



Dipartimento di IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra di Economia Aziendale

**LA CRISI D'IMPRESA: IL RUOLO DELLE OPERAZIONI  
SOCIETARIE STRAORDINARIE**

RELATORE

Prof. Giovanni Fiori

CANDIDATO

Alessandro Tasca

Matr. 209321

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

*Alla mia famiglia.*

## INDICE:

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>4</b>
1.1 ENUCLEAZIONE DELLA CRISI D'IMPRESA.....	6
1.2 INTRODUZIONE ALLE OPERAZIONI SOCIETARIE STRAORDINARIE .....	7
1.2.1 Le operazioni straordinarie c.d. negoziali .....	8
1.2.2 Le operazioni straordinarie c.d. corporative .....	8
1.3. L'EVOLUZIONE STORICA DELLE OPERAZIONI SOCIETARIE STRAORDINARIE ACCOSTATE AL MONDO CONCORSUALE .....	9
1.4. LO SCENARIO ATTUALE: LE OPERAZIONI STRAORDINARIE COME RIMEDIO ALLA CRISI D'IMPRESA .....	10
<b>CAPITOLO 2 - LA FUSIONE NELLA CRISI D'IMPRESA E IL RAPPORTO CON LE PROCEDURE CONCORSUALI</b> .....	<b>12</b>
2.1. INTRODUZIONE ALLA FUSIONE .....	12
2.2. RESPONSABILITÀ GIURIDICA DELLA SOCIETÀ DI 'NUOVA COSTITUZIONE' E TUTELA DEI CREDITORI.....	14
2.3. LA FUNZIONE ECONOMICA DELLA FUSIONE NELLA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO .....	15
2.4. IL RAPPORTO CON LE PROCEDURE CONCORSUALI CONSERVATIVE E LIQUIDATORIE.....	16
2.5 IL LEVERAGED BUY-OUT (CENNI) .....	19
<b>CAPITOLO 3 - LA SCISSIONE: CRISI D'IMPRESA E PROCEDURE CONCORSUALI</b> .....	<b>20</b>
3.1 INTRODUZIONE ALLA SCISSIONE.....	20
3.2. LA SCISSIONE COME SOLUZIONE ALLA CRISI D'IMPRESA .....	21
3.2.1 È possibile la c.d. scissione negativa? .....	22
3.3 TUTELA DEI CREDITORI: OPPOSIZIONE ALLA SCISSIONE E OPPOSIZIONE ALL'OMOLOGAZIONE DEL CONCORDATO.....	23
3.4 LA SCISSIONE E LE PROCEDURE CONCORSUALI .....	24
<b>CAPITOLO 4 – LE TRASFORMAZIONI DELLE SOCIETÀ IN AMBITO CONCORSUALE</b> .....	<b>26</b>
4.1 LA DISCIPLINA DELLA TRASFORMAZIONE SOCIETARIA E LE SUE FUNZIONI .....	26
4.2 LA TRASFORMAZIONE E LE PROCEDURE CONCORSUALI .....	29
<b>CAPITOLO 5 – LA CRISI DEI GRUPPI DI IMPRESA E LE OPERAZIONI STRAORDINARIE</b> ...	<b>33</b>
5.1 IL GRUPPO AZIENDALE.....	33
5.2 LA CRISI D'IMPRESA NEI GRUPPI AZIENDALI .....	34
5.3 LE OPERAZIONI STRAORDINARIE COME RIMEDIO ALLA CRISI.....	36
5.3.1 Fusione infragruppo .....	37
5.3.2 Scissione e conferimento infragruppo .....	38
<b>CAPITOLO 6 – LA RICAPITALIZZAZIONE IN AMBITO CONCORSUALE</b> .....	<b>40</b>
6.1 IL FINANZIAMENTO AZIENDALE E LA DISCIPLINA NELLA CRISI D'IMPRESA .....	40
6.2 LA CONVERSIONE DEI CREDITI IN CAPITALE .....	41
6.3 ATTRIBUZIONE AI CREDITORI DI AZIONI, QUOTE, OBBLIGAZIONI O ALTRI STRUMENTI FINANZIARI .....	43
<b>CAPITOLO 7 – LA CRISI D'IMPRESA E LE OPERAZIONI STRAORDINARIE: I CASI</b> .....	<b>46</b>
7.1 IL SETTORE ALIMENTARE: DAL CRAC PARMALAT ALLA RISTRUTTURAZIONE DEL GRUPPO FERRARINI.....	47
7.2 IL SETTORE DELLE COSTRUZIONI: I CASI ING.E. MANTOVANI, CMC COSTRUZIONI, GRANDI LAVORI FINCOSIT E TREVÌ HOLDING .....	49
7.2.1 Il Progetto Italia (cenni).....	51
7.3 SEAT PAGINE GIALLE: DALLA SCISSIONE DEI PRIMI ANNI DUEMILA ALLA FUSIONE CON ITALIAONLINE NEL 2015.....	53
<b>CONCLUSIONE</b> .....	<b>55</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>57</b>
<b>SITOGRAFIA</b> .....	<b>58</b>

## **Introduzione**

*«Quando è in atto una crisi, la passività non fa che accrescere l'impotenza: alla fine ci si trova costretti ad agire proprio sui problemi e nelle condizioni di gran lunga meno favorevoli».* (Henry Kissinger)

Questo aforisma si incarna perfettamente con lo spirito del legislatore quando, nel 2003, ha disciplinato in modo organico l'utilizzo delle operazioni societarie straordinarie nell'ambito risolutivo della crisi. L'obiettivo è far sì che le imprese che versano in uno stato di crisi abbiano a disposizione un ampio spettro di strumenti risolutivi, permettendo l'inserimento di eventuali operazioni societarie straordinarie sia in una procedura concorsuale, come ad esempio in un concordato preventivo, sia in un contesto in cui una società intenda ristrutturare il debito e soddisfare in maniera alternativa i creditori sociali.

L'obiettivo dell'elaborato finale è rinvenibile nella curiosità personale di coniugare un tema più che comune al giorno d'oggi, la crisi delle imprese, con un tema assorto nell'ombra fino alla recente riforma del 2003, le operazioni societarie straordinarie, ma che, alla luce dello studio approfondito, merita di essere valorizzato, offrendo alle imprese più di una possibilità di risoluzione della crisi senza dover ricorrere obbligatoriamente alla liquidazione del complesso aziendale.

L'opera si svilupperà inquadrando inizialmente il contesto di riferimento della crisi d'impresa, le operazioni straordinarie nella sua generalità e lo sviluppo legislativo delle normative di riferimento della disciplina italiana.

Successivamente l'analisi si detaglierà con riferimento alle singole operazioni societarie straordinarie e ne valuterà gli aspetti generali, proseguendo con la valutazione delle stesse in un contesto di procedure concorsuali e di ristrutturazione del debito.

Tra le diverse operazioni straordinarie implementabili, verranno prese in considerazione le seguenti: fusione, scissione, trasformazione e ricapitalizzazione della società.

Un capitolo intero, inoltre, sarà dedicato ai gruppi di impresa, organizzazioni formali tipiche del contesto imprenditoriale italiano, e alle situazioni di crisi di quest'ultimi. Lo studio all'interno di questo capitolo si declinerà, quindi, nella valutazione delle operazioni straordinarie usufruibili per risolvere il contesto di difficoltà economico-finanziario all'interno dei gruppi imprenditoriali.

L'elaborato, infine, si concluderà con un'analisi pratica di alcuni casi di imprese o di gruppi d'impresa che, per risolvere le proprie situazioni di tensione finanziaria o crisi di liquidità, hanno optato per il ricorso ad una o più operazioni straordinarie, inserite direttamente o indirettamente in una procedura concorsuale. Infatti, l'analisi presenterà casi di società che hanno previsto l'inserimento di un'operazione straordinaria nel piano concordatario e casi di società in cui le operazioni straordinarie hanno avuto un ruolo funzionale all'interno del processo di ristrutturazione.

Tuttavia, ciò che accomuna i diversi casi, è la scelta di ricorrere principalmente a tali tipologie di operazioni come strumento risolutivo dello stato di crisi. Lo studio concentrerà la propria analisi su tre settori rilevanti dell'economia italiana: alimentare, delle costruzioni e dell'editoria. Per quanto concerne il primo settore saranno presi a riferimento il *crac* esemplare di Parmalat e la rinascita della stessa favorita dal concordato preventivo, e la ristrutturazione più recente del Gruppo Ferrarini. Per il settore delle costruzioni saranno analizzate le seguenti società: Ing. E. Mantovani, CMC Costruzioni, Grandi Lavori Fincosit e il gruppo Trevi. Un paragrafo sarà, per di più, dedicato al recentissimo Progetto Italia che potrebbe alterare in modo sostanziale gli equilibri del settore.

L'ultimo settore economico sarà rappresentato dal caso della storica impresa torinese Seat Pagine Gialle, con un'ampia analisi degli anni duemila della società, che comincia con la scissione del gruppo SEAT nel 2003, passando per il concordato nel 2013 e concludendosi con la fusione nel 2015 con la società Italiaonline.

# Capitolo 1 - La Crisi d'impresa e le Operazioni societarie straordinarie

## *1.1 Enucleazione della crisi d'impresa*

Per il termine crisi non è possibile dare un significato univoco. Dal punto di vista finanziario/aziendalistico, esso viene inteso come sinonimo dello stato di insolvenza, considerando un'impresa in crisi un soggetto inadempiente alle proprie obbligazioni, a causa della mancanza dei mezzi necessari per effettuare i pagamenti dovuti e dell'impossibilità di procurarsi altri mezzi. Per ciò che concerne la dottrina economico-aziendale, la crisi d'impresa non è altro che «quel processo degenerativo che rende la gestione aziendale non più in grado di seguire condizioni di economicità a causa di fenomeni di squilibrio o di inefficienza, di origine interna o esterna, che determinano appunto la produzione di perdite di varia entità che, a loro volta, possono determinare l'insolvenza che costituisce più che la causa, l'effetto, la manifestazione ultima del dissesto<sup>1</sup>». Dal punto di vista giuridico, invece, il termine crisi è enucleabile all'interno del diritto fallimentare, seppur il legislatore non lo abbia mai esplicitamente definito. All'interno della disciplina fallimentare la crisi d'impresa è indicata come il presupposto per l'attivazione delle procedure volte a scongiurare il fallimento (concordato preventivo, accordo di ristrutturazione dei debiti, amministrazione straordinaria...).

Per elaborare una corretta diagnosi del fenomeno di crisi in atto e per valutare un'eventuale ipotesi di risanamento, è fondamentale l'analisi delle ragioni dei dissesti aziendali.

È possibile evidenziare quattro macroclassi di cause di crisi aziendali:

1. cause interne e cause esterne;
2. cause soggettive e cause oggettive;
3. cause gestionali, economiche, finanziarie, patrimoniali;
4. cause primarie e cause secondarie.

Mentre le cause interne sono inerenti alla gestione aziendale e all'inefficienza dei processi gestionali, le cause esterne sono riconducibili all'instabilità dei mercati, alla recessione del settore di appartenenza, alla pressione competitiva e ad altri fenomeni politico-sociali.

---

<sup>1</sup> Guatri, Luigi (1986), *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, Giuffrè

Per scindere le cause soggettive da quelle oggettive è sufficiente evidenziare come le prime siano quelle direttamente riconducibili ai ruoli imprenditoriali e manageriali, mentre le seconde non siano attribuibili direttamente a comportamenti umani. Le cause soggettive sono quelle più ricorrenti e definibili come primarie, essendo spesso quelle più gravi e persistenti negli squilibri aziendali.

Un'altra causa piuttosto frequente nei recenti dissesti aziendali è stata il disallineamento tra le strategie aziendali e l'adeguamento della struttura organizzativa. Rimane, dunque, fondamentale la correlazione tra strategia e struttura, anche nel caso di implementazione di operazioni straordinarie societarie, per evitare eventuali crisi da sovradimensionamento o da sottodimensionamento, o altri problemi legati a tali tipologie di operazioni.

## *1.2 Introduzione alle operazioni societarie straordinarie*

«Le operazioni straordinarie costituiscono una categoria mutuata dalle scienze aziendalistiche, nella quale rientrano tutti gli atti o procedimenti finalizzati alla riconfigurazione della struttura essenziale dell'azienda, al fine di adeguarla alle mutate esigenze dell'impresa<sup>2</sup>».

