto offre, come oltre si vedrà, la possibilità di assicurare, mediante l'inserimento in statuto di clausole *ad hoc*, una tutela reale, e non solo meramente obbligatoria, dei cosiddetti "diritti di *governance*" attribuibili ai titolari degli SFP.

Attualmente, però, che gli SFP, in effetti ideati per agevolare la crescita delle imprese in una situazione di mercato fisiologica, si rivelano utili per fronteggiare invece le evenienze proprie di un periodo di crisi patologica consentendo quindi di concorrere all'opera di ristrutturazione delle imprese in crisi, al cospetto di ingenti situazioni debitorie verso le banche: se i finanziamenti bancari vengono rinegoziati o se le banche entrano addirittura nel capitale delle imprese finanziate, gli SFP (variamente configurabili, come oltre si vedrà, quali titoli di debito o di capitale) possono infatti essere un utile strumento per consentire alle banche un efficiente monitoraggio delle operazioni di risanamento che esse hanno consentito. Se poi si passa da queste considerazioni "politiche" a una fase più prettamente "operativa", è inevitabile il rilievo che il dato normativo di cui si dispone in materia di SFP è, come detto, assai sintetico, e talora non perfettamente chiaro, e che quindi vi sono numerose questioni che occorre preliminarmente dipanare al fine di un appropriato utilizzo degli SFP e dell'allestimento di una loro idonea regolamentazione; vi è da smarcare, ad esempio, il tema di

¹⁰⁴ INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari nelle società per azioni*, Perugia, 2010.

individuare quali altri “diritti amministrativi”, oltre a quelli espressamente previsti dall’art. 2351, ultimo comma, c.c., possano essere “incorporati” negli SFP; oppure, il problema della regolamentazione del diritto di voto attribuito ai titolari degli SFP. Ancora, allargando l’indagine ai "diritti amministrativi" attribuibili agli SFP da un piano essenzialmente teorico (e cioè dalla mera identificazione del catalogo dei “diritti” di possibile attribuzione) a una prospettiva di prassi professionale, occorre verificare come tali "diritti amministrativi" possano essere concretamente declinati all’interno dello statuto sociale e se, e in che limiti, possano essere statutariamente attribuiti, ai titolari degli SFP, "poteri di influenza" finalizzati essenzialmente a garantire una forma di difesa del loro investimento (come è nel caso dei cosiddetti *restrictive covenants*¹⁰⁵, intesi come la previsione dell’obbligo del preventivo assenso dell’investitore su alcune operazioni societarie o su talune scelte gestionali di particolare rilevanza).

Qualsiasi indagine circa la confezione di SFP idonei a un’operazione di *restructuring* e quindi circa la tipologia dei "diritti amministrativi" e dei "diritti patrimoniali" che possano essere "incorporati" negli SFP, deve essere necessariamente preceduta da un seppur sintetico esame dei presupposti la cui ricorrenza consente di identificare la fattispecie dello "strumento finanziario partecipativo" di cui agli articoli di riferimento del codice civile. Anzitutto, occorre riflettere sulla circostanza che si tratta di strumenti "partecipativi" e che quindi occorre definire i connotati occorrenti per poter qualificare uno strumento finanziario come "partecipativo". Tali caratteristiche paiono ricavabili dalla stessa rubrica della Sezione V (del Capo V del Titolo V del Libro V) del codice civile, intitolata appunto «azioni e altri strumenti finanziari partecipativi».

Dal *nomen* di tale rubrica pare, infatti, potersi derivare la conclusione circa l’esistenza di due macro-classi di strumenti finanziari emettibili dalle società per azioni, quelli propriamente “partecipativi” e quelli qualificabili, al contrario, come "non partecipativi"¹⁰⁶. All’interno della prima classe (quella degli "strumenti Partecipativi")

¹⁰⁵ Su tale concetto si veda SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un’analisi di adeguatezza dell’ordinamento italiano*, in Banca d’Italia, *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, 2002.

¹⁰⁶ Tale ricostruzione del quadro dei diversi strumenti finanziari emessi dalla società per azioni è proposta da NOTARI - GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell’art. 2346*, in MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI (diretto da),

dovrebbero distinguersi, da un lato, le azioni (che incorporano la partecipazione all'operazione societaria nella sua "interezza", riflettendone le caratteristiche essenziali) e, dall'altro, appunto, gli strumenti finanziari diversi dalle azioni che, pur non essendo equiparabili alle azioni in termini di "quantità" della partecipazione alla vita societaria che ad essi è correlata, "partecipano" comunque sotto un qualche profilo (amministrativo o patrimoniale che sia) alla organizzazione e alla gestione della società emittente (in altri termini, si tratta di taluno dei diritti - la cui individuazione pare liberamente rimessa all'autonomia privata - che tipicamente competono al socio in derivazione dal diritto di proprietà delle sue azioni; all'autonomia negoziale il legislatore sembra concedere, non essendo dettata alcuna predeterminazione, la facoltà di scegliere, a seconda delle peculiarità del caso concreto, la combinazione tra diversi "diritti amministrativi" e "diritti patrimoniali" più o meno dotati di natura partecipativa)¹⁰⁷. Nella classe degli strumenti finanziari "non partecipativi", invece, sarebbero da annoverare anzitutto le obbligazioni, cui andrebbero poi affiancati gli altri strumenti finanziari "non partecipativi" espressamente previsti dal legislatore, tra i quali gli «*strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società*» (di cui all'art. 2411, co. 3, c.c.) nonché gli «*strumenti finanziari di partecipazione all'affare*», di cui all'art. 2447 ter c.c.

Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, 82. Non sembrano invece condividere questa impostazione., FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 814; SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio nazionale del Notariato*, 2004, suppl. n. 2, 226 ss.; e LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 8 ss.; ai quali sembra potersi ascrivere la tesi secondo la quale la linea di demarcazione va collocata non già tra "strumenti partecipativi" e "strumenti non partecipativi", bensì tra le azioni, da un lato, e tutti gli altri strumenti finanziari emessi dalle società per azioni, dall'altro. Questi ultimi, del resto, sarebbero tutti comunque ricompresi nella categoria delle obbligazioni, la quale avrebbe un perimetro tale da abbracciare sia le obbligazioni in senso proprio (art. 2411, co. 1 e 2), che gli strumenti finanziari partecipativi di cui agli artt. 2346, co. 6, 2349, co. 2, e 2447 ter c.c.

¹⁰⁷ V. NOTARI - GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346, Op. Cit.*, pag. 85 I quali propongono la seguente triplice serie di situazioni in cui potrebbero combinarsi, all'interno di uno strumento finanziario partecipativo, diritti amministrativi e patrimoniali in modo tale che almeno uno di questi abbia natura partecipativa: (i) solo i diritti patrimoniali, o alcuni di essi, presentano natura partecipativa (i.e. il diritto ad una quota di utili, alla distribuzione delle riserve o parte di esse, al riparto di liquidazione, ecc.), mentre i diritti amministrativi, se presenti, non sono altro che diritti derivanti dall'organizzazione di gruppo dei possessori degli strumenti finanziari stessi, esterni all'organizzazione sociale, come avviene per i già ricordati diritti amministrativi degli obbligazionisti; (ii) solo i diritti amministrativi, o alcuni di essi, hanno natura partecipativa (ad esempio il diritto di nomina di un consigliere, di impugnazione delle deliberazioni assembleari, di fare denunce ai sensi degli artt. 2408 e 2409, ecc.), mentre i diritti patrimoniali non «partecipano» al contratto sociale, perché ad esempio consistono del rimborso del capitale apportato e nel diritto ad una determinata remunerazione del medesimo, come accade tipicamente nello schema delle obbligazioni.

In secondo luogo, occorre notare che, ai fini della qualificazione della fattispecie, per parlarsi di “strumento finanziario partecipativo” da esso devono necessariamente derivare “diritti patrimoniali” per chi ne sia il titolare, in quanto la legge, disponendo «*la possibilità che la società, a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi*», prescrive appunto che essi siano «*forniti di diritti patrimoniali*», quando invece essi possono «*anche*» non essere dotati di "diritti amministrativi"; in altri termini, mentre i "diritti patrimoniali" connotano inderogabilmente la fattispecie dell’SFP¹⁰⁸, i “diritti amministrativi” possono arricchire il contenuto degli SFP affiancando i “diritti patrimoniali”, ma non debbono necessariamente sempre sussistere. Notevoli riflessi di rilievo pratico derivano altresì dalla qualificazione “economica” degli SFP, e cioè dal fatto che essi siano inquadrabili come titoli di “equity” o come titoli di "*debt*". In dottrina si rilevano, invero, sia la tesi che qualifica gli SFP indistintamente come debito ovvero come capitale di rischio¹⁰⁹, sia la tesi secondo la quale gli SFP, pur differenziandosi dalle obbligazioni, costituiscono in effetti solo una forma di debito, alla quale fa, in ogni caso, riscontro un obbligo di rimborso da parte dell’emittente¹¹⁰. Nella recente esperienza applicativa (15) sembra peraltro decisamente prevalere l’uso degli SFP quali strumenti di *equity*, in quanto essi vengono emessi a fronte di apporti in denaro versati per accrescere il patrimonio dell’impresa, dotandola di capitale di rischio (sul piano contabile, a fronte dell’emissione di questi SFP e del conseguente incremento patrimoniale, viene invero iscritta in bilancio una riserva rappresentativa del valore dell’apporto). In questi casi, di regola, i titolari di SFP vengono remunerati prioritariamente rispetto agli altri azionisti,

¹⁰⁸ Per NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 51, la ragione è che tali diritti «*riflettono la natura e la causa dell’operazione economica sottostante all’emissione degli strumenti finanziari e quindi, quale essa sia, non può darsi il caso di strumenti finanziari che ne siano del tutto privi*».

¹⁰⁹ Cfr. NOTARI e GIANNELLI, *Commento, cit.*, 77; COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum CAMPOBASSO*, I, Torino, 2006, 733.

¹¹⁰ SPADA, *Provvisata del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 621; secondo il quale «*lo strumento finanziario, in altre parole, esprime sempre un credito verso la società e, per converso, un debito della società verso il finanziatore*».

ma in via subordinata rispetto ai creditori sociali, con un ritorno economico atteso in funzione degli utili sociali o, in taluni casi, in funzione dei proventi rivenienti da talune specifiche attività, e quindi senza garanzie di rimborso dell'apporto. Qualora invece gli SFP vengano costruiti come strumenti di debito, la loro remunerazione ovviamente prescinde dal conseguimento di utili da parte della società e i loro titolari, benché l'esigibilità del loro diritto di credito possa essere subordinata alla soddisfazione di altri creditori ovvero al verificarsi di determinate circostanze, beneficiano della tutela in generale spettante ai creditori della società, e cioè ad esempio della possibilità di insinuarsi al passivo in caso di fallimento della società emittente e del fatto di essere insensibili a eventuali perdite sofferte dalla società medesima. Le banche che consentono piani di *restructuring* spesso pretendono, come già detto, di concorrere alla formazione delle (o di controllare le) decisioni societarie da adottarsi a valle del piano sia per verificarne la congruenza con il piano stesso sia comunque per monitorare la gestione della società durante la fase di ristrutturazione. Fondamentale è pertanto la tematica del diritto di voto attribuibile ai titolari degli SFP. Ora, nell'art. 2351, ultimo comma, c.c., il legislatore ha espressamente previsto che gli SFP «possono» essere dotati del «diritto di voto su argomenti specificamente indicati». Evidentemente, sta sottinteso al dettato della norma in questione che si tratti di argomenti di competenza dell'assemblea dei soci (e quindi, con riferimento alle competenze proprie dell'organo amministrativo, in tanto il voto del titolare di SFP è, in tal caso, rilevante, in quanto si tratti di materie di competenza del consiglio di amministrazione soggette ad autorizzazione assembleare ai sensi dell'art. 2364, co. 1, n. 5, c.c.). L'espressione normativa di cui all'art. 2351, ult. co., c.c., che pare dunque attribuire, ai titolari degli SFP, la possibilità dell'esercizio, in assemblea, di un diritto di voto “in senso proprio”, va peraltro mediata alla luce dell'altra affermazione legislativa, recata dall'art. 2346, ultimo comma, c.c., secondo la quale gli SFP possono essere «forniti di diritti patrimoniali o amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti». Si rende necessario quindi rinvenire una linea di conciliazione tra tali norme, che viene

indicata dalla dottrina dominante¹¹¹ nel senso di ritenere che ai titolari degli SFP sia attribuibile un voto da esprimersi nell'ambito di un loro specifico contesto, e cioè che non possa essere loro consentito il diritto di voto nell'assemblea "generale" degli azionisti, in concorso con gli stessi, e questo in nessuna materia né di competenza dell'assemblea ordinaria né di competenza di quella straordinaria. Occorre peraltro osservare che, in senso contrario a tale impostazione, si è espresso un autorevole consesso notarile, ritenendo cioè che la previsione dell'ultimo comma dell'art. 2346 c.c., la quale, come detto, vieta la possibilità di emettere strumenti finanziari aventi diritto di voto nell'assemblea "generale" degli azionisti, dovrebbe essere interpretata come divieto di abbinare agli sfp il diritto di voto "generale" e non anche come divieto di esercitare nell'assemblea "generale" degli azionisti il diritto di voto "speciale" eventualmente loro attribuito ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 2351 c.c. (17). Accogliendo questo orientamento, ne deriverebbe che, in presenza di SFP dotati di diritto di voto su argomenti specificatamente indicati, tale diritto di voto verrebbe esercitato, in assenza di diversa previsione dello statuto, nell'assemblea dei soci all'uopo convocata e non in un'assemblea speciale di categoria; e che della presenza dei titolari di tali SFP si dovrebbe tener conto ai fini della regolare costituzione dell'assemblea "generale" convocata per deliberare in ordine a detti argomenti. Questa impostazione però non pare convincente, in quanto la lettera dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., sembrerebbe escludere, in modo categorico, il diritto di voto dei titolari di SFP nel contesto di assemblee "generali" degli azionisti. Parrebbe, pertanto, preferibile aderire alla tesi, sostenuta dalla dottrina maggioritaria, secondo cui il diritto di voto spettante ai titolari degli SFP, ai sensi dell'art. 2351, ultimo comma, c.c. dovrebbe essere espresso in un contesto diverso rispetto all'assemblea "generale" degli azionisti, fermo restando che, mediante apposita previsione statutaria, il voto espresso

¹¹¹ LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, *Op. Cit.*, 14 e ss.; NOTARI - GIANNELLI, *Commento, Op. Cit.*, 96; STAGNO D'ALCONTRES, in NICCOLINI - STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario società di capitali*, sub art. 2351, 313; TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, *Op. Cit.*, 8; Cfr. invece in senso contrario MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 58, secondo il quale, "in mancanza di indicazioni statutarie, il voto attribuito agli strumenti finanziari deve essere espresso nell'assemblea generale degli azionisti".

nell'assemblea "generale" deve essere in qualche misura condizionato alle indicazioni provenienti dai titolari degli SFP. Questo diverso contesto, rispetto a quello dell'assemblea "generale", nel quale si esprima la volontà dei titolari degli SFP, sarebbe variamente configurabile: si potrebbe trattare di un contesto simile o identico a quello delle assemblee "speciali" di cui all'art. 2376 c.c. (19), ma si potrebbe anche trattare di un contesto non assembleare, vuoi perché ricorra il caso dell'emissione di un unico strumento finanziario partecipativo sottoscritto da un unico specifico investitore, vuoi perché sia statutariamente previsto che i titolari di SFP esprimano la loro volontà mediante la manifestazione del loro consenso unanime in forma extra-assembleare, vuoi infine perché si tratti di strumenti finanziari partecipativi non emessi in serie e, pertanto, non suscettibili di costituire una categoria che esprima la propria volontà con votazioni maggioritarie (infatti, l'applicabilità della disciplina delle assemblee speciali, di cui all'art. 2376 c.c., ai casi di emissione di SFP presuppone che essi costituiscano una categoria, avendo connotati di serialità e standardizzazione, il che evidentemente rappresenta soltanto un'eventualità, ma non una regola).