Le operazioni societarie straordinarie, quindi, sono quelle operazioni poste al di fuori della gestione ordinaria aziendale, utilizzate per riordinare, adeguare o razionalizzare la struttura delle società o di particolari rami d'azienda, oppure per la riorganizzazione dei gruppi d'impresa.

Le principali operazioni straordinarie utilizzate solitamente dalle imprese che versano in uno stato di crisi sono: trasformazione, fusione, scissione, acquisizione/cessione, conferimento, affitto e ricapitalizzazione.

Tali operazioni possono essere distinte sulla base di una duplice logica fondata sulla tipologia di struttura giuridica e sulla funzione economica. Perciò si distingue tra operazioni straordinarie *c.d. negoziali* e operazioni straordinarie *c.d. corporative*.

---

<sup>2</sup> Fabbri, Alessandra, 'Operazioni straordinarie', [www.ilgiuslavorista.it](http://www.ilgiuslavorista.it), 06/02/2017 in riferimento Palmieri, Gianmaria (2009), 'Operazioni straordinarie "corporative" e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative', in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, n.9

### *1.2.1 Le operazioni straordinarie c.d. negoziali*

Tra le operazioni straordinarie negoziali rientrano le cessioni o le acquisizioni aventi ad oggetto aziende o i rami d'azienda, e gli affitti d'azienda o di rami aziendali.

A differenza delle operazioni corporative, quest'ultime vengono attuate mediante la stipulazione di un contratto tra due o più controparti e, al momento dell'impiego di tali strumenti come risolutori della crisi, le operazioni negoziali sono di esclusiva competenza degli amministratori, i quali saranno delegati anche alla proposta della domanda di concordato preventivo, qualora sia necessario, nelle società di capitali.

Un'altra peculiarità di tali operazioni è rappresentata dal loro esclusivo impiego, da parte del curatore fallimentare, per poter gestire il patrimonio fallimentare. Perciò, il curatore potrà gestire il patrimonio fallimentare solamente attraverso cessioni d'azienda, acquisizioni di rami aziendali, affitti di rami aziendali o attraverso altre operazioni simili.

Un'ultima importante caratteristica concerne la responsabilità per i debiti: l'acquirente dell'azienda non risponde né in sede fallimentare né in sede concordataria dei debiti sorti prima della data di trasferimento, salvo diversa convenzione stipulata.

### *1.2.2 Le operazioni straordinarie c.d. corporative*

Tra le operazioni straordinarie corporative si rinvengono fondamentalmente le trasformazioni, le fusioni e le scissioni, oltre alle attribuzioni di azioni, quote oppure obbligazioni (anche convertibili in azioni), altri strumenti finanziari o titoli di debito.

Questo tipo di operazioni societarie determinano le modificazioni strutturali dell'organizzazione, avendo cioè una funzione riorganizzativa della società.

A differenza di quanto enunciato precedentemente con riferimento ai soggetti responsabili delle operazioni c.d. negoziali, per far sì che quelle corporative possano andare in porto, è necessaria la deliberazione degli organi societari assembleari, anche qualora l'operazione faccia parte di un piano di ristrutturazione del debito per risolvere una situazione di crisi.

Per quanto riguarda l'onere dei debiti, si è giunti ad una diversa risoluzione rispetto alle operazioni suddette. Nel caso in cui il trasferimento aziendale avvenga per effetto di un'operazione societaria corporativa, compresa una situazione di concordato, la società

risultante dall'operazione assume tutti i diritti e gli obblighi delle società aderenti, salvo eventuali accordi di ristrutturazione del debito.

Infine, ciò che contraddistingue le operazioni corporative è la neutralità, cioè la possibilità di adeguamento e di impiego ad una varietà e molteplicità di scopi e finalità (risanamento aziendale per una situazione di crisi, diversificazione del rischio, adattamento alle condizioni di mercato...).

### *1.3. L'evoluzione storica delle operazioni societarie straordinarie accostate al mondo concorsuale*

I rapporti tra la sfera concorsuale e le operazioni societarie straordinarie non sono mai stati analizzati e approfonditi dal legislatore, se non con qualche intervento legislativo degli ultimi anni.

Data però la sempre più dinamica evoluzione del sistema economico sia europeo che mondiale, la legislazione italiana si è dovuta recentemente adattare a tale situazione, disciplinando le operazioni straordinarie con il D.lgs. n. 6/2003. Quest'ultime sono divenute, infatti, elemento basilare sia per la risoluzione di situazioni di crisi d'impresa sia, più in generale, per qualsiasi società che intenda riorganizzare la struttura organizzativa (operazioni c.d. corporative) o modificarne la titolarità/proprietà (operazioni c.d. negoziali).

Il decreto legislativo appena nominato ha introdotto un'altra importantissima novità per quanto riguarda il complicato rapporto tra diritto societario e diritto concorsuale. Fino al 2003, di fatto, non era possibile aderire ad operazioni di trasformazione, scissione e fusione per le società sottoposte a procedure concorsuali, mentre, grazie a tale riforma, tutto ciò è stato reso possibile.

L'apertura vera e propria alle operazioni societarie straordinarie per la ristrutturazione del debito e la soddisfazione dei creditori, si realizzò mediante la promulgazione della legge Marzano (relativa all'amministrazione straordinaria delle imprese di rilevanti dimensioni), attraverso la quale venne affermato il principio secondo cui la soddisfazione dei creditori potesse avvenire in *qualsiasi forma tecnica e giuridica*, compreso quindi il ricorso alle operazioni straordinarie.

#### *1.4. Lo scenario attuale: le operazioni straordinarie come rimedio alla crisi d'impresa*

Il fulcro della riforma che prevede l'utilizzo delle operazioni straordinarie come metodo per la soddisfazione dei creditori, dunque, risiede nella nuova formulazione dell'art. 160 l. fall., resa possibile, come suddetto, dal D.lgs. n. 6/2003. L'art 160 l. fall. ricostituito così recita: «*Presupposti per l'ammissione alla procedura.* – I. L'imprenditore che si trova in stato di crisi può proporre ai creditori un concordato preventivo sulla base di un piano che può prevedere:

- a. la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, *o altre operazioni straordinarie*, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito;
- b. [...] »

Le operazioni societarie straordinarie vengono ammesse alle procedure concorsuali non solo con l'intento di soddisfare i creditori, ma anche per poter garantire la continuità aziendale e il riassetto organizzativo. Tali ultimi obiettivi possono essere assicurati solamente mediante un progetto di riorganizzazione patrimoniale, societaria e finanziaria, che spazia dal riadattamento della struttura societaria alle nuove condizioni economiche fino al trasferimento della proprietà o al cambio del vertice aziendale.

Anche la disciplina del concordato fallimentare (art. 124 l. fall.), così come quella del concordato preventivo (art. 160 l. fall.), ha accolto le operazioni straordinarie come possibili strumenti adottabili in un piano integrato. Di fatto, le recenti modifiche del diritto fallimentare mettono in evidenza come «[...] le operazioni straordinarie possano essere uno strumento di riallocazione produttiva della ricchezza anche nell'ambito della liquidazione fallimentare<sup>3</sup>». Il curatore fallimentare potrà dunque procedere alla liquidazione, non solo attraverso gli strumenti ordinari, ma anche attraverso operazioni straordinarie contestualizzate all'interno della procedura fallimentare-liquidatoria,

---

<sup>3</sup> Bastia P. – Brogi R. (2016), *Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*, Ipsoa in riferimento a Maggi, Cristina (2008), 'La liquidazione mediante conferimento: commento all'art. 105, VIII comma, l.fall.', in *Il Fallimento*, p. 1371

come ad esempio l'attribuzione dell'intero complesso aziendale o solamente di un ramo ai creditori oppure la cessione d'azienda.

A livello generale, si può dire che «Le operazioni societarie straordinarie consentono di colmare lo iato presente tra la staticità dell'organizzazione societaria impressa dai soci in sede di attivo costitutivo e l'evoluzione delle condizioni economiche della società, attraverso la modificazione dell'organizzazione societaria, oppure la sua compenetrazione in un'altra entità (societaria e non), oppure il frazionamento dell'organizzazione esistente in più distinte organizzazioni (societarie e non) nuove o preesistenti.<sup>4</sup>»

Come si può evincere dall'andamento evolutivo del rapporto tra mondo concorsuale e operazioni societarie straordinarie, il legislatore ha preso piena coscienza che quest'ultime rappresentano un elemento chiave per l'esito positivo dei piani di ristrutturazione che prevedono, con uno sguardo al futuro, la continuità aziendale dell'impresa in crisi e, con uno sguardo al passato, la ristrutturazione dei debiti o un accordo stragiudiziale con i creditori. Dall'altro lato, però, «[...] è anche vero che continua a mancare una chiara regola che raccordi la disciplina codicistica sulle operazioni straordinarie e la disciplina fallimentare che regola le procedure concorsuali<sup>5</sup>».



**Figura 1 – Il meccanismo delle operazioni societarie straordinarie<sup>6</sup>**

<sup>4</sup> Bastia P. – Brogi R. (2016), *Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*, Ipsoa in riferimento a Giuseppe, Ferri Sr. (2002), *Manuale di diritto commerciale*, Torino, p.507

<sup>5</sup> M. Pastore – L. Jeantet – L. Basso – A. Varoli (2015,2016), *La ristrutturazione: Linee guida e strumenti di composizione della crisi d'impresa*, Milano, FrancoAngeli, p.176

<sup>6</sup> Fonte: [www.studiobulzonisangiorgi.it](http://www.studiobulzonisangiorgi.it)

## Capitolo 2 - La fusione nella crisi d'impresa e il rapporto con le procedure concorsuali

### 2.1. Introduzione alla fusione

La legge non contiene una definizione generale di fusione, ma quest'ultima può essere definita come l'operazione mediante la quale due o più società si uniscono dando vita ad un nuovo soggetto giuridico. Le modalità attraverso cui queste tipologie di operazioni possono verificarsi, sono evidenziate dall'art. 2501, comma 1 cc. che suggerisce «[...] mediante la costituzione di una nuova società o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre».

La fusione può avvenire quindi:

- per incorporazione: una società *incorporante* annette la società *incorporata* fondendo i rispettivi patrimoni; un caso particolare di questa tipologia di fusione è quella «inversa» nella quale l'incorporante sia una società controllata dall'incorporanda; viene definita «diretta» qualora l'incorporante sia anche socia della incorporanda;
- per unione: due o più imprese si fondono e confluiscono in una società di nuova costituzione.

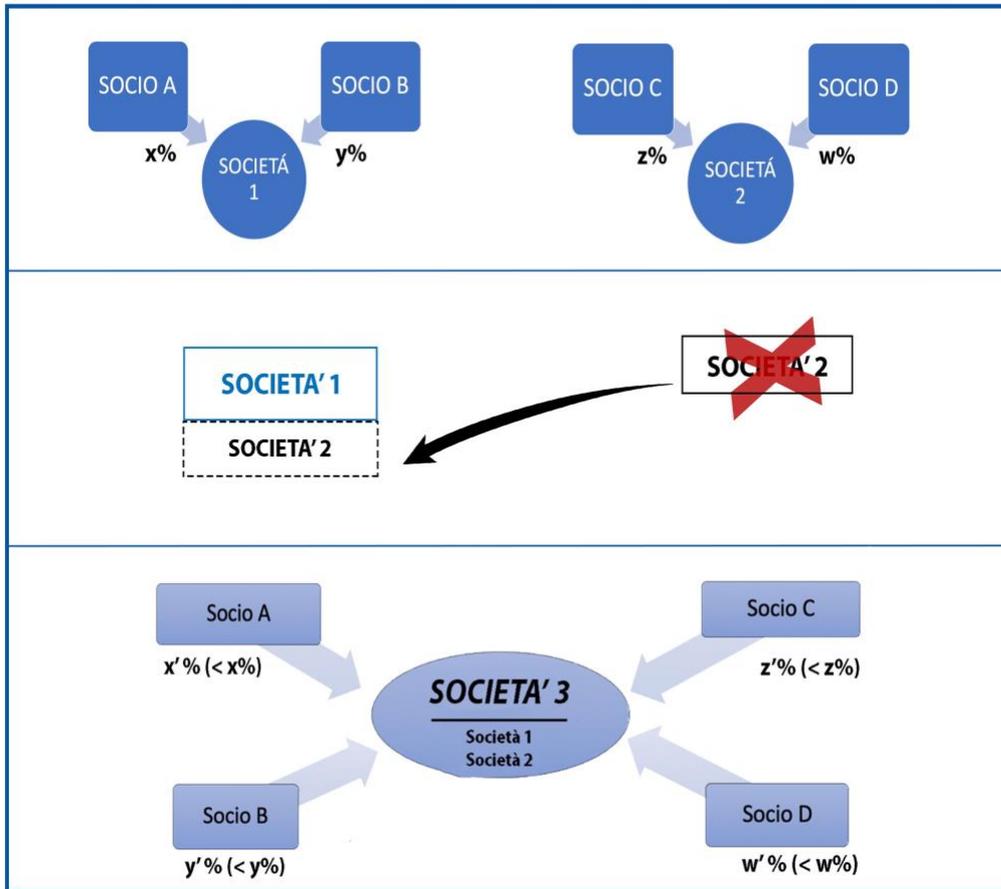
Inoltre, è possibile distinguere tra fusione cd. omogenea, cioè tra società dello stesso tipo, e fusione cd. eterogenea, cioè tra società di diverso tipo.