Dalle considerazioni che precedono, deriva dunque che assume importanza fondamentale la disciplina da confezionare, a livello statutario, circa le modalità e gli effetti dell'esercizio del diritto di voto dei titolari di SFP. Lo statuto, infatti, può prevedere, ad esempio, che:

- a) le deliberazioni attinenti talune specifiche materie possano essere condizionate al voto favorevole dei titolari degli SFP (espresso, a seconda dei casi, come sopra visto, nell'ambito di una "vera e propria" assemblea di categoria oppure in contesto diverso da un evento assembleare);
- b) per tali delibere occorra raggiungere determinati quorum (o nell'assemblea "generale" e/o nell'ambito del consesso "speciale" dei titolari degli SFP);

- c) se la decisione dei titolari degli SFP non intervenga entro un determinato termine, la deliberazione dell'assemblea "generale" si intenda come mai assunta¹¹²;
- d) la deliberazione dell'assemblea "generale" produca effetto a meno che il dissenso dei titolari di SFP non raggiunga determinate dimensioni.

Passando poi a esaminare il novero delle materie con riferimento alle quali può immaginarsi il riconoscimento del diritto di voto ai titolari degli SFP, appare inevitabile la considerazione che tale diritto di voto non dovrebbe potersi estendere sino al punto di svuotare, di fatto, le attribuzioni dell'assemblea dei soci. D'altro canto, sembra doversi escludere anche l'ammissibilità di clausole statutarie che condizionino le decisioni dell'organo amministrativo al consenso dei titolari degli SFP; piuttosto, se si intende operare in tale direzione, si debbono configurare clausole che sottopongano determinate decisioni del *board* all'autorizzazione dell'assemblea ordinaria (ex art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.) e che poi rendano il consenso dei titolari degli SFP rilevante ai fini della formazione di questa autorizzazione assembleare. Ancora, parrebbe da escludersi la legittimità di clausole statutarie che subordinino a una decisione dei titolari di SFP, l'efficacia di deliberazioni di competenza dell'assemblea ordinaria quando è prevista l'inderogabilità "verso l'alto" dei quorum legali, ai sensi dell'art. 2369, comma 4, c.c. come accade, ad esempio, per la delibera di approvazione del bilancio di esercizio).

Al riguardo, nella recente prassi applicativa, si è riscontrata presenza, piuttosto frequente, di clausole statutarie volte a istituire, in conformità alle limitazioni sopra descritte, veri e propri "diritti di veto" in favore dei titolari di SFP sul tema dell'effettuazione di operazioni straordinarie da parte della società, quali, ad esempio, la modifica dell'oggetto sociale, il trasferimento parziale o totale dell'azienda sociale, le operazioni di fusione e/o scissione, ovvero in vista del compimento di determinati atti gestori, quali il superamento di una certa soglia d'indebitamento ovvero gli atti di

¹¹² Con riferimento ad una emissione di strumenti finanziari partecipativi deliberata nell'ottobre 2010, lo statuto della società emittente ha previsto che «*le delibere dell'assemblea soci specificamente elencate saranno inefficaci in assenza dell'approvazione da parte dell'assemblea speciale dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, da tenersi non oltre sette giorni lavorativi dopo la relativa assemblea generale dei soci*».

disposizione di beni "strategici". Evidentemente, con la statutarizzazione di determinati "restrictive covenants" (ossia dell'obbligo del soggetto finanziato di acquisire il preventivo assenso dell'investitore, titolare degli SFP, su alcune operazioni societarie di particolare rilevanza), si raggiunge il fine di conferire loro una sorta di "efficacia reale", sottraendoli quindi alla difficile azionabilità propria delle pattuizioni "parasociali" di natura obbligatoria e alla loro necessaria temporaneità. Sul piano della tutela dei titolari degli SFP, sembra anche potersi attribuire a tali soggetti, mediante apposita clausola statutaria, la legittimazione a impugnare, ai sensi dell'art. 2377 c.c., la deliberazione dell'assemblea generale dell'emittente adottata in dispregio del contrario avviso espresso dai titolari degli SFP. Tale diritto di impugnazione delle deliberazioni assembleari invalide potrebbe, infatti, essere statutariamente attribuito ai titolari di SFP, ai sensi dell'art. 2351, ultimo comma, c.c., norma che, come si vedrà più avanti, non sembra porre alcuna limitazione al novero dei "diritti amministrativi" accordabili ai titolari degli SFP. Al riguardo, è da segnalare che, nell'ipotesi in cui tale potere di impugnazione non venisse statutariamente riconosciuto ai titolari degli SFP, non sembra ipotizzabile a loro favore l'applicazione, in via analogica, dell'art. 2377 c.c., data l'assenza, in capo a questi, del diritto di voto sulla generalità delle materie di competenza dell'assemblea generale; secondo una opinione, sarebbe, peraltro, configurabile soltanto una parziale applicazione analogica dell'art. 2377 c.c., e cioè limitatamente alla tutela, sul piano risarcitorio, disposta nel suo quarto comma.

2.4 Il private equity ed il venture capital nelle operazioni di turnaround

Gli Stati Uniti, nel secondo dopoguerra, sono il luogo nel quale ricondurre l'origine e la nascita del *private equity* e del *venture capital*.

A Boston, nel 1946, fu fondata la prima società d'investimento nel capitale di rischio: l'*American Research and Development Corp.* dall'allora presidente del MIT, Karl Compton, da Georges F. Doriot professore dell'Harvard Business School e da alcuni importanti uomini d'affari locali¹¹³.

In Europa, il mercato del *venture capital* e *private equity* trova la sua nascita e il suo primo sviluppo nel Regno Unito, culla della maggior parte dei servizi finanziari disponibili sul mercato internazionale. Solo nel 1980 il Consiglio Europeo sponsorizzò la creazione del *Venture Capital Liaison Office*, un ufficio di collegamento tra diversi operatori qualificati dei mercati, con sede a Bruxelles.

Nel 1983, sempre su iniziativa degli organi europei, è stata fondata l'*European Private Equity and Venture Capital Association*, con l'obiettivo di promuovere il mercato dei capitali di rischio in Europa attraverso una crescita qualitativa e quantitativa degli operatori.

Oggi il mercato del *venture* in Europa vede un grande e crescente numero di società attive. Il capitale raccolto nelle regioni, nel 2005, compresi i fondi di *buy-out*, ha superato i 60.000.000.000,00 di Euro, di cui 12.600.000.000,00 di Euro sono stati appositamente stanziati per avventurarsi in nuovi investimenti.

Nel 2006 i primi tre paesi che hanno ricevuto il maggior numero di investimenti in *venture capital* sono stati il Regno Unito (515 quote per 1.780.000.000,00 di Euro), Francia (195 quote per un valore di € 875.000.000,00 di Euro), e Germania (207 quote per un valore di € 428.000.000,00 di Euro) secondo dati raccolti da Library House¹¹⁴.

¹¹³ HSU, KENNEY, *Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973*, working paper of University of Pennsylvania, 2004.

¹¹⁴ CASELLI, GATTI (a cura di), *Venture capital: a euro-system approach*, Springer, Berlino, 2004.

Effettuando un confronto fra il vecchio ed il nuovo continente, emergono due differenze fondamentali che contraddistinguono il mercato del *venture*: la fonte dell'investimento e la composizione del mercato. Mentre in America i fondi pensione, le compagnie assicurative e gli investitori industriali sono le fonti d'investimento principale per le imprese di *venture capital*, in Europa la fonte primaria si rinviene nel capitale bancario. Conseguentemente, in ragione di detta circostanza ne deriva che: la composizione del mercato Europeo si caratterizza per essere fortemente frammentata rispetto, invece, all'unitarietà e compattezza che contraddistingue il mercato Americano.

Con specifico riferimento all'Italia, invece, l'anno di nascita del *private equity* si fa convenzionalmente risalire al 1986, anno in cui, nove società finanziarie di emanazione bancaria si raggrupparono per dare vita ad un'associazione di categoria denominata AIFI: Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento, oggi nota come Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*.

Prima del 1986, va precisato che, la normativa del tempo non consentiva alle imprese di credito la partecipazione in investimenti nei capitali di rischio. Solo successivamente, grazie ad una delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio – CICR¹¹⁵ di concerto con l'emanazione di una normativa *ad hoc* da parte della Banca d'Italia, si consentì agli istituti di effettuare questa tipologia di investimenti, sempre nel rispetto di determinati vincoli.

Ma solo nel 1993 si è registrata una svolta decisiva per il settore, specificamente da un punto di vista strettamente normativo, con l'introduzione dei fondi chiusi ai sensi della legge 14 agosto 1993 n. 344. Infatti, i fondi di tipo chiuso divennero il principale strumento per effettuare questa tipologia di investimento nel capitale di rischio in imprese non quotate. Ciononostante, la normativa si presentava ancora lacunosa e ricca di ostacoli applicativi ed interpretativi quali ad esempio i limiti alla validità dello strumento, riconducibili ai vincoli posti all'operatività di queste istituzioni.