Le funzioni e le finalità di questa operazione sono innumerevoli, spaziando dalla crescita esterna e dal rafforzamento della posizione competitiva fino al conseguimento di svariati obiettivi, quali, ad esempio, accorciare la catena di controllo, integrare processi produttivi a valle o a monte, ottenere maggiore efficienza produttiva...

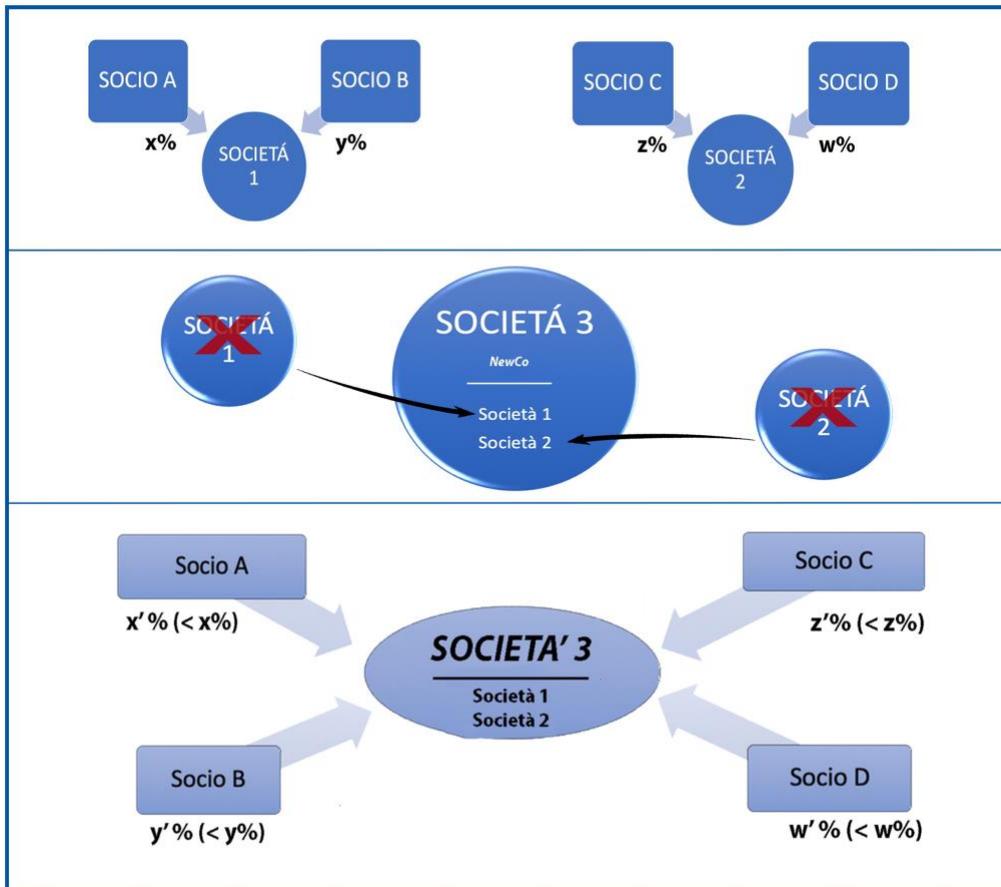
Il rapporto di cambio delle azioni o delle quote (c.d. concambio) assume un ruolo chiave nelle fusioni societarie, e può essere definito come il «[...] rapporto in base al quale saranno assegnate ai soci delle società che si estinguono le azioni o quote della società incorporante o della nuova società<sup>7</sup>».

---

<sup>7</sup> Associazione Preite (2012), *Il diritto delle società*, 4° ed., Bologna, Il mulino, p.438



*Figura 2 - Schema di una fusione per incorporazione<sup>8</sup>*



*Figura 3 - Schema di una fusione per unione<sup>9</sup>*

<sup>8</sup> Fonte: produzione propria

<sup>9</sup> Fonte: produzione propria

## *2.2. Responsabilità giuridica della società di 'nuova costituzione' e tutela dei creditori*

Presupposto fondamentale per l'analisi della fusione in ambito di crisi aziendali prima e di procedure concorsuali poi, è la comprensione del primo comma dell'art. 2504 bis cc., il quale prevede che «La società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione».

Gli interessi in questione, dunque, sono plurimi, sia per ciò che concerne le imprese aderenti alla fusione sia per la gestione dei creditori e del piano di ristrutturazione dei debiti.

Da questa operazione, quindi, i creditori delle singole imprese aderenti potrebbero trarne vantaggio, svantaggio oppure esserne neutrali. Ne trarranno sicuramente vantaggio nel caso in cui, grazie alla costituzione della nuova società, vedranno accrescere la propria possibilità di rimborso del credito da loro vantato; sarà a loro svantaggio nel caso in cui le risorse della nuova società non saranno sufficienti per soddisfare integralmente il credito in concorso con tutti i creditori delle società partecipanti.

È proprio in questo contesto che si inserisce lo strumento fondamentale dell'*opposizione alla fusione* ex art. 2503 c.c. per tutelare i creditori dal pregiudizio che potrebbe arrecare questa operazione.

La fusione, infatti, è valida e inizia a produrre effetti giuridici trascorsi 60 giorni (valido per le società per azioni, altrimenti 30 giorni per le altre società) dall'ultima iscrizione della deliberazione di fusione delle società partecipanti nel registro delle imprese. Entro tale lasso di tempo, i creditori hanno diritto di fare opposizione.

L'ipotesi che una o più società partecipanti alla fusione siano ammesse ad una procedura concorsuale (concordato preventivo oppure ristrutturazione dei debiti) rappresenta una situazione particolare nella quale la società risultante dall'operazione diventerà responsabile di un debito ristrutturato, non già dei debiti delle società anteriori alla procedura concorsuale. Ulteriore situazione eccezionale è quella rappresentata dalla fusione contestuale all'omologazione di un concordato fallimentare, purché non sia già cominciata la distribuzione dell'attivo.

A questo punto, avendo già analizzato l'opposizione individuale ai sensi dell'art 2503 c.c., è necessario valutare l'opposizione all'omologazione della proposta di fusione

inserita all'interno del piano concordatario ex art. 180 l.fall. È doveroso innanzitutto fare riferimento a quanto viene affermato dall'art. 177, primo comma, l. fall. secondo cui «Il concordato è approvato dai creditori che rappresentano la maggioranza dei crediti ammessi al voto. Ove siano previste diverse classi di creditori, il concordato è approvato se tale maggioranza si verifica inoltre nel maggior numero di classi». Si apre, quindi, una questione per quanto riguarda il rapporto tra opposizione individuale e opposizione all'omologazione del concordato. La questione viene risolta negando ai creditori la possibilità di proporre opposizione alla fusione ex art. 2503 c.c. qualora la proposta di concordato sia stata approvata, ma viene concesso loro esclusivamente lo strumento di opposizione all'omologazione del concordato.

### *2.3. La funzione economica della fusione nella ristrutturazione del debito*

L'obiettivo di riorganizzare una società in crisi o di ristrutturare il debito esistente può essere perseguito attraverso un'operazione di fusione societaria.

Una situazione tipica di applicazione dell'operazione suddetta è quella indicata dal caso in cui una o più società partecipanti siano in crisi o siano insolventi. Di fatto, la fusione conduce a forme di integrazione verticale od orizzontale per dar vita ad un «patrimonio unito» rinforzato, senza che vi sia un vero e proprio esborso finanziario, mantenendo al proprio interno risorse necessarie al superamento della fase di crisi o alla soddisfazione dei creditori. Tutto ciò è reso possibile grazie alla semplice attribuzione di azioni o quote ai soci delle società partecipanti, senza, appunto, fuoriuscita di cassa. Solitamente questa fase prevede che sia una impresa c.d. *in bonis* (sana economicamente) ad incorporare al proprio interno una o più imprese insolventi.

A livello economico-contabile, permette di mantenere inalterato il valore di alcune poste di bilancio, consentendo di trasferire l'attivo delle società in crisi ad un valore congruo a quello di mercato, senza dover obbligatoriamente liquidare tutti gli *asset* aziendali ad un prezzo irrisorio (dettato dallo squilibrio economico societario) per soddisfare i creditori o per salvare il complesso aziendale.

Controversa è la situazione in cui un'azienda che intenda partecipare alla fusione presenti un patrimonio netto contabile negativo senza alcuna posta reale positiva, erose dalla crisi o svendute.

Non è solo una questione economica, la fusione consente anche di aumentare il grado di specializzazione, il grado di profondità delle conoscenze, il raggiungimento di rilevanti economie di scala o di economie di apprendimento, e tanti altri miglioramenti legati all'aspetto operativo/organizzativo.

Per comprendere i motivi sottostanti ad una tale operazione è fondamentale capire al principio come la fusione non sia un semplice trasferimento di un insieme di beni o di *asset* aziendali, ma può essere meglio concepita come un accordo di associazione sinergica con l'intento di proseguire l'attività economica con risorse finanziarie e materiali, capacità di credito e di accesso al mercato finanziario e, infine, maggior completezza dei processi produttivi, che, altrimenti, non potrebbero essere conseguiti.

I margini di miglioramento in un contesto di crisi comprendono anche la struttura formale e l'immagine dell'azienda. Un'impresa in crisi potrebbe non godere più della fiducia degli *stakeholders*, a cominciare dai creditori, passando per gli intermediari finanziari (banche, assicurazioni, società di investimento...) e concludendo con la sfiducia dell'intero sistema finanziario. Ecco perché accorparsi ad un'altra impresa *in bonis* può essere una strategia vincente, sia a livello strutturale-manageriale che a livello economico-operativo.

D'altronde, una fusione permette una riorganizzazione complessiva di tutte le società aderenti, sia dal punto di vista economico che organizzativo.

«Anche nel momento della crisi la fusione si rivela, quindi, un contratto di vita e non di morte, che contraddistingue la crescita dell'impresa e l'evoluzione del sistema nel suo complesso<sup>10</sup>»

#### *2.4. Il rapporto con le procedure concorsuali conservative e liquidatorie*

La nuova formulazione dell'art. 2501 c.c., in combinazione con gli articoli 124 e 160 della legge fallimentare permettono alle società di poter usufruire della fusione in esecuzione di una procedura concorsuale conservativa o liquidatoria.

Innanzitutto è fondamentale definire cosa siano le procedure concorsuali, cioè dei procedimenti che hanno come obiettivo la soluzione di uno stato di crisi aziendale attraverso la regolazione dei rapporti con i creditori, finalizzate a garantir loro adeguata tutela, aprendo il «concorso» sui beni del debitore, oppure vengono utilizzate per

---

<sup>10</sup> Cottino, Gastone (1999), *Diritto commerciale vol. 1.2, Le società*, Padova, Cedam, p. 615

riorganizzare il complesso aziendale attraverso la ristrutturazione del debito. Alcuni esempi di procedure concorsuali possono essere il fallimento, il concordato preventivo, la liquidazione coatta amministrativa e l'accordo di ristrutturazione dei debiti.

Nel caso di procedure conservative non vi è alcun limite circa l'ammissibilità della fusione, anzi, viene sempre più favorita come strumento per la raccolta di risorse per soddisfare i creditori o per fuoriuscire dallo stato di crisi. A differenza di quest'ultime, un limite è rimasto all'ammissibilità della fusione nelle procedure con carattere liquidatorio: «La partecipazione alla fusione non è consentita alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo» (art. 2501, comma 2, c.c.).

A livello generale, comunque, permangono alcune perplessità nel rapporto tra le procedure concorsuali liquidatorie e la fusione. Dall'analisi dell'art. 2499 c.c. è desumibile il limite dello stato e delle finalità della procedura, secondo cui, «Può farsi luogo alla trasformazione anche in pendenza di procedura concorsuale, purché non vi siano incompatibilità con le finalità o lo stato della stessa» (art. 2499 c.c.). Tale principio valido in linea generale per le trasformazioni, può essere, secondo alcuni, esteso a tutte le altre operazioni straordinarie (compresa la fusione) per società sottoposte a procedura concorsuale.

Taluni ritengono che non sia ammissibile la fusione alla procedura concorsuale di tipo liquidatorio, in quanto vi sarebbe alla base un presupposto di incompatibilità tra le procedure come il fallimento e la liquidazione coatta amministrativa e l'attribuzione del patrimonio della società (sottoposta ad una medesima procedura) ad altri soggetti giuridici, alterandolo soggettivamente e oggettivamente.

A discapito di quest'ultimo orientamento negativo, ce n'è uno diametralmente opposto che ritiene non applicabili i limiti previsti dall'art. 2499 c.c. all'ipotesi di fusione, e precisa che «[...] le finalità economiche suddette possono essere perseguite anche mediante una fusione, cioè mediante una radicale «riorganizzazione» della società in crisi o insolvente, che ne produca l'*estinzione*, in esito al processo di ristrutturazione, e comporti la *successione universale* di altra società nei suoi rapporti giuridici, ivi comprese le passività verso i creditori concorsuali, oggetto della rinegoziazione concordataria<sup>11</sup>». L'unico parametro utilizzabile per valutare la compatibilità tra l'operazione di fusione, che prevede la confusione dei patrimoni delle società coinvolte,

---

<sup>11</sup> Guerrero F., Maltoni M. (2008), 'Concordati giudiziali e operazioni societarie di riorganizzazione', in *Rivista delle società*, n.1, Giuffrè Editore, Milano, p. 76

e le procedure concorsuali sarebbe, quindi, il perseguimento degli obiettivi economici dei creditori sociali (che non vengano meno le garanzie patrimoniali) e dei soci (non peggiorare la situazione patrimoniale).

Peculiare è la circostanza in cui la fusione viene adoperata in un momento successivo alla dichiarazione vera e propria di fallimento, con l'intento di permettere una riorganizzazione societaria o di ricercare le risorse necessarie grazie ad un eventuale fusione. Tutto ciò è possibile grazie alla modifica dell'art. 2484 c.c. per cui il fallimento non è più causa di scioglimento della società.

Nella valutazione dell'inserimento della fusione in un piano concordatario vanno tenute in considerazione due situazioni. La prima riguarda il limite imposto dal legislatore, il quale prevede che la società proponente debba assicurare almeno il pagamento del 20% dei crediti chirografari per i concordati liquidatori, mentre nessun limite è previsto per quelli fallimentari. In tale contesto si inserisce la recente riforma dell'art. 163 l.fall. che consente ai creditori, i quali rappresentino il 10% dei crediti totali, di poter promuovere una proposta concorrente, qualora la società non soddisfi autonomamente il 40% dei crediti chirografari in un concordato liquidatorio o il 30% nel caso del concordato in continuità. Per valutare la possibilità di presentare una proposta concorrente o meno oppure per fare opposizione all'omologazione del concordato, i creditori hanno a disposizione un indice molto efficace per valutare la percentuale di realizzo del loro credito, il c.d. *recovery rate*, il quale consente di stimare la quota di rimborso una volta omologato il concordato.

Considerando le tempistiche di omologazione del concordato e della stipula dell'atto finale di fusione, per la gran parte delle volte in cui questa tipologia di operazione viene portata a termine, il piano concordatario rimanda la completa attuazione della fusione ad un momento successivo all'omologazione. È possibile però che il procedimento di fusione venga anticipato alla fase di omologazione, pur rimanendo condizionato all'esito della procedura concorsuale. Solitamente la fase di stipula dell'atto di fusione avviene in un momento successivo all'omologazione. Di fatto, qualora non venisse stipulata la fusione, il concordato sarebbe risolto; ciò è valido anche nel caso in cui la stipula venga rimandata integralmente dopo l'omologazione. Più complicato è il caso in cui l'efficacia dell'esecuzione della fusione non sia condizionata all'omologazione del concordato, dovendo la società in concordato preventivo munirsi di più di un'autorizzazione legale.

Dal quadro appena descritto, si nota come sempre più spesso la fusione, legato o meno a piani concordatari, sia impiegata per la soddisfazione del ceto creditorio, accolta in maniera crescente dal legislatore come strumento di valore per una completa ristrutturazione aziendale. Tanto è vero che i creditori sociali, nella maggior parte dei casi, ritrovano una migliore garanzia di solvibilità dalle concentrazioni societarie. La fattibilità dell'operazione prevede, però, anche la necessità di un'analisi endosocietaria approfondita, per capire i vantaggi e gli svantaggi derivanti per i soci. Un'analisi del ruolo della società fallita, sia essa incorporante o incorporata, e il rapporto con i soci è imprescindibile. Infatti, è necessario il consenso di tutti i soci nella situazione in cui sia la società fallita a dover incorporare quella *in bonis*, potendo essere sfavoriti i soci di minoranza dal rapporto di cambio. Altrettante criticità emergono nel caso in cui sia la società fallita a dover essere incorporata da quella *in bonis*, dovendo fare attenzione ad una eventuale propagazione della situazione negativa della società e dovendo valutare l'utilità degli asset strategici trasferiti nel complesso aziendale, facendo così un'analisi costi-benefici.

### 2.5 *Il leveraged buy-out (cenni)*

Un cenno particolare va riservato all'operazione di fusione mediante il *leveraged buy-out* (l.b.o.). «Si tratta dell'acquisizione e, successivamente, della fusione di una società con elevate capacità di autofinanziamento che viene realizzata da una società (sovente di nuova costituzione) facendo ricorso al debito (per lo più sotto forma di finanziamenti bancari) anziché al capitale, sfruttando il c.d. effetto della leva dell'indebitamento<sup>12</sup>». Il finanziamento alla *newco* viene solitamente estinto attraverso gli utili prodotti da quest'ultima durante la propria attività. Per tale operazione è stata predisposta una disciplina dettagliata in relazione alle condizioni finanziarie, alle ragioni economiche dell'operazione, alle fonti delle risorse e agli obiettivi strategici, per garantirne la trasparenza e la correttezza sia sul piano formale che operativo. È possibile, inoltre, far ricorso al leveraged buy-out nell'ambito di un concordato preventivo, in particolare quello in continuità, data la necessità di dover ripagare il finanziamento con gli utili prodotti dalla *newco*. La società impegnata in una procedura consensuale dovrà, comunque, dimostrare che l'operazione suddetta sia la miglior via per soddisfare il ceto

---

<sup>12</sup> Associazione Preite (2012), *Il diritto delle società*, 4° ed., Bologna, Il mulino, p.436

creditorio garantendo la continuità aziendale e l'adempimento delle obbligazioni concordatarie.

## **Capitolo 3 - La scissione: crisi d'impresa e procedure concorsuali**

### *3.1 Introduzione alla scissione*

Come nel caso della fusione, la legge non contiene una definizione generale di scissione, sebbene questa possa essere definita come «un'operazione attraverso la quale un'impresa trasferisce dei beni a un'altra o più altre società, siano esse già esistenti o di nuova costituzione<sup>13</sup>».

Nell'ordinamento italiano sono riconosciute due tipologie di scissione secondo lo schema dell'art. 2506 c.c.:

- **Integrale (totale):** una società (la *scissa*) trasferirà interamente il proprio patrimonio ad una o più società (la/e *beneficiaria/e*), estinguendo la propria attività senza liquidazione;
- **Parziale:** una società (la *scissa*) trasferirà parzialmente il proprio patrimonio ad una o più società (la/e *beneficiaria/e*); la scissa potrà continuare la propria attività seppur con un patrimonio ridotto (riduzione sia di attività che di passività).

Una caratteristica delle società beneficiarie è la possibilità di essere sia di nuova costituzione, create ad hoc tramite la scissione, che società preesistenti.

Benché le finalità perseguite dall'istituto della scissione possano essere molto simili a quelle del conferimento d'azienda, le due operazioni presentano caratteristiche formali-giuridiche diverse.

Infatti, ciò che contraddistingue la scissione è il fatto che le quote o le azioni delle società beneficiarie vengano assegnate proporzionalmente ai soci della società scissa in modo diretto, a differenza del conferimento d'azienda nel quale vengono emesse a favore della società conferente. Vi è anche la possibilità di conguagliare un socio in denaro, a patto che non superi il 10% del valore nominale delle azioni o quote attribuite. Un'ulteriore possibilità è quella della scissione c.d. asimmetrica, attraverso la quale, per

---

<sup>13</sup> Fiori G.-Tiscini R. (2014), *economia aziendale*, Milano, Egea, p.102

consenso unanime, possono venire distribuite ad un socio solamente quote della società scissa. Anche la scissione c.d. non proporzionale assume un ruolo importante nell'enucleazione di tale operazione. Quest'ultima è una scissione nella quale le partecipazioni assegnate ai soci nelle beneficiarie non sono proporzionali a quelle possedute dai soci stessi nella società scissa.

La scissione può essere utilizzata per molteplici fini a livello aziendale; i principali obiettivi perseguiti sono: ridimensionamento e ridefinizione del business, ristrutturazione proprietaria e aziendale, trasferimento di attività/passività, diversificazione dell'investimento e ristrutturazione del debito.

### *3.2. La scissione come soluzione alla crisi d'impresa*

La scissione sta assumendo negli ultimi anni un ruolo sempre più importante per la gestione e la risoluzione delle crisi d'impresa. Sebbene questa operazione possa essere funzionale alla dismissione di un ramo aziendale «negativo» in un c.d. *bad company*, la scissione sta assumendo progressivamente il ruolo di strumento risolutivo, in quanto ha come obiettivo comune alla soluzione della crisi d'impresa la continuità aziendale del ramo aziendale «buono», la c.d. *good company*.

Per *bad company* intendiamo la società beneficiaria di nuova esistenza o preesistente nella quale confluisce il ramo aziendale infruttifero o che non dispone delle liquidità sufficienti per poter operare in modo sano nel mercato. Solitamente questo ramo «negativo» viene posto in un secondo momento in liquidazione o sottoposto a procedura concorsuale per isolarlo da quello «positivo» e soddisfare i creditori trasferiti alla società beneficiaria grazie alla vendita dei singoli *asset* aziendali o attraverso un accordo stragiudiziale con i creditori medesimi. Una via percorribile può essere anche quella della cessione o affitto della *good company* e una soluzione di fallimento *ad hoc* per il ramo «negativo» oppure una richiesta di concordato (richiesta di procedura concorsuale, più in generale); dunque, il ventaglio di soluzioni post-scissione può essere ampio e, talvolta, piuttosto complesso. La stessa operazione può avvenire in senso contrario: la *good company* viene trasferita ad una nuova società beneficiaria, mentre la *bad company* rimane presso la società scissa, il risultato globale non viene alterato. Per attuare una scissione, è fondamentale fare riferimento al terzo comma dell'art. 2506-quater c.c. che sancisce il principio della responsabilità solidale della società scissa nei confronti delle

beneficiarie, per la parte dei debiti non soddisfatti da quest'ultime. Il principio è stato istituito per evitare che diminuisca la garanzia patrimoniale dei creditori originali: «[...] Ciascuna società è solidalmente responsabile, nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto ad essa assegnato o rimasto, dei debiti della società scissa non soddisfatti dalla società cui fanno carico» (art. 2506-quater, comma 3).