¹¹⁵ Febbraio 1987: delibera del CICR (Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio) autorizzativa per gli istituti di credito all'esecuzione di investimenti in capitale di rischio attraverso le SIF (Società di Intermediazione Finanziaria) - inizio dell'attività di *merchant banking* in Italia – Fonte: “*L'attività di venture capital: dalla strategia all'execution*” dal convegno del 21 maggio 2016 presso l'Università di Foggia organizzato da Innogest Capital: *Venture Capital Fund in Italy*.

L'espansione del *private equity* quindi, sostenuta fin dai primi anni novanta, solo nel 1997, con la nascita delle Società di Gestione del Risparmio – SGR, ha visto un importante salto di qualità, grazie anche ai correttivi introdotti in ambito normativo che consentirono all'Italia di confrontarsi anche sul piano internazionale ed europeo in questo settore.

Fatto questo breve *excursus* sulle origini del *private equity* e del *venture capital*, è possibile calare detto strumento nel contesto del presente elaborato: la crisi d'impresa.

L'assunto da cui partire è la definizione di attività di *private equity* fornita dall'Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital* secondo cui: “Un'attività d'investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua *dismissione* entro un periodo di medio-lungo termine”.

Pertanto come qualunque altro socio, anche l'investitore istituzionale investe direttamente nel capitale d'impresa attraverso un processo di negoziazione. Definendo in tal maniera questa categoria di soggetti conferenti, non si coglierebbe alcuna particolarità tale da rendere costoro una categoria differente rispetto ad un qualunque altro socio ordinario.

Invece, mette conto rilevare i tratti distintivi di detta categoria d'investitori: infatti con l'espressione “investimento istituzionale nel capitale di rischio” s'intende la partecipazione al capitale di rischio, attraverso la sottoscrizione o acquisizione di azioni dell'impresa, da parte di soggetti qualificati e specializzati. Tuttavia, a differenza di altri soci, oltre alla liquidità necessaria l'investitore istituzionale apporta anche esperienze professionali, competenze tecnico-manageriali e una rete di contatti con altri investitori e istituzioni finanziarie.

L'obiettivo principe di simili operatori è investire in aziende considerate ad alto tasso di sviluppo, avendo già piuttosto chiaro l'orizzonte temporale dell'investimento, il quale verrà gestito in maniera tale da massimizzarne la redditività grazie alle competenze

strategico-manageriali apportate, per poi realizzare un *capital gain* al momento del disinvestimento.

Il risanamento di un'azienda in difficoltà, come si è avuto modo di approfondire diffusamente nei paragrafi che seguono, si configura come un processo complesso, che implica l'assunzione di rischi significativi, non soltanto dal punto di vista finanziario ma anche a livello industriale e operativo, che non tutti vogliono, o possono, affrontare.

In Italia il segmento del *turnaround*, volto alla ristrutturazione di imprese in crisi, è ancora poco sviluppato e ha visto un andamento evolutivo piuttosto altalenante.

In pochi casi quest'attività viene svolta da parte dei fondi di *private equity* tradizionali che operano in Italia, mentre per i fondi esteri risulta difficile operare in un contesto estremamente differente dal punto di vista legale. Dall'altra parte, le banche spesso non si avventurano nei processi di ristrutturazione, non disponendo di una struttura organizzativa adeguata ad affrontare i rischi operativi connessi alle operazioni di *turnaround* e, in passato, hanno preferito rientrare dalle esposizioni attraverso il processo di liquidazione della società in crisi. Gli acquirenti industriali, invece, pur con le competenze necessarie per generare valore all'interno dell'impresa, in molti casi sono penalizzati dalla scarsa conoscenza degli aspetti legali e tecnici e delle responsabilità ad essi connesse ed evitano, quindi, tale tipologia di intervento.

In generale, gli investimenti di *turnaround* sono caratterizzati da un rischio elevato, tenuto conto anche del fatto che la valutazione dell'impresa *target* non avviene secondo le modalità tradizionali utilizzate dal *private equity*, ovvero basandosi sulla capacità di generare flussi di cassa.

In questa tipologia di operazioni, infatti, l'attenzione è rivolta ad aziende in difficoltà, che non riescono a produrre il *cash flow* necessario per il corretto funzionamento dell'impresa. A questo problema si aggiunge il fatto che, spesso, gli imprenditori tendono a ritardare il ricorso all'operatore specializzato, nella speranza, o convinzione, di poter superare da soli le difficoltà, magari rivolgendosi ad un'ulteriore banca per ottenere nuovi finanziamenti.

Di conseguenza, questo è il circolo vizioso che non consente il tempestivo apporto di nuova finanza con l'assistenza e il "salvagente" di *advisors* in grado di assistere l'impresa e il fondo finanziatore nell'iter della procedura di risanamento.

In molti casi, infatti, l'intervento esterno avviene troppo tardi, quando la situazione si è così aggravata ad un punto tale da rendere inutile il sostegno della nuova finanza.

Da questo punto di vista, una responsabilità è sicuramente ascrivibile in capo alle banche. Infatti, gli istituti di credito si presentano come *fil rouge* dell'argomento in commento: da un lato sono i protagonisti tradizionali dei fondi di *private equity* e, dall'altro, sono in prima linea i soggetti con la maggiore esposizione nei confronti di un'impresa che verta in stato di crisi o di squilibrio economico finanziario.

Tuttavia le banche, pur avendo un rapporto diretto e continuativo con la vita dell'impresa, non hanno la struttura adeguata o le competenze necessarie per far emergere la situazione di crisi.

Dall'altra parte, il fattore culturale gioca un ruolo importante, con una visione negativa dell'imprenditore "fallito" e la mancata comprensione del fatto che la crisi può essere uno stadio del ciclo di vita dell'impresa, che non necessariamente coincide con la sua fine, ma da cui potrebbe partire una fase di rilancio non è possibile vedere sensibili cambiamenti nel medio-lungo termine.

Al riguardo, la riforma fallimentare intervenuta a fine 2017, certamente potrà portare sensibili elementi di innovazione da questo punto di vista e, quindi, la decisione di abbandonare definitivamente l'uso di termini quale "fallito" in luogo del maggiormente *politically correct* "liquidato giudiziale", può essere un segnale che consente un cambio di rotta.

Con la riforma entrata in vigore il 1° gennaio 2008, il legislatore ha dato un segnale concreto al settore del *restructuring*. L'introduzione e il rinnovamento degli strumenti tipici della composizione della crisi d'impresa (oggetto di analisi nel capitolo 1 del presente elaborato), era evidentemente votata a fornire la possibilità anche a *player* di natura diversa, di inserirsi nella cornice di procedure che potessero presentarsi come più

fluide o maggiormente rispondenti alle esigenze dell'imprenditore in crisi, del fondo finanziatore, e ovviamente di tutela per il resto della compagine creditoria.

In questo contesto, quindi, dove viene dato ampio risalto all'importanza della continuità dell'impresa e al mantenimento del suo valore, si inseriscono gli operatori di *private equity* che effettuano investimenti di *turnaround*, volti alla ristrutturazione di imprese in crisi. Il supporto di questa tipologia di investitori istituzionali è particolarmente importante, in quanto non si limita alla mera fornitura di capitale di rischio, ma ulteriori vantaggi derivano dal *know how* manageriale che viene messo a disposizione dell'azienda. Il socio istituzionale, infatti, possiede una profonda esperienza basata su una moltitudine di realtà imprenditoriali diverse ed è in grado di apportare un importante contributo anche in termini di consulenza strategica e operativa. Grazie a questi interventi, che comportano per l'operatore l'assunzione del rischio imprenditoriale e della responsabilità del rilancio, è possibile agevolare il recupero di situazioni deteriorate, contribuendo concretamente al mantenimento, almeno parziale, del valore economico dell'azienda in difficoltà e rimediando, così, a situazioni che altrimenti sarebbero destinate a esiti gravosi sia dal punto di vista economico che sociale.

Normalmente, l'intervento dell'operatore di *turnaround* si suddivide in due fasi distinte:

1. nella prima, dopo aver identificato i fattori che hanno determinato la crisi, cerca di ristabilire le condizioni di sopravvivenza, riequilibrando, in particolare, gli squilibri tra flussi di cassa attivi e passivi.

L'ottica, dunque, è prevalentemente di carattere finanziario, nel tentativo di eliminare condizioni di insolvenza e generare un sufficiente livello di liquidità che consenta di uscire dalla situazione di "emergenza". Di fondamentale importanza in questa fase è la capacità di convincere i creditori della bontà del piano, creando un consenso che garantisca condizioni stabili e favorevoli per il recupero dell'azienda.

2. Superato questo primo momento, l'obiettivo dell'operatore sarà il rilancio dell'impresa, realizzando interventi di carattere industriale e strategico che

riposizionino l'azienda sul mercato. Questo potrebbe implicare, ad esempio, azioni volte al taglio dei costi, alla rifocalizzazione sul *core business* e alla dismissione di quelle parti di patrimonio o di quei rami di azienda considerati non più strategicamente rilevanti e in grado di contribuire al rilancio dell'impresa.

Il processo di risanamento di un'azienda, dunque, è particolarmente articolato, implica differenti tipologie di intervento e coinvolge molteplici attori. Soprattutto in un momento come quello attuale, in cui il tessuto imprenditoriale è esposto ad un elevato rischio di mortalità delle imprese, l'intervento di operatori specializzati in questa tipologia di operazioni potrebbe salvare imprese altrimenti destinate a fallire.

Diventa allora importante cercare di capire qual è il peso delle operazioni di *turnaround* nel mercato italiano del *private equity* e *venture capital*.

I dati relativi al nostro mercato, semestralmente elaborati da Aifi in collaborazione con PriceWaterhouseCoopers, mostrano, in particolare, che gli investimenti in imprese in crisi si sono mantenuti su livelli bassi e stabili fino al 2005, a causa delle incertezze normative e visto l'alto rischio legato a questa tipologia di interventi. Nei due anni successivi, invece, si è assistito ad un importante incremento dell'ammontare destinato a questa tipologia di interventi, tanto che si è passati dai 28 milioni di euro investiti nel 2005 ai 145 che hanno caratterizzato il 2007, grazie anche alla realizzazione di alcune operazioni di dimensioni significative

Segnali positivi provengono poi dall'analisi del primo semestre 2009: le risorse investite nel segmento del *turnaround*, infatti, sono più che triplicate rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, passando da 22 a 78 milioni di euro. Nel corso del 2016, invece, a fronte di 322 nuove operazioni registrate, distribuite su 245 società, per un controvalore pari a 8.191 milioni di Euro, corrispondente ad un incremento del 77% rispetto all'anno precedente della totalità delle operazioni di *private equity* e *venture capital* il segmento del *turnaround* ha chiarito il proprio ruolo di nicchia, con la realizzazione di soli 3

investimenti, contro i 4 dell'anno precedente, con un ammontare totale del valore economico passato dai 64 ai 66 milioni di Euro¹¹⁶.

Nel corso degli anni il peso del *turnaround* in Italia è cresciuto e, dunque, qualcosa si sta muovendo nel mercato italiano del *turnaround* e, come sottolineato, la riforma della normativa sulle imprese in crisi, introducendo ulteriori elementi di semplificazione e il mutamento dell'approccio alle procedure di risanamento, certamente potrà avere un impatto positivo su questo settore.

Rimangono, tuttavia, alcune lacune che la nuova legge ha lasciato aperto e che devono essere colmate perché si possa avere un concreto sviluppo del mercato del *turnaround* in Italia. In particolare, ci si riferisce all'introduzione di un pacchetto di incentivi fiscali per le imprese in crisi, che spinga gli operatori ad utilizzare effettivamente i nuovi strumenti introdotti dal legislatore per preservare il valore e la continuità aziendale.

¹¹⁶. (Dati Annuali 2016, Fonte: AIFI).

3. Il caso Azienda Esempio S.p.A. accordi con gli Istituti di credito e cessione di SFP: soluzione o criticità per la *governance*?

Per ragioni di riservatezza non è possibile rivelare l'identità degli attori coinvolti nelle vicende che saranno esposte in seguito. Per questo motivo, al solo fine di agevolare la seguente esposizione, si precisa sin d'ora che i protagonisti delle circostanze che saranno illustrate, per comodità, verranno identificati come segue:

- **Azienda Esempio S.p.A.:** (di seguito *breviter* anche la “**Società**”) è una primaria società per azioni italiana, non quotata, con attività economiche diversificate ma ruotanti attorno al settore della siderurgia. In particolare tale Società è stata destinataria di un accordo di ristrutturazione del debito *ex art.* 182-*bis* L. Fall. stipulato con i principali istituti di credito verso cui aveva la percentuale richiesta *ex lege* di esposizione debitoria.
- **Controllante S.p.A.:** (di seguito *breviter* anche la “**Controllante**”) è la società veicolo con la quale esercita il controllo sulla Società il principale investitore.
- **Gruppo Bancario:** (di seguito tutte congiuntamente o anche singolarmente, *breviter* la “**Banca**” o le “**Banche**”) è rappresentato dai sei istituti di credito coinvolti nel *business* della Società e con cui è stato stipulato l'accordo *ex art.* 182-*bis* L. Fall.

* * *

3.1 Le vicende fattuali sottese

Un primo tratto peculiare della vicenda inerente l'Azienda Esempio S.p.A. è il livello di indebitamento che si è dovuto gestire.

Ad oggi, infatti, il caso dell'Azienda Esempio S.p.A. ha rappresentato una delle situazioni di crisi d'impresa con uno dei maggiori livelli di indebitamento avvenuto in Italia¹¹⁷. Inoltre, altro tratto peculiare è rappresentato dalla circostanza che il processo

¹¹⁷ Per un metro di paragone, il caso Alitalia al tempo della sentenza del Tribunale di Roma del 5 settembre 2008 prevedeva un livello di indebitamento pari a 2,8 miliardi di Euro.

ristrutturativo dell'indebitamento si è svolto totalmente al di fuori di una procedura concorsuale o di qualsiasi intervento della magistratura.

Brevemente si riportano i principali accadimenti fattuali sottesi alla vicenda:

la crisi finanziaria che ha colpito l'Azienda derivava dal fatto che essa svolgeva con netta prevalenza un'attività finanziaria di acquisto di azioni in società per lo più quotate, di grandi dimensioni e capitalizzazione e dotate di notevole "flottante" (Banca Intesa-S. Paolo, Monte dei Paschi di Siena, Assicurazioni Generali, Telecom Italia ecc...).

Tali acquisti erano per larga parte finanziati da debiti contratti con banche: siccome in larga misura, gli interessi passivi da corrispondersi alle banche erano sostanzialmente coperti dai dividendi delle azioni acquistate, la "scommessa" del *core business* dell'Azienda era che il valore di mercato delle azioni aumentasse rispetto al momento dell'acquisto.

Il rischio implicito in tale scommessa era invece quello di un'oscillazione negativa del valore di mercato delle azioni acquistate, rischio che fino a certe percentuali di oscillazione si era cercato di limitare mediante la stipula di un gran numero di derivati.

Il meccanismo, che per lunghi anni aveva prodotto ingenti guadagni fino a che la Borsa era andata via via crescendo, si inceppò quando – per la crisi mondiale – i valori delle azioni cominciarono a scendere oltre certi limiti.

In particolare nel 2008, quando buona parte delle perdite di valore di mercato delle azioni a si riuscirono a coprire dai contratti derivati stipulati con questo precipuo scopo, la Società si trovò in una grave crisi finanziaria, con le banche che chiedevano integrazioni di garanzie e/o rientri, che la società non era in grado di fornire.

* * *

3.2 Gli Accordi con gli Istituti di Credito

L'esigenza più immediata per l'Azienda, dunque, era quella di guadagnare tempo con le Banche, contando sulla prospettiva che la crisi dei mercati finanziari si sarebbe superata e che il valore "di borsa" delle azioni possedute – trattandosi di partecipazioni nelle maggiori e più accreditate società italiane e internazionali che rappresentavano i

principale *assets* della Società – sarebbe risalito per riportarsi sui valori “*effettivi*”, basati sui c.d. “*elementi fondamentali*” delle società partecipate.