La scissione non viene, comunque, utilizzata esclusivamente per la costituzione di una *bad company* ma può avere ulteriori obiettivi e strategie di business.

Come evidenziato nel paragrafo introduttivo alla scissione, i principali obiettivi perseguibili con tale operazione possono essere il ridimensionamento e la ridefinizione del business, la ristrutturazione proprietaria e aziendale, il trasferimento di attività/passività, la diversificazione dell'investimento e la ristrutturazione del debito.

Un obiettivo piuttosto ricorrente è quello della diversificazione dell'investimento, cioè l'operazione di scindere l'intera attività dell'impresa in due o più rami aziendali, suddivisi per differenti settori economici, dando loro autonomia gestionale e operativa. Ogni «impresa indipendente» gestirà i propri clienti, la propria esposizione debitoria e la propria attività. Attraverso questa operazione un'impresa potrà organizzare l'entrata in nuovi settori, in nuovi mercati oppure, viceversa, potrà utilizzarla per abbandonare determinati settori o mercati colpiti da una crisi irreversibile.

Un'ulteriore strategia perseguibile da un'impresa in crisi può essere quella del ridimensionamento del proprio business, che può entrare in crisi a causa dell'inopportuna grandezza raggiunta o per la crescita esponenziale dei costi fissi al crescere delle dimensioni organizzative. La soluzione, quindi, può essere proprio quella di effettuare una scissione e riportare il *core business* ad avere dimensioni adatte al contesto e che permettano di raggiungere efficacemente economie di scala e/o di scopo.

### 3.2.1 È possibile la c.d. scissione negativa?

Per rispondere a tale quesito, è bene rifarsi alla massima L.E.1 del Consiglio Notarile del Triveneto secondo cui «È ammissibile la scissione, anche non proporzionale, mediante assegnazione ad una o più beneficiarie di un insieme di elementi patrimoniali attivi il cui valore contabile sia inferiore a quello dell'insieme degli elementi passivi (cosiddetta “scissione negativa”), sempreché il valore economico/reale di quanto complessivamente assegnato sia positivo.

In tal caso si ritiene che la beneficiaria della “scissione negativa” debba essere preesistente e l’operazione debba alternativamente attuarsi:

- a. mediante riduzione delle riserve della beneficiaria (ovvero, in carenza di riserve capienti, del capitale) in misura tale da assorbire il netto contabile trasferito;
- b. mediante rilevazione della minusvalenza.

Il principio esposto deve ritenersi applicabile, per l’identica ratio, anche all’ipotesi della fusione, laddove l’incorporata abbia un patrimonio contabile negativo ma reale positivo. [...] »

In altre parole, la scissione con attribuzione di un netto contabile negativo è possibile porla in atto solamente al soddisfarsi di tre requisiti:

1. La società beneficiaria del patrimonio assegnatole sia già esistente;
2. Nonostante il netto contabile sia negativo, il valore economico/reale del patrimonio sia positivo;
3. La società beneficiaria abbia capitale sociale o riserve sufficienti per smorzare tale netto contabile negativo assegnatole o per rilevare una minusvalenza in bilancio.

Su tale argomento si sono espressi diversi Consigli Notarili e vi sono altrettante massime o pronunce della Cassazione e della Dottrina ma, tutt’oggi, non vi è un indirizzo univoco ed è alquanto complicato indirizzare la sentenza verso un orientamento o verso un altro. Numerosi orientamenti, per lo più, considerano inammissibile un piano concordatario che preveda al proprio interno una proposta di scissione c.d. negativa.

### *3.3 Tutela dei creditori: opposizione alla scissione e opposizione all’omologazione del concordato*

A parità della fusione, anche per la scissione è previsto lo strumento dell’*opposizione alla scissione* che ha la funzione di «[...] assicurare il permanere della garanzia generica sul patrimonio del debitore<sup>14</sup>». D’altronde, l’obiettivo è assicurare ai creditori sociali la medesima garanzia patrimoniale sulla quale contavano nel contesto ante-scissione.

Anche la scissione ha validità e inizia a produrre effetti giuridici trascorsi 60 giorni (con l’eccezione dei 30 giorni per le società diverse da quelle per azioni) dall’ultima

---

<sup>14</sup> Sentenza del 19 febbraio 2016, n. 2224, Tribunale di Napoli, Pres. Dott. Buttafoco, Rel. Dott. Caiazzo

iscrizione della deliberazione di scissione nel registro delle imprese. Nell'arco temporale compreso entro questi 60 o 30 giorni, è possibile opporsi alla scissione societaria.

Per quanto riguarda l'inserimento della scissione in un piano concordatario, la disciplina dell'opposizione è la medesima riportata nel capitolo 2.2, cioè la negazione ai creditori della possibilità individuale di opporsi nel caso in cui la proposta di concordato sia già stata approvata. L'unico rimedio esperibile in questo contesto è, infatti, l'opposizione all'omologazione del concordato.

### *3.4 La scissione e le procedure concorsuali*

Con il D.lgs. n. 6/2003 è stato anche rimosso il divieto di partecipare ad un'operazione di scissione valido per le imprese sottoposte a procedure concorsuali; operazione successivamente ammessa anche dagli artt. 124 e 160 l.fall.

«La combinazione della pluralità di legittime modalità di attuazione dell'operazione rende possibile immaginare un'amplissima casistica applicativa, fino a prospettare la completa «destrutturazione» dell'attività e del patrimonio della società in crisi, dando autonomia a diversi settori economici e scindendo al contempo la massa dei creditori, mediante la loro suddivisione in distinte «classi», in modo da differenziarne il trattamento (anche) in ragione del collocamento nel *passivo* delle diverse beneficiarie<sup>15</sup>». Una scissione concordataria, infatti, prospetta un ampio ventaglio di applicazioni e soluzioni inerenti alla crisi d'impresa, a partire dalla ristrutturazione del passivo consolidato, passando per la separazione di alcuni rami aziendali al fine di operare in specifici settori economici, e giungendo alla più generale riorganizzazione societaria.

Una caratteristica che contraddistingue la scissione rispetto alla fusione nell'ambito concorsuale è la maggiore duttilità della prima rispetto alla seconda, ponendosi nei confronti dei procedimenti concorsuali sia come mezzo esecutivo della proposta che inserita in un piano concordatario. La scissione, inoltre, differisce per quanto concerne la ristrutturazione del debito. Mentre per una fusione inserita in un piano concordatario viene trasmesso l'intero passivo, mediante una scissione in ambito concorsuale avviene

---

<sup>15</sup> Guerrea F., Maltoni M. (2008), 'Concordati giudiziali e operazioni societarie di riorganizzazione', in *Rivista delle società*, n.1, Giuffrè Editore, Milano, p. 94

una precisa individuazione dei debiti da trasferire alle società beneficiarie, così come previsti dal progetto di scissione. Per sottolineare l'importanza dell'individuazione degli elementi patrimoniali, la dottrina, rifacendosi a quanto disposto dagli artt. 138 e 186 l.fall., ritiene che l'omissione di alcuni elementi dell'attivo patrimoniale potrebbe essere causa di annullamento del concordato.

Nell'assegnazione dei beni da destinare, un passo importante è l'abbinamento tra attività e passività nella situazione in cui siano presenti garanzie quali pegno e ipoteca e privilegi speciali. Nonostante questo vincolo, l'abbinamento non è automatico ma, sostanzialmente, è necessario valutare attentamente caso per caso.

Con riferimento alla responsabilità solidale prevista dal legislatore, nel caso di scissione concordataria, è essenziale sottolineare come tale solidarietà non riguarderà più l'intero debito pre-scissione e pre-procedura concorsuale, ma sarà concentrata esclusivamente sul debito ristrutturato, riferito a sua volta alla percentuale concordataria.

Accostandosi alle modalità operative, rispetto ai concordati preventivi, una scissione può essere:

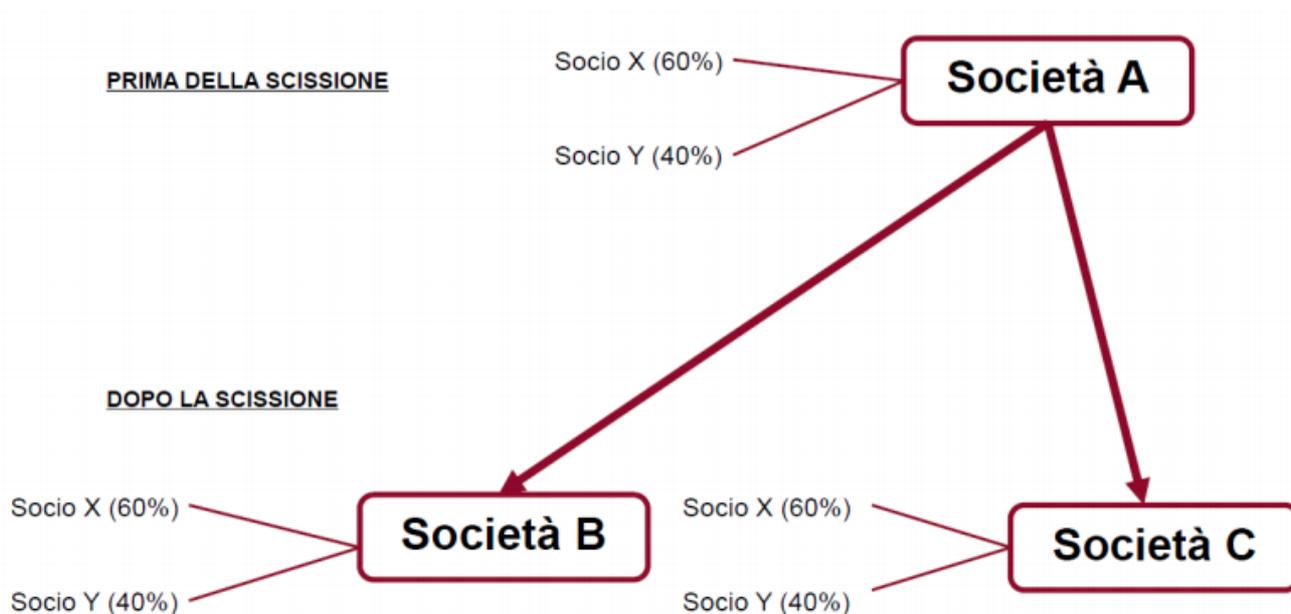
- eseguita in un momento precedente all'approvazione del concordato;
- eseguita integralmente in un momento successivo all'omologazione del concordato;
- eseguita parte in un momento precedente e parte in un momento successivo rispetto all'omologazione.

La soluzione preferibile è decisamente la terza, nonostante appaia meno pratica rispetto alla seconda. Attraverso la terza soluzione, infatti, si condiziona l'esecuzione dell'operazione di scissione societaria all'esito dell'approvazione della proposta concordataria. Qualora la proposta abbia esito positivo, si realizzerà il progetto di scissione inserito all'interno del piano concordatario (o dell'accordo di ristrutturazione), viceversa, in caso di esito negativo, non sarà prevista alcuna scissione.

D'altra parte, il rischio contenuto all'interno della prima tipologia di adempimento della scissione è quello inerente all'inutilità dell'operazione nel caso in cui il voto dei creditori non permetta la realizzazione della proposta concordataria.

Combinando la disciplina della scissione e quella del concordato fallimentare, il principio secondo cui la partecipazione ad un'operazione di scissione societaria non è consentita per le società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo, vale anche per questo tipo di operazione, così come per le fusioni. Dovendo un curatore gestire la situazione fallimentare, ad esso non è concessa la possibilità di inserire in un

concordato fallimentare alcun piano che preveda la scissione aziendale della società fallita o un suo ramo. Il curatore, di fatto, potrà solamente conferire il complesso aziendale o un suo ramo in una *newco*, non prima dell'approvazione del programma liquidatorio.



*Figura 4 - Schema di una scissione parziale proporzionale<sup>16</sup>*

## Capitolo 4 – Le trasformazioni delle società in ambito concorsuale

### 4.1 La disciplina della trasformazione societaria e le sue funzioni

La trasformazione è un'operazione straordinaria che prevede un mutamento ordinamentale, nonché una modifica della forma giuridica della società, che si realizza mantenendo inalterata l'attività svolta, il soggetto economico e i rapporti con i terzi.