Fatta eccezione per tre banche estere che possedevano garanzie e/o derivati capienti, e che si concordò fossero rimborsate separatamente al più tardi entro le date di scadenza dei rispettivi finanziamenti, il primo *step* fu l’elaborazione di un accordo con le Banche che, tuttavia, si sostanziò semplicisticamente in una proroga dei pagamenti dovuti, era cioè un “*accordo di moratoria*”, come il suo stesso nome indicava (Accordo di Standstill).

Tuttavia, ben presto ci si rese conto dell’insufficienza di tale accordo, il quale presentava infatti almeno tre carenze, precisamente:

- (i). in primo luogo, l’accordo del 2008, proprio perché era una semplice moratoria, era inidoneo ad eliminare un’eventuale insolvenza dell’Azienda. L’insolvenza, a sua volta, poneva problemi di responsabilità degli amministratori nella prosecuzione della gestione (rischi di responsabilità civile, e anche penale per ritardata richiesta di fallimento e per bancarotta preferenziale) e difficoltà nelle vendite e negli accordi (dati i rischi di fallimento e di revocatoria);
- (ii). in secondo luogo, la data di scadenza della moratoria era troppo vicina, in quanto era previsto che essa scadesse “*12 mesi dopo la data di sottoscrizione dell’Accordo*”, e quindi scadesse il 19 dicembre 2009. Questa clausola, imponendo all’Azienda il rientro di tutte le esposizioni entro un anno, costringeva a effettuare le vendite delle azioni in tempi troppo brevi perché il loro valore di mercato potesse realmente riportarsi a valori realistici e, augurabilmente, sufficientemente elevati e tali da consentire non solo l’integrale rientro nei confronti delle Banche, ma di lasciare un congruo valore aggiuntivo per gli *stakeholders*;
- (iii). in terzo luogo, mancava nell’accordo una qualsiasi disciplina della “*governance*” dell’Azienda. Palese era, invece, la necessità di concordare una struttura di poteri che consentisse un ragionevole bilanciamento degli interessi delle Banche

(motivate essenzialmente al rientro dei loro crediti in tempi brevi), degli azionisti dell’Azienda (motivati essenzialmente a creare un plusvalore che rimanesse nella società dopo il pagamento delle Banche) e degli amministratori dell’Azienda (motivati essenzialmente a una gestione corretta ed efficace che, però, non li esponesse a responsabilità personali civili e sul piano penale).

Per questo motivo, quindi, nel 2009 fu integrato l’accordo dell’anno precedente con poche modifiche mirate a superare le tre carenze testé indicate, ed esse furono sostanzialmente:

a) L’eliminazione dell’insolvenza.

Il meccanismo tecnico utilizzato per eliminare l’insolvenza è stato sostanzialmente quello della rinuncia da parte delle Banche “*ora per allora*” ai loro crediti che dovessero rimanere impagati da parte dell’Azienda dopo la vendita di tutte le azioni possedute.

In tal modo, essendo le Banche gli unici creditori dell’Azienda, e dovendo l’attività dell’Azienda essere limitata all’attuazione dell’Accordo concordato di vendita delle partecipazioni, vi fu la sicurezza che l’Azienda – ove l’Accordo fosse stato adempiuto – non si sarebbe potuta trovare in una situazione di insolvenza, in quanto i debiti verso le Banche sarebbero eventualmente rimasti impagati, erano stati rinunciati “*ora per allora*”. Questo meccanismo della rinuncia, era stato per la prima volta utilizzato nel 1993 nella convenzione tra il gruppo Cameli e le banche creditrici del gruppo¹¹⁸, e si basa su una costante giurisprudenza secondo la quale lo stato di insolvenza può essere eliminato da accordi conseguiti con i creditori¹¹⁹.

La clausola “storica” utilizzata nel caso Cameli aveva la seguente semplice formulazione:

¹¹⁸ Cfr. Bonelli, Nuove esperienze nella soluzione stragiudiziale della crisi delle imprese, in *Giur. Comm.*, 1997, I pag. 488 ss., dove si indicano le principali caratteristiche del caso Cameli, che avevano coinvolto circa 300 società del gruppo, di cui cinque quotate, nonché ben 134 banche (si era nei primi anni del 1990, prima del periodo delle aggregazioni bancarie).

¹¹⁹ Cfr. Cass. Civ. 1990, sent. n. 1439, in *Il Fallimento*, 1990, pag. 495, con nota di LAMANNA, la cui massima afferma: “ (...) lo stato di insolvenza, consistente nell’incapacità di adempimento delle obbligazioni assunte alle previste scadenze e con mezzi normali (...), può essere escluso da un *pactum de non petendo*, anche quando non vi abbiano prestato adesione tutti i creditori, ove esso risulti idoneo a rimuovere la suddetta incapacità (...)”.

“Ferma la moratoria di cui al precedente art. 3, gli Enti finanziatori creditori (...) dichiarano di postergare le posizioni da esse vantate (...) agli altri creditori diversi dagli Enti Finanziatori (...) e pertanto convengono:

- a) Di subordinare il pagamento delle Posizioni Postergate al pagamento (...) degli altri Creditori Non Finanziari (...);*
- b) Di rinunciare, ora per allora, agli importi delle Posizioni Postergate che risulteranno impagate al termine delle liquidazioni (...).”*

Nel caso dell’Azienda Esempio S.p.A., la formulazione della clausola è stata più elaborata, ma con l’equivalente risultato di eliminare l’insolvenza, evitando pertanto i rischi di fallimento e di responsabilità degli amministratori per la gestione della crisi.

Tuttavia, nonostante questi accorgimenti, per superare anche le criticità evidenziate *sub* (ii) e (iii), si resero necessarie diverse integrazioni agli accordi.

In particolare, il 23 dicembre 2013 furono stipulati accordi più articolati (gli "Accordi 2013) che - per evitare ulteriori proroghe e sulla base di un complesso Piano attestato ai sensi dell'art. 67, co. 3, lett. d), L. Fall. - prevedevano che il 31 dicembre 2016 fosse posta fine alla ristrutturazione del debito della Società.

Gli Accordi 2013 regolavano i seguenti 3 punti:

- 1.** data di scadenza finale al 31 dicembre 2016;
- 2.** vendita ordinata di alcune delle partecipazioni societarie detenute dalla Società e utilizzo dei proventi solo a favore delle Banche per il rimborso del debito ed il pagamento degli interessi;
- 3.** la conversione finale in SFP - Strumenti Finanziari Partecipativi del debito eventualmente non rimborsato alle Banche con i proventi di cui *sub* **2.** con conseguente definitivo esdebitamento della Società.

Quale condizione per la stipula dell'Accordo di *Standstill* le Banche avevano richiesto (ed ottenuto dalla Società in data 7 maggio 2009) l'intestazione fiduciaria di parte delle partecipazioni detenute dalla Controllante nel capitale della Società per il tramite di Strumenti Finanziari Partecipativi - SFP (costituiti da un totale di 12.503.000 azioni) ed

il conferimento di un "Mandato Fiduciario" irrevocabile anche nell'interesse delle Banche per l'esercizio del diritto di voto relativo a tali azioni.

In particolare, in ragione di tale Mandato Fiduciario, i voti che sarebbero dovuti seguire dovevano essere:

- sempre solo a favore della proposta effettuata dal Consiglio di Amministrazione della Società per la nomina del Consiglio di Amministrazione, nonché votare,
- sempre contro qualsiasi proposta di nomina degli amministratori diversa nonché contro proposte di revoca del Consiglio di Amministrazione, di modifica di vari articoli dello statuto della Società regolanti il meccanismo di nomina degli amministratori della stessa, di liquidazione volontaria della Società e di aumenti di capitale. È impegnata con i propri creditori finalizzato a una liquidazione ordinata di partecipazioni azionarie che rappresentavano i principali *assets* aziendali. Ciò, al fine di minimizzare le perdite che sarebbero state inevitabili nell'ipotesi di assoggettamento della Società a una procedura concorsuale propria.

L'Accordo di *Standstill* ed anche il Mandato Fiduciario venivano modificati il 23 dicembre 2013. In base alle modifiche concordate, il Mandato Fiduciario doveva **cessare** dopo la vendita degli *assets* ed il conseguente rimborso del debito residuo (o conversione dello stesso in SFP) e dovevano quindi essere restituite alla Controllante dalla Fiduciaria le azioni che erano state formalmente intestate alle Banche.

Si trattava di previsione del tutto coerente con la funzione che le Banche avevano attribuito al Mandato Fiduciario, di loro "presidio" *durante* le operazioni di ristrutturazione.