Questo tipo di operazione non prevede alcuna estinzione di soggetti giuridici, né alcuna creazione di nuovi soggetti giuridici, ma solamente una modificazione dell'atto costitutivo di una società preesistente.

<sup>16</sup> Fonte: Schemi tratti dal sito [www.madonnas.it](http://www.madonnas.it)

Una distinzione fondamentale è quella tra:

- Trasformazione c.d. omogenea: prevede un cambiamento del tipo di società; passaggio da un tipo di società ad un altro (es.: da società a responsabilità limitata a società per azioni);
- Trasformazione c.d. eterogenea: prevede un passaggio da un tipo di società a un ente non commerciale (es.: da Spa a consorzio, società cooperativa, fondazioni...) e viceversa.

A DA	Società di capitali (S.p.a., S.r.l...)	Società di persone (s.n.c., s.a.s...)	Enti non commerciali (consorzi, fondazioni...)
Società di capitali (S.p.a., S.r.l...)	<b>TRASFORMAZIONE OMOGENEA</b>	<b>TRASFORMAZIONE OMOGENEA</b>	<b>TRASFORMAZIONE ETEROGENEA</b>
Società di persone (s.n.c., s.a.s...)	<b>TRASFORMAZIONE OMOGENEA</b>	<b>TRASFORMAZIONE OMOGENEA</b>	<b>TRASFORMAZIONE ETEROGENEA</b>
Enti non commerciali (consorzi, fondazioni...)	<b>TRASFORMAZIONE ETEROGENEA</b>	<b>TRASFORMAZIONE ETEROGENEA</b>	

*Fonte: produzione propria*

Rilevante per un'operazione di trasformazione, anche in ambito concorsuale, è la responsabilità dei soci prevista per una trasformazione omogenea, differente da quella prevista per una trasformazione eterogenea.

Per quanto riguarda la trasformazione omogenea:

- Nel caso di trasformazione da una società di persone ad una società di capitali, i soci non vengono automaticamente liberati per le obbligazioni assunte anteriormente all'operazione (principio di retroattività della responsabilità illimitata);

- Nel caso di trasformazione da una società di capitali ad una società di persone, i soci che assumono responsabilità illimitata vengono investiti dalla stessa anche per le obbligazioni anteriori all'operazione;
- Nel caso di trasformazione da una società di persone ad un'altra società di persone o nel caso di trasformazione da una società di capitali ad un'altra società di capitali, non cambia la responsabilità dei soci (ad esclusione del caso dei soci accomandanti di s.a.s. o dei soci accomandatari di s.a.p.a.).

Per quanto riguarda la trasformazione eterogenea:

- Nel caso di trasformazione da una società di capitali a un ente non commerciale (consorzio, società cooperativa, comunioni di aziende...), i soci che assumono responsabilità illimitata, vengono investiti dalla stessa anche per le obbligazioni anteriori all'operazione;
- Per gli enti commerciali che non l'abbiano previsto nell'atto costitutivo, che siano impossibilitate per legge o che abbiano ricevuto contributi pubblici o liberalità e oblazioni del pubblico, non è possibile una trasformazione in società di capitali.

Le funzioni di tale operazione sono piuttosto numerose e dissimili tra loro. Una tra le più ricorrenti è quella imposta dalla legge nel caso della diminuzione del capitale al di sotto del limite legale. La legge, infatti, costringe le società a dover attuare un'operazione di trasformazione nel caso in cui un socio decida di recedere o a causa di perdite consistenti che facciano scendere il capitale al di sotto della soglia limite prevista. Questa situazione è tipica in una società in crisi che si vede costretta ad adattare la propria veste giuridica, a causa delle ingenti perdite dovute ad una recessione del settore o dovute ad una *mala gestio*. Inoltre, la trasformazione consente alle imprese di creare i presupposti per aumentare (o ridurre) la dimensione aziendale, facilitando il reperimento di capitale (es.: trasformazione in una S.p.a.); consente di limitare la responsabilità dei soci (es.: trasformazione da società di persone a società di capitali); permette di snellire la struttura di *Corporate Governance*; giustifica l'operatività in un regime di tassazione più conveniente.

Con riferimento alle operazioni straordinarie di fusione e di scissione, la trasformazione permette il passaggio da una società di capitali ad un'altra, con l'obiettivo di dimezzare i termini di decorrenza per i creditori che intendano opporsi alle operazioni citate. Infatti, il termine per opporsi ad una fusione o ad una scissione praticata da una società per

azioni, è di 60 giorni. In seguito ad una trasformazione omogenea, il termine può, appunto, dimezzarsi e tramutarsi in 30 giorni, traendone vantaggio i soci dell'impresa. Queste finalità sono perseguibili sia da un'impresa *in bonis* sia, soprattutto, da un'impresa che versa in una situazione negativa dal punto di vista economico-patrimoniale-finanziario o dal punto di vista prettamente gestionale, e che intende operare una ristrutturazione aziendale mutando la propria forma giuridica, potendo inserire la trasformazione anche all'interno di un piano concordatario.

#### *4.2 La trasformazione e le procedure concorsuali*

È oramai riconosciuta a livello nazionale la possibilità di far ricorso all'operazione straordinaria di trasformazione anche in pendenza di procedure concorsuali; indirizzo legislativo confermato dall'art. 2499 c.c. e dagli artt. 124 e 160 l.fall.

Così come per le fusioni e le scissioni, viene preclusa al curatore fallimentare la possibilità di implementare la suddetta operazione, consentendone l'utilizzo esclusivamente per concordati preventivi o per accordi di ristrutturazione del debito.

Per quanto riguarda le modalità operative di implementazione, la trasformazione:

- può essere indicata nel piano concordatario e la sua efficacia essere condizionata all'omologazione del concordato (delibera condizionata);
- può essere attuata integralmente in un momento successivo all'omologazione del concordato (sia essa già integrata da un piano concordatario, sia essa «in bianco»);
- può essere deliberata nel periodo intercorrente tra il deposito della domanda e il decreto dell'apertura della procedura; in questo caso la disciplina è più complessa ed è necessaria l'autorizzazione del tribunale;
- può essere deliberata nel periodo intercorrente tra il decreto dell'apertura della procedura e l'omologazione del concordato; in questo caso è necessaria l'autorizzazione del giudice delegato.

Così come per i concordati preventivi, anche per quelli fallimentari la delibera della trasformazione è rimessa alla competenza assembleare; la peculiarità del concordato fallimentare è l'ingresso del curatore fallimentare nella procedura.

L'art. 2499 c.c. introduce la trasformazione in ambito concordatario, però, come si evince dal disposto, ne pone immediatamente un limite: «Può farsi luogo alla

trasformazione anche in pendenza di procedura concorsuale, purchè non vi siano incompatibilità con le finalità o lo stato della stessa.» Vi è dunque un «[...] duplice giudizio di compatibilità della trasformazione con le finalità e lo stato della procedura, che il legislatore richiede; va effettuato in concreto, caso per caso e su un duplice piano: ovvero occorre valutare in prima battuta se la trasformazione sia in linea con gli obiettivi ai quali tende la procedura concorsuale («le finalità») ed in secondo luogo se, in considerazione degli obiettivi raggiunti fino a quel momento la trasformazione possa comunque condurre a perseguire un risultato utile («lo stato»)<sup>17</sup> ».

Generalmente, la trasformazione può essere impiegata sia nell'ambito di una procedura che miri a salvare un'impresa che versa in uno stato di crisi, operando una ristrutturazione del debito o ricercando un accordo stragiudiziale con i creditori sociali, salvaguardando quindi la continuità aziendale, sia nell'ambito di una procedura liquidativa che abbia come obiettivo la realizzazione del patrimonio per tutelare *in primis* i creditori.

Per comprendere effettivamente le finalità perseguibili con l'inserimento di un'operazione di trasformazione societaria all'interno di un piano concordatario, è importante fare una prima distinzione tra trasformazione progressiva e trasformazione regressiva (con riferimento alla trasformazione omogenea).

Per trasformazione progressiva si intende il passaggio da una società di persone ad una società di capitali, viceversa, per trasformazione regressiva si intende il passaggio da società di capitali ad una di persone.

Nell'ambito di una trasformazione progressiva concordataria, il passaggio ad una società di capitali può prevedere una peculiare modalità di soddisfazione dei creditori sociali. Infatti, grazie alla nuova veste giuridica della società, la partecipazione non sarebbe più rappresentata da una quota, ma da un certo numero di azioni possedute. Il nuovo strumento partecipativo potrebbe essere utilizzato proprio per la soddisfazione dei creditori sociali, mediante attribuzioni di azioni od obbligazioni societarie. Tanto è vero che secondo l'art. 160 l.fall., l'imprenditore in crisi può mettere in atto un piano concordatario che preveda «[...] la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da

---

<sup>17</sup> Massima n. 34/2013, 'Concordato preventivo e trasformazione di società', Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato

questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito».

Sempre con riferimento alla trasformazione progressiva, il passaggio da una società di persone ad una società di capitali, previsto in una proposta concordataria, permette ai soci dell'impresa di limitare la propria responsabilità al conferimento. La limitazione della responsabilità, però, vale esclusivamente per le obbligazioni assunte successivamente all'operazione, a meno che non vi sia il consenso dei creditori sociali. «Il consenso si presume se i creditori, ai quali la deliberazione di trasformazione sia stata comunicata per raccomandata o con altri mezzi che garantiscano la prova dell'avvenuto ricevimento, non lo hanno espressamente negato nel termine di sessanta giorni dal ricevimento della comunicazione» (art. 2500 *quinquies*, comma 2). Il legislatore ha preposto un limite per i creditori di 60 giorni, durante i quali essi hanno il diritto di opporsi alla liberazione dei soci dalla responsabilità illimitata per i debiti inerenti all'attività societaria; qualora essi non esercitino il proprio diritto, si applica il principio del silenzio-assenso. Non è necessario, comunque, inviare la comunicazione a tutti i creditori sociali ma è possibile individuare una specifica categoria di crediti per i quali i soci vogliono liberarsi della responsabilità illimitata.

L'altra tipologia di trasformazione, quella regressiva, viene utilizzata, solitamente, nel contesto concorsuale in caso di declino dell'impresa, nel caso, cioè, di riduzione del capitale per perdite, senza dover ricorrere alla ricapitalizzazione o alla messa in liquidazione. D'altra parte, la trasformazione da una società di capitali ad una società di persone comporterà per i soci l'assunzione di responsabilità illimitata estesa anche alle obbligazioni assunte prima dell'operazione, ovvero quelle riferite alla società di capitali, caratterizzate in un primo momento da responsabilità limitata (cfr. cap. 4.1).

È chiaro come «[...] il socio sarà disponibile a rinunciare al beneficio della responsabilità limitata, in relazione alle obbligazioni verso i creditori concorsuali [...], in quanto l'accesso al concordato gli offra la prospettiva di una almeno parziale *esdebitazione*<sup>18</sup>».

Per quanto riguarda la relazione tra trasformazione eterogenea e procedure concorsuali, è necessario distinguere il caso in cui l'operazione preveda o meno la continuità aziendale, considerando la perentorietà di tale tipologia di trasformazione.

---

<sup>18</sup> Guertera F., Maltoni M. (2008), 'Concordati giudiziali e operazioni societarie di riorganizzazione', in *Rivista delle società*, n.1, Giuffrè Editore, Milano, p. 61

Nel caso in cui sia prevista una sorta di continuità aziendale, «[...] si può avere un piano concordatario caratterizzato da una continuità indiretta con la trasformazione della società in comunione d'azienda ed il successivo affitto di quest'ultima<sup>19</sup>».

Qualora, invece, l'operazione non preveda alcuna continuità aziendale, viene posto un concordato di tipo liquidatorio, finalizzato alla dismissione del complesso aziendale, riservando l'attivo residuo ad un ente non commerciale.

Altri casi di trasformazioni eterogenee nell'ambito di procedure concorsuali possono essere le trasformazioni dei consorzi con attività esterna o delle società cooperative in società di capitali. Un limite all'ammissione alle procedure di concordato preventivo è posto, invece, per le società cooperative che svolgono attività diverse da quelle commerciali, così come recita l'art. 1 della legge fallimentare.