* * *

3.3 Criticità e positività registrate

Nell'esecuzione dell'Accordo del 2013, gli equilibri di *governance*, per come erano stati regolati negli accordi del 2009 e del 2013, non riuscirono a reggere la tensione che si era venuta a creare tra le Banche e la Controllante.

Nonostante fosse stata data puntuale esecuzione al piano di cessione delle partecipazioni azionarie in mano all'Azienda Esempio, rimanevano ancora alcune quote da liquidare e, oramai, il limite temporale che era stato dato all'accordo dalle Parti era di prossima scadenza.

A questo punto, in una simile situazione di tensione, l'atteggiamento delle Banche volto esclusivamente al rientro della loro esposizione debitoria piuttosto che alla proficua partecipazione all'operazione di ristrutturazione è mutato.

Ma non solo! A questa circostanza si aggiunga il fatto che l'approssimarsi del limite temporale di scadenza degli Accordi, lasciava ben sperare la Società di conservare la titolarità di una delle ultime partecipazioni inclusa nel programma di liquidazione di cui agli Accordi.

Allo stesso tempo, le Banche avevano oramai perso interesse nell'operazione di ristrutturazione, dal momento che l'Azienda aveva quasi completato e adempiuto integralmente a quanto previsto dagli Accordi. .

Per questo motivo, quindi, da protagoniste involontarie della ristrutturazione, le Banche si sono rivelate realmente disinteressate alla conversione degli SFP ricevuti in cambio dell'esdebitazione definitiva della Società ove mai non si fosse riusciti a rientrare del debito nelle percentuali stabilite.

Da questa confliggenza di interessi, quindi, ha avuto avvio una sequela giudiziaria in sede civile che vede ancora coinvolti tutti i principali attori di questa vicenda.

In conclusione, quindi, l'erogazione degli Strumenti Finanziari Partecipativi, di concerto con le vie alternative di composizione della crisi d'impresa (rappresentate nel caso di specie dal Piano attestato di risanamento), hanno effettivamente consentito ad una

società in una situazione di grave squilibrio finanziario, di continuare l'esercizio dell'attività d'impresa uscendo con successo dallo stato di crisi.

Tuttavia, la criticità che salta all'occhio in modo evidente, è rappresentata dal problema della *governance* societaria sottoposta a procedura di risanamento.

Infatti Per questo motivo, quindi l'Azienda ha tentato per lungo tempo di trattenere una delle partecipazioni che erano state loro destinati in capitale, ma, piuttosto, il loro reale interesse era da individuarsi meramente nella monetizzazione degli *assets* per come era stato previsto.

In particolare, l'elemento dal quale ha avuto poi il via della sequela giudiziaria che ancora oggi coinvolge l'Azienda si rinviene in una delle ultime partecipazioni che l'Azienda doveva cedere, il cui contenuto per la Società era particolarmente strategico perché trattavasi del pacchetto di controllo di una delle più importanti miniere di cobalto site in Africa.

Infatti, la cessione di quest'ultima partecipazione era subordinata al *placet* Ciò che è andato effettivamente storto, tuttavia, è

4. Conclusioni

Il decreto di attuazione della Legge delega n. 155 del 19 ottobre 2017 per la riforma della Legge Fallimentare, la cui nascita è sembrata in forse prima della fine della corrente legislatura, è stato invece consegnato al Ministero della Giustizia lo scorso 21 dicembre.

Pertanto, un nuovo “**Codice della Crisi e dell’insolvenza**” vedrà la luce e prenderà spunto dalle indicazioni fornite dall’Unione Europea (in modo particolare dalla raccomandazione n. 2014/135/UE del 12 marzo 2014 e dal regolamento (UE) 2015/848).

La mutata sensibilità che vede questa nuova stagione della Crisi d'Impresa, con l'assenza di richiami alla parola fallimento (di derivazione latina), vede il venir meno del concetto che interpretava la legge fallimentare come strumento volto alla sola regolamentazione del dissesto dell’impresa e dei possibili reati che ad esso possono conseguire.

La circostanza, quindi, che un codice del fallimento soppianti il farraginoso impianto dell'attuale Legge Fallimentare è sicuramente notizia da salutare con positività e, alla luce dell'analisi oggetto del presente elaborato, è già di per sé una prima risposta a molti dei temi che sono stati sollevati.

Una gestione diversa della composizione della crisi d'impresa, la necessità di implementare le tutele che ammantano l'erogazione di nuova finanza e infine gli strumenti alternativi che consentono di dare nuovo ossigeno alle imprese in difficoltà, possono rappresentare le basi di un prossimo cambiamento culturale.

Un cambiamento che, nel lungo termine, consentirà di percepire il momento della crisi come endemico al ciclo economico dell'impresa e, quindi, non necessariamente come inequivocabile scenario che pone fine alla creazione del valore che si ha con essa, ma come occasione per ripensare il *business* e, quindi, adattarsi ai mutamenti che intervengono sul piano congiunturale.

Bibliografia

Le opere qui di seguito indicate sono citate nel testo con il solo cognome dell'autore

- AGHION, HART, MOORE, *Improving Bankruptcy Procedure*, in *Washington University Law Quarterly*, 1994.
- AMATORE, *Finanza esterna nel concordato preventivo*, in *Giustiziacivile.com*, 7 gennaio 2015.
- AMBROSINI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in JORIO-FABIANI (diretto da), *Il nuovo diritto fallimentare*, Bologna, 2010.
- AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Padova, 2008.
- AMBROSINI, *Profili civili e penali delle novità introdotte dalla l. 30 luglio 2010, n. 122, in materia di soluzioni negoziate delle crisi d'impresa*, in *Crisi di impresa: casi e materiali*, BONELLI (a cura di), Milano, 2011.
- AMBROSINI-AIELLO, *I piani attestati di risanamento: questioni interpretative e profili applicativi*, in *Il Caso.it*, pubb. 11/06/2014.
- ARATO, *Il finanziamento dell'impresa negli accordi di ristrutturazione e nel concordato: profili giuridici*, in *Nuove regole in tema di crisi d'impresa*, Atti del Convegno Paradigma, 19-21 settembre 2012.
- AZZARO, *Le funzioni del concordato preventivo tra crisi e insolvenza*, in *Fallimento*, 2007.
- BALESTRA, *Concordato, assoggettabilità delle società partecipate da enti pubblici e prededucibilità del finanziamento dei soci*, in *Fall.*, 2013.
- BEBCHUCK, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, in *Harvard Law Review*, 1988.
- BELTRAMI P., *La disciplina dei finanziamenti alle imprese in crisi nelle operazioni di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, I, 2015.
- BIANCHI, *L'utilizzo della "nuova finanza" e il necessario rispetto dell'ordine legale delle prelazioni*, in *Fall.* 2012.
- BOZZA, *L'utilizzo di nuova finanza nel concordato preventivo e la partecipazione al voto dei creditori preferenziali incapienti*, in *Fall.*, 2009.
- BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 2008.

- BRUNO, *La riforma del fallimento ed il problema di riabilitazione del fallito*, in *Rivista delle Cancellerie*, Ed. Bucalo, n. 5, 2007.
- CAIAFA, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: natura giuridica e giudizio di omologazione*, in *Dir. fall.*, 2006.
- CALÒ e PEDE in *Il nuovo accordo di ristrutturazione dei debiti e la convenzione di moratoria con intermediari finanziari (Art. 182 septies L.F.)* su *DirittoBancario.it*, 2016.
- CARMELLINO, *Primi spunti sulla prededucibilità ex art. 182-quinquies, primo comma, negli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Fallimento*, 2013.
- CASELLI, GATTI (a cura di), *Venture capital: a euro-system approach*, Springer, Berlino, 2004.
- CAVALLI, *Il presupposto oggettivo*, in *Tratt. Cottino*, XI, Padova, 2009.
- CENSONI, *Concordato preventivo e nuova finanza*, in *Fall.*, 2014.
- CNDCEC in Novembre 2016 “*accordi di ristrutturazione con intermediari finanziari e convenzione di moratoria*” a cura della Commissione Crisi di Impresa – Area Procedure concorsuali, Pres. GUIOTTO A. – Cons. Delegati RUSCETTA F. e VIGANI M.R..
- CNDCEC, *Linee Guida per il finanziamento alle Imprese in Crisi* – Università degli studi di Firenze, CNDCEC, Assonime, STANGHELLINI (a cura di) 2015.
- COPPOLA, *L'accordo per la ristrutturazione dei debiti*, in PACCHI (a cura di), *Il nuovo concordato preventivo*, Milano, 2005.
- COSTA, *Esenzione dall'azione revocatoria e prededuzione nelle procedure stragiudiziali di risanamento delle imprese*, in *Dir. Fall.*, 2010.
- COSTA, *Procedure di salvataggio delle imprese, azione revocatoria e prededuzione nelle recenti evoluzioni normative*, in *La riforma della legge fallimentare*, FORTUNATO, GIANNELLI, GUERRERA e PERRINO (a cura di), Milano, 2011.
- D'AMBROSIO, *Sub art. 67, 3° co. lett. d), e), g) l. fall.*, in JORIO-FABIANI (diretto da), *Il nuovo diritto fallimentare*, Bologna, 2010.
- DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Milano.
- FABIANI, “*Competizione*” *fra processo per fallimento e accordi di ristrutturazione e altre questioni processuali*, e NARDECCHIA, *La relazione del professionista ed il giudizio di omologa negli accordi di ristrutturazione dei debiti*; in *Corr. giur.*, 1, 2010.
- FABIANI, *L'ipertrofica legislazione concorsuale fra nostalgie e incerte contaminazioni ideologiche*, in *ilCaso.it*.

- FERRI JR., *Il presupposto oggettivo del fallimento*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2010.
- FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008.
- FERRO M., sub art. 67, comma 3, lett. d) – *Il piano attestato di risanamento*, in FERRO (diretto da), *La Legge fallimentare. Commentario teorico-pratico*, Padova, 2014.
- FERRO, “*Ddl Crisi d’Impresa: la nozione di crisi nel testo approvato alla Camera*”, in *QuotidianoGiuridico.it*, Wolter Kluwers, 14 marzo 2017.
- FERRO, *Piano attestato di risanamento*, in FERRO (a cura di), *Le insinuazioni al passivo*, Padova, 2010.
- FRASCAROLI SANTI, sub art. 182-bis L. Fall., in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 2013.
- GALLETTI, sub art. 160, in *Commentario alla legge fallimentare*, diretto da CAVALLINI, Milano, 2010, 382
- GAMBINO, *I gruppi nelle procedure concorsuali minori*, in *Giur. comm.*, 1993.
- GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002.
- GIORGETTI, *Le procedure concorsuali*, CEDAM, II ed, 2017.
- HSU, KENNEY, *Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973*, working paper of University of Pennsylvania, 2004.
- IOVINO, *Il piano attestato non sempre esonera dalla revocatoria fallimentare*, Esecuzione forzata e procedure concorsuali – *Euroconference Legal* – ed. 6 settembre 2016.
- JORIO, *Fallimento* (diritto privato e processuale), in *ED Annali*, III, Milano, 2010.
- JORIO, *Il concordato preventivo*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Novità ed esperienze applicative a cinque anni dalla riforma. Commentario sistematico*, diretto da JORIO e FABIANI, Bologna, 2010.
- LAMANNA, *La miniriforma (anche) del diritto concorsuale secondo il decreto “contendibilità e soluzioni finanziarie” n. 83/2015*, in www.ilfallimentarista.it.
- LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, Milano, 2011.
- LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici – Contratti di alienazione, di godimento, di credito*, vol. I, Milano, 1995.

- MANDRIOLI, *Lo stato di insolvenza dell'impresa*, in DIDONE (a cura di), *Le riforme della legge fallimentare*, Torino, 2009.
- MANENTE, *Non omologabilità degli accordi ex art. 182 bis l. fall. e procedimento per dichiarazione di fallimento del debitore*, in *Dir. fall.*, 2008.
- MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La Società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007.
- MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società, Liber Amicorum*, ANTONIO PIRAS, Torino, 2010.
- MINUTOLI, *L'autonomia privata nella crisi d'impresa tra giustizia contrattuale e controllo di merito (o di meritevolezza)*, in *Fall*, 2008.
- MUNARI, *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione*, Milano, 2012.
- MUNARI, *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione*, Milano, 2012.
- NARDECCHIA, *Piano, Accordi, Concordato*, in JORIO (a cura di), *Fallimento e Concordato Fallimentare*, Wolters Kluwer, 2016.
- NIEDDU ARRICA, *Finanziamento e sostenibilità nell'indebitamento dell'impresa in crisi*, in *Giur. Comm.*, 2013.
- NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese*, in *Tratt. Bessone*, Torino, 2012.
- NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese. Lineamenti generali*, in *Tratt. Dir. Priv.*, diretto da BESSONE, XXV, Giappichelli, 2012.
- NIGRO, *sub art. 5*, in NIGRO-SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, I, Torino, 2010.
- NIGRO-VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Bologna, Il Mulino, III ed., 2014.
- NOCERA, in “*Accordi di ristrutturazione con intermediari finanziari e convenzione di moratoria (art. 182-septies legge fall.)*”, in *Diritto24*, 27 gennaio 2017.
- PAJARDI-PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008.
- PASTORE, JEANTET, BASSO, VAROLI, in “*La ristrutturazione – linee guida e strumenti di composizione della crisi d'impresa*”, Editore Angeli, collana Università degli studi di Parma, 2016, Milano.

- PATTI, *Le azioni di inefficacia*, in JORIO e FABIANI (diretto da), *Il nuovo diritto fallimentare, Novità applicative a cinque anni dalla riforma*, Bologna, 2010.
- PATTI, *Quale professionista per le nuove soluzioni delle crisi di impresa: alternative al fallimento*, in *Fall.*, 2008.
- PATTI, *Quale professionista per le nuove soluzioni delle crisi di impresa: alternative al fallimento*.
- PATTI, *Sub art. 67 L. Fall.*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 2013.
- PELLEGGATTA, “*La riforma della normativa sulla crisi d’impresa e dell’insolvenza: le procedure di allerta e di composizione assistita*”, in *Crisi d’impresa e Fallimento*, 8 marzo 2017.
- ROPPO, *Profili strutturali e funzionali dei contratti “di salvataggio” (o di ristrutturazione dei debiti d’impresa)*, in *Dir. fall.*, 2008.
- SANDULLI, *Il presupposto oggettivo*, in JORIO-SASSANI (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, I, Milano, 2014.
- SANDULLI, *Il tempo è denaro (anche nelle procedure concorsuali)*, in *Società, banche e crisi d’impresa. Liber amicorum PIETRO ABBADESSA*, diretto da Campobasso, UTET, Torino, 2014.
- SANZO, *Il finanziamento alle imprese in crisi*, in “*Le Operazioni di Finanziamento*” a cura di GALGANO F., Bologna, Zanichelli, 2016.
- STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007.
- STAUNOVO, *Caratteri generali e natura giuridica*, in ROLFI e STAUNOVO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti: autonomia negoziale e concorsualità*, Milano, 2013.
- STELLA RICHTER, *Società (riforma delle)*, in *Enc. giur.*, XXIX, Roma, 2004.
- STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. Soc.*, IV, 2012.
- TERRANOVA, *Lo stato di insolvenza*, in *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*, diretto da VASSALLI-GABRIELLI, I.1, Torino, 2013.
- TERRANOVA, *Stato di crisi, stato d’insolvenza, incapacienza patrimoniale*, in *Dir. fall.*, 2006.
- TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004.
- TOMBARI, *Principi e problemi di “diritto societario della crisi”*, in *Riv. soc.*, 2013.

- TRENTINI, *Piani Attestati di risanamento e accordi di ristrutturazione dei debiti: le soluzioni della crisi alternative al concordato preventivo*, Wolters Kluwer, 2016.
- VALENSISE, DI CECCO, SPAGNUOLO, *Il finanziamento della impresa in crisi*, in *Regole e mercato*, Tomo I, Giappichelli, 2016.
- VECCHIONE, *La finanza esterna nel concordato preventivo con continuità aziendale*, in Altalex, 2016: <http://www.altalex.com/documents/news/2016/06/16/la-finanza-esterna-nel-concordato-preventivo-con-continuita-aziendale>.
- VIETTI - AULETTA - LO CASCIO - TOMBARI - ZOPPINI (a cura di), *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di, Milano, 2006.
- *Webster's New World Finance and Investment Dictionary*, Indianapolis, 2003).
- ZAPPALÀ, *Nuova finanza e cause di prelazione nei concordati preventivi*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 437.