Un'altra finalità legata prettamente all'aspetto economico è quella per cui molte società ricorrono ad un'operazione di trasformazione societaria in ambito concorsuale per ridurre gli oneri della procedura e, più in generale, per conseguire una struttura societaria meno costosa. Ad esempio, le società che mutano la propria veste giuridica da una società per azioni ad una società a responsabilità limitata, ottengono una riduzione dei costi associati alla remunerazione dei membri del collegio sindacale.

---

<sup>19</sup> Bastia P. – Brogi R. (2016), *Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*, Milano, Ipsoa, p.144

## Capitolo 5 – La crisi dei gruppi di impresa e le operazioni straordinarie

### 5.1 Il gruppo aziendale

Il gruppo aziendale rappresenta un insieme di società controllate in modo diretto o in modo indiretto da un medesimo vertice, pur mantenendo, le società, la propria autonomia giuridica. Il vertice aziendale viene definito *holding* o capogruppo e si occupa di coordinare le attività delle società appartenenti al gruppo, consentendo un indirizzo strategico unitario.

Per esercitare la funzione di coordinamento e di direzione, la *holding* detiene una partecipazione di controllo che le permette di esercitare un'influenza dominante sulle società del gruppo, condizionandone l'attività economica.

In Italia, questo modello organizzativo è molto diffuso, soprattutto a livello di gruppi a conduzione familiare, nato per «[...] contrastare i principali limiti della grande impresa indipendente, pur conservandone i vantaggi in termini di unitarietà del coordinamento<sup>20</sup>».

Il gruppo aziendale, infatti, permette di realizzare una crescita sia per linee interne sia per linee esterne, come, ad esempio, l'acquisto di partecipazione in altre società allo scopo di raggiungere una partecipazione di controllo e, successivamente, un'influenza dominante.

Come qualsiasi altro modello organizzativo, anche il gruppo presenta alcuni svantaggi e alcuni vantaggi. Partendo dagli svantaggi, tra i principali, ricorrono solitamente le conflittualità tra le singole imprese, sia a livello produttivo che a livello economico; gli alti costi di gestione; il complesso meccanismo di coordinamento, che può sfociare talvolta in difficoltà di direzione produttiva; la presenza di molteplici centri decisionali. Passando, invece, ai vantaggi si rivengono:

- separazione dei rischi e delle responsabilità economiche e patrimoniali, attraverso un processo di diversificazione e frazionamento;
- sistema di prezzi e contratti negli scambi infragruppo;

---

<sup>20</sup> Fiori G.-Tiscini R. (2014), *economia aziendale*, Milano, Egea, p.42

- maggiore responsabilizzazione dei management intermedio e dei singoli business;
- flessibilità organizzativa e versatilità delle strategie;
- economie di scala, di scopo, di informazione e di controllo;
- ottimizzazione della tassazione delocalizzando le singole imprese nei paesi più favorevoli dal punto di vista fiscale.

Un ruolo particolare ricopre, infine, la leva azionaria, ovvero il rapporto tra il capitale azionario posseduto dalla società capogruppo rispetto a quello investito nelle società controllate, alla base dei gruppi d'impresa. Questo tipo di leva permette di ottenere il controllo di grandi aziende, investendo nel capitale di rischio in una misura inferiore rispetto a quanto si sarebbe dovuto investire in un'unica grande impresa. I soci, pur contenendo l'investimento iniziale, riescono a controllare così un importante complesso aziendale.

### *5.2 La crisi d'impresa nei gruppi aziendali*

La gestione della crisi aziendale assume un ruolo molto importante e peculiare nella disciplina dei gruppi societari. Un'impresa *multibusiness* può attraversare un periodo di crisi sia a livello delle singole controllate che a livello del gruppo in generale.

Il vantaggio di tale modello organizzativo è quello di permettere una ristrutturazione economico-industriale a livello di gruppo, gestendo i singoli business in maniera univoca. Ad esempio, sovente la crisi è di tipo finanziaria, dettata da una forte esposizione bancaria. In questa situazione, il vantaggio del gruppo è tale per cui la ristrutturazione del debito verso il sistema bancario, anche di una singola impresa, può essere garantito dalla capogruppo coordinando i tempi di rimborso in ragione dei risultati economici e dei cicli monetari delle altre controllate. Questo metodo di rimborso non vale solamente per ciò che concerne il mondo bancario, ma può essere applicato anche per i creditori sociali dei singoli business, permettendo un recupero rapido ed efficiente delle condizioni di solvibilità. Tutto ciò può essere reso possibile da un'attenta previsione dei flussi di cassa che possono essere generati dalle imprese del gruppo, adattando la struttura finanziaria consolidata ai singoli business. Altro vantaggio della gestione unitaria della crisi è la possibilità di sfruttare l'immagine e la nomea della capogruppo per attirare nuovi investitori, affinché acquisiscano partecipazioni e investano a titolo di capitale proprio, consentendo una

ricapitalizzazione delle singole società finalizzata al superamento dello stato di crisi attraversato (es.: fondi di *private equity*, società di investimento...).

Con la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale n. 38 del 14 febbraio 2019, è entrato in vigore ufficialmente il Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n.14, pertinente al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, trattando in maniera organica il tema della crisi di gruppo.

Una novità rilevante viene introdotta nel Titolo VI, denominato «Disposizioni relative ai gruppi di imprese», per cui «più imprese in stato di crisi o di insolvenza appartenenti al medesimo gruppo e aventi ciascuna il centro degli interessi principali nello Stato italiano possono proporre con un unico ricorso la domanda di accesso al concordato preventivo di cui all'articolo 40 con un piano unitario o con piani reciprocamente collegati e interferenti». Allo stesso modo può essere fatta domanda per l'accesso alla procedura di omologazione per gli accordi di ristrutturazione dei debiti. È fondamentale sottolineare, però, che non è ammissibile alcuna confusione tra le attività e le passività dei singoli business.

Inoltre, vengono fornite alcune indicazioni formali in riferimento alla domanda di accesso al concordato preventivo od alla procedura di omologazione di accordi di ristrutturazione dei debiti. Essa «[...] deve contenere informazioni analitiche sulla struttura del gruppo, sui rapporti e vincoli partecipativi tra le singole imprese, nonché illustrare le ragioni di maggior convenienza, in funzione del miglior soddisfacimento dei creditori, della scelta di intraprendere la via del concordato di gruppo in luogo di procedure autonome per ogni singola imprese<sup>21</sup>».

Il piano concordatario può anche prevedere, successivamente alla riforma, che alcune controllate vengano messe in liquidazione, a differenza di altre per le quali viene programmata la continuità aziendale, garantendo un maggior ritorno economico per i creditori sociali rispetto a quanto otterrebbero dalla liquidazione.

Non solo, il piano concordatario per la ristrutturazione economico-industriale del gruppo può anche prevedere operazioni contrattuali e riorganizzative, incluso il trasferimento internamente al gruppo di risorse aziendali. La perizia di un professionista indipendente è, comunque, un requisito fondamentale al fine di attestarne l'utilità atta a garantire la continuità aziendale.

---

<sup>21</sup> 'La nuova regolazione della crisi dei gruppi di imprese: il concordato preventivo di gruppo', [www.diritto24.ilsole24ore.com](http://www.diritto24.ilsole24ore.com), 12/02/2019

Dunque, si evince come il piano di risanamento (o di liquidazione) consolidato sia la soluzione più corretta per organizzare un efficace rimborso dell'indebitamento complessivo e per predisporre una ristrutturazione societaria sistematica e razionale.

### *5.3 Le operazioni straordinarie come rimedio alla crisi*

Avendo già contestualizzato i gruppi d'impres e le procedure concorsuali, rimane da analizzare l'impiego delle operazioni straordinarie societarie come rimedio alla crisi.

In particolare, le operazioni straordinarie inserite in un contesto concordatario permettono di riorganizzare strutturalmente il sistema aziendale, sia a livello di singoli business che a livello di gruppo; permettono di semplificare la struttura del gruppo, scindendo o unendo le diverse controllate; consentono di ristrutturare il debito, come anticipato nel paragrafo 5.2; concedono la possibilità di reperire risorse sul mercato dei capitali.

Una delle finalità più ricorrenti è sicuramente quella della semplificazione della struttura aziendale. Infatti, la *holding* può riorganizzare integralmente la propria attività, raggiungendo economie di scala e di scopo combinando diverse imprese e differenti ruoli aziendali; rendendo più agevoli gli scambi di informazione e il coordinamento; eliminando inutili moltiplicazioni di organi aziendali, riducendo notevolmente i costi.

È possibile anche ristrutturare il gruppo scindendo rami aziendali o business non profittevoli, cedendoli, conferendoli o affittandoli, con lo scopo di ottenere risorse da impiegare nelle altre controllate per ripristinare il loro stato di salute economica e le loro condizioni di solvibilità.

In sostanza, le possibilità di associare operazioni straordinarie all'ambito concorsuale, per risanare il gruppo aziendale, sono molteplici e di efficienza dissimile. Per questo, la scelta delle operazioni dipende dalle strategie del vertice del gruppo e dalle finalità perseguibili.

### 5.3.1 Fusione infragruppo

La fusione è uno strumento alquanto utilizzato nel caso in cui siano più imprese controllate in crisi a dover essere riorganizzate.

Tale tipo di operazione «[...] può effettivamente essere vantaggiosa a livello di pianificazione e di implementazione di un piano di risanamento di un gruppo, quando questo risulti adeguatamente integrato, con evidenti molteplici sinergie e congiunzioni tecniche ed economiche, con un *know how* sostanzialmente omogeneo all'interno della struttura del gruppo e con la concreta possibilità di ottenere forti razionalizzazioni nei costi di struttura, eliminando duplicazioni di ruoli e ridondanze di attività e di processi, ottimizzando quindi in un percorso di semplificazione e di ridimensionamento l'apparato organizzativo ed amministrativo e comprimendone al limite i costi<sup>22</sup>».

I vantaggi derivanti dalla fusione infragruppo possono essere di vario tipo e vanno tutti contestualizzati in base alla singola necessità del gruppo. Ci sono dei gruppi che hanno esigenza di snellire la struttura organizzativa, unificando il *management* aziendale, e altri gruppi che si orientano verso un'integrazione dei processi produttivi e distributivi. L'obiettivo è, comunque, comune a chiunque implementi tale tipologia di operazione in una situazione di crisi, cioè un'immediata riduzione dei costi fissi. Questi costi, difatti, possono essere drasticamente ridotti ricorrendo all'unificazione di rami aziendali improduttivi con altri più redditizi, all'eliminazione di processi, ruoli e reparti inutili, alla rimozione di costi comuni ridondanti (affitti, manutenzioni, *utilities*...), alla semplificazione dello schema formale, accorciando la catena gerarchica e favorendo la comunicazione diretta tra capogruppo e controllate.

Oltre ai vantaggi di tipo strutturale, numerosi vantaggi possono essere rinvenuti anche nel processo produttivo, come ad esempio il raggiungimento di economie di scala, la gestione unificata degli approvvigionamenti, la possibilità di usufruire di un unico magazzino merci e altri benefici vari.

Dunque, i vantaggi di costo sono cospicui e sono tutti perseguibili attraverso un'operazione di fusione infragruppo. I costi che possono essere rimossi mediante una fusione prendono il nome di «costi attribuibili» e sono costituiti dalla somma dei «costi fissi specifici» e dei «costi incrementali» (connessi ad una migliore efficienza e produttività nel processo produttivo). Un'impresa migliora la propria situazione

---

<sup>22</sup> Bastia P. – Brogi R. (2016), *Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*, Milano, Ipsoa, p.80

economico-patrimoniale nel caso in cui la differenza tra i ricavi operativi e i «costi fissi specifici» torni ad essere positiva in seguito all'operazione suddetta. I c.d. «costi attribuibili» si distinguono dai «costi non rilevanti», cioè tutti quei costi accentrati all'*holding* che non possono essere eliminati in funzione di una fusione societaria.

### 5.3.2 Scissione e conferimento infragruppo

Operazione diametralmente opposta è quella della scissione infragruppo, utilizzata con meno frequenza rispetto alla fusione.

Questa operazione societaria prevede l'identificazione e lo scorporo di aree funzionali all'interno delle diverse imprese del gruppo a beneficio di una *newco*, che operi in modo autonomo e che permetta al gruppo aziendale di riorganizzarsi strutturalmente e finanziariamente. La *newco* potrebbe anche essere l'insieme di aree gestionali inefficienti di più controllate, con l'obiettivo di realizzare piani liquidatori aderenti alle esigenze dei creditori sociali e funzionali al gruppo d'impres.

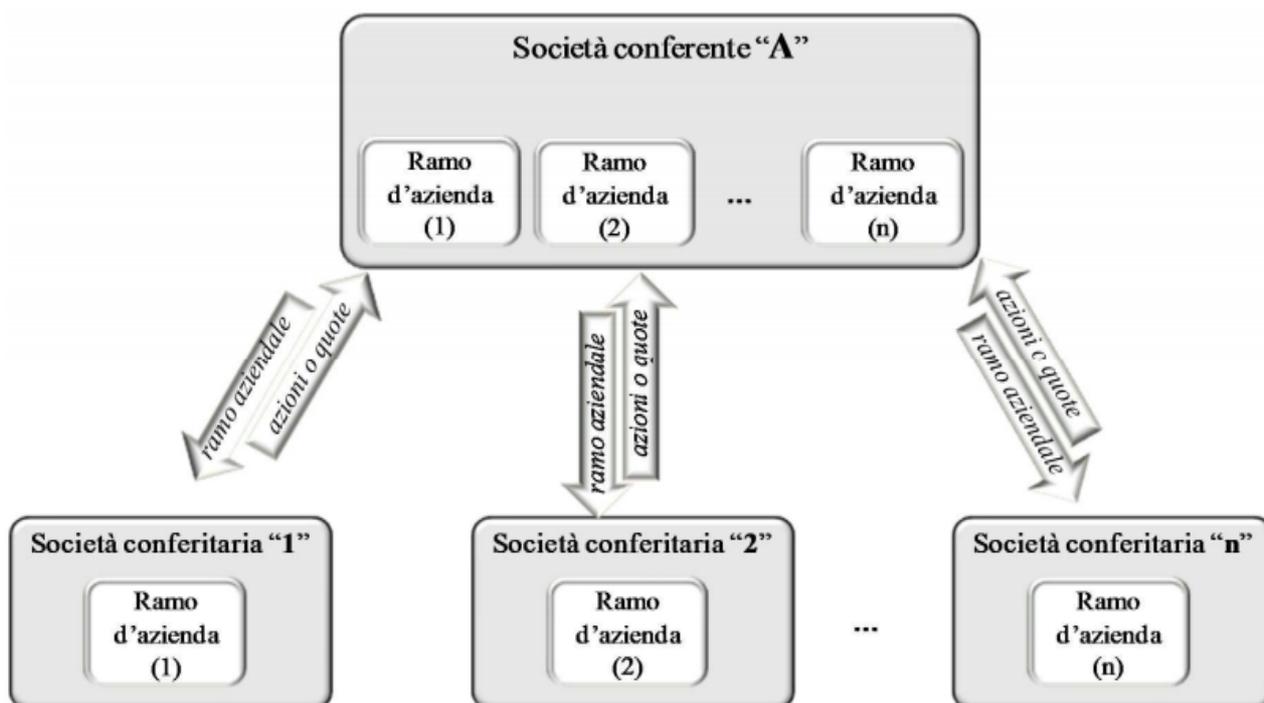
Inoltre, la scissione potrebbe essere utilizzata come strumento per mettere in luce una società di nuova costituzione nel mercato e per isolarla all'interno del gruppo, al fine di cederla o affittarla in un momento successivo, permettendo al gruppo di raccogliere capitale utile per risanare altre controllate in crisi o, più semplicemente, come fonte di guadagno esterna.

Generalmente, infatti, la nuova società costituita tramite un'operazione di scissione viene utilizzata come *bad company*, presso la quale vengono concentrate le passività delle varie imprese del gruppo. Questa *bad company* sarà destinata a procedure concorsuali o, addirittura, al fallimento. La scissione permette quindi di selezionare attività e passività in modo da permettere che il progetto concordatario venga realizzato nel miglior modo possibile, ricercando l'omogeneità delle classi dei creditori e il loro soddisfacimento attribuibile in ragione del patrimonio destinato.

Oppure può verificarsi la situazione per cui una società in crisi venga svuotata dei suoi elementi strategici fondamentali come il marchio, i brevetti, le licenze, i macchinari, gli immobili e, tramite trasferimenti infragruppo, venga scisso un ramo dell'azienda stessa per essere poi accorpato ad un'altra società sana economicamente.

I vantaggi e le finalità perseguibili da un gruppo aziendale attraverso un'operazione di scissione, dunque, sono molti e la gran parte indirizzati al risanamento economico di controllate in crisi, indirizzando un vantaggio strategico all'intero gruppo.

Il trasferimento di rami aziendali a nuove società interne al gruppo può essere attuato mediante conferimento, un'operazione attraverso la quale un'azienda o un ramo aziendale vengono conferiti ad un soggetto giuridico diverso da quello conferente, già esistente o di nuova costituzione, una c.d. *newco*. La caratteristica distintiva del conferimento è quella per cui la società conferente riceve come contropartita una partecipazione (quota o azione) nel capitale della società conferitaria e, qualora sia una partecipazione di controllo, la conferente mantiene il controllo sull'azienda conferita indirettamente.



**Figura 5 – Schema di un conferimento di più rami d'azienda a più conferitarie<sup>23</sup>**

<sup>23</sup> Fonte: Schemi tratti dal sito [www.dea.univr.it](http://www.dea.univr.it)

## Capitolo 6 – La ricapitalizzazione in ambito concorsuale

### 6.1 Il finanziamento aziendale e la disciplina nella crisi d'impresa

Un'impresa, per essere in grado di sostenere la propria attività, necessita dei c.d. finanziamenti aziendali, operazioni attraverso le quali un imprenditore raccoglie gli strumenti necessari per reggere economicamente gli investimenti.

Le fonti di finanziamento aziendali si possono distinguere in:

- capitale di rischio: insieme dei conferimenti dei soci
- capitale di debito: capitale di terzi conseguente all'emissione di strumenti finanziari

In particolare, per ciò che concerne il capitale sociale, vengono fissate delle soglie minime per ciascuna tipologia giuridica di società (es.: 50.000 € per le S.p.A.), ma non vi è alcun nesso tra entità minima del capitale e oggetto sociale da conseguire.

Invece, con riferimento al capitale di debito, il legislatore ha imposto un limite all'emissione delle obbligazioni: un'impresa non può emettere obbligazioni per una somma complessiva che superi il doppio del capitale sociale.

A prescindere da questi limiti circoscritti, la legge italiana permette alle imprese una certa duttilità nella costituzione del rapporto ideale tra capitale di rischio e capitale di debito, lasciando nelle mani del vertice aziendale la decisione di far affidamento su uno o l'altro. Il vertice dovrà analizzare le condizioni economiche del settore, la solvibilità aziendale e dei creditori, il trend del mercato e la convenienza finanziaria. Pertanto, le variabili che condizionano le scelte dell'imprenditore non sono tanto di carattere legislativo bensì sono subordinate ad una serie di vincoli esterni all'azienda.

Per una grande impresa è indispensabile che vi sia un preciso e coretto sistema informativo per tutti gli *stakeholders* riguardo il rapporto tra capitale di rischio e di debito, che può essere gestito attraverso il rendiconto finanziario.

Più complessa è, invece, la situazione nella quale l'impresa versi in uno stato di crisi o sia insolvente e quindi prossima al fallimento.

Un primo limite è imposto dall'art. 2467 c.c. secondo il quale «[...] i finanziamenti dei soci concessi in un momento in cui, [...], risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento», risultano postergati

rispetto alla soddisfazione degli altri creditori. La *ratio* di questa norma è quella di «impedire la qualificazione *ex post* più favorevole ai soci dei versamenti o altri finanziamenti da essi fatti alla società sottocapitalizzata per sopperirne al fabbisogno salvando comunque il loro diritto a partecipare alla ripartizione dell'eventuale residuo attivo prima che questo venga diviso fra tutti i soci al termine di procedure liquidatorie e collettive<sup>24</sup>». Il vantaggio potrebbe derivare dal fatto di essere socio nel momento antecedente la crisi e, quindi, di sfruttare l'asimmetria informativa inserendosi in modo concorrenziale nella ripartizione dell'attivo, assumendo una posizione di creditore oltre a quella di socio.

Disciplina diversa, invece, è prevista nel caso in cui vi sia l'accesso ad una procedura di tipo concorsuale. In questo caso il legislatore tipizza i finanziamenti concessi e, per quei finanziamenti previsti dalla domanda di concordato o in esecuzione di quest'ultima, permette la prededucibilità fino all'80%.

Un altro aspetto controverso nell'ambito del finanziamento in una situazione di crisi riguarda la ricapitalizzazione societaria. Quest'ultima viene solitamente congiunta ad un piano di ristrutturazione del debito, anche in rapporto ad una procedura concorsuale, oppure, grazie al disposto dell'art. 160 l.fall., viene utilizzata come mezzo di adempimento della proposta concordataria mediante l'attribuzione di strumenti finanziari partecipativi o altri titoli di debito ovvero mediante la conversione dei crediti in capitale.

## *6.2 La conversione dei crediti in capitale*

L'operazione di aumento del capitale adibito alla conversione dei crediti in capitale di rischio (c.d. *debt to equity swap*) viene frequentemente implementata negli accordi di ristrutturazione del debito, nei piani attestati di risanamento o nei concordati preventivi in continuità.

È possibile distinguere due tipologie di conversioni in base all'operazione societaria che si vuole perseguire: conversione «forzosa» nel caso di una soluzione concordataria, conversione «volontaria» nel caso di accordi di ristrutturazione dei debiti o nel caso di piani risanatori.

---

<sup>24</sup> «Articolo 2467 Codice civile, Finanziamento dei soci», [www.brocardi.it](http://www.brocardi.it)

Tuttavia entrambe le situazioni conducono alla soddisfazione del ceto creditorio attraverso la conversione dei propri crediti in azioni, quote o altri strumenti partecipativi. Quest'operazione di conversione può avvenire secondo due modalità differenti sul piano societario. La prima modalità di conversione c.d. diretta prevede che il capitale integrato sarà quello della società stessa in concordato e l'offerta degli strumenti partecipativi sarà riferita al nuovo capitale sociale. L'altra modalità di conversione (c.d. indiretta), invece, prevede la presenza di un soggetto terzo, ovvero un assuntore del concordato, che beneficerà di parte o di tutto l'attivo della società in concordato e, di conseguenza, sarà incaricato ad assegnare le partecipazioni ai creditori.

A livello operativo è utile sapere che la conversione dei crediti in capitale rientra nel campo degli aumenti di capitale per cassa e non negli aumenti di capitale per natura, evitando tutti gli adempimenti relativi. È rilevante anche venire a conoscenza delle modalità operative in riferimento alla conversione in bilancio. Infatti, tale operazione non prevedrà alcun aumento di poste attive del bilancio, ma solamente una diminuzione o, addirittura, la totale eliminazione della voce dei debiti dalle passività, in contropartita all'aumento del capitale sociale. I crediti in questione, dunque, devono avere in ogni caso ben precise caratteristiche al momento della conversione: la certezza del debito, la liquidità e l'esigibilità.

La delibera per l'aumento di capitale può essere affidata sia al consiglio di amministrazione sia all'assemblea straordinaria e, solitamente, è prassi che l'assemblea assegni la delega al CdA in un momento precedente al deposito della domanda di concordato in modo da «[...] essere maggiormente flessibile e di consentire che la delega sia esercitata in un momento successivo al decreto di omologazione, evitando così di subordinare l'aumento di capitale alla condizione sospensiva dell'omologazione del concordato<sup>25</sup>».

Nell'implementazione dell'operazione di *debt to equity swap*, è fondamentale sempre assicurare adeguata tutela ai soci esistenti e alla loro percentuale di partecipazione al capitale di rischio. Una questione delicata è rappresentata dal diritto di opzione dei soci in relazione ad un aumento del capitale sociale; quest'ultima può essere risolta applicando il disposto dei commi 5 e 6 dell'art. 2441 c.c., secondo il quale «quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con

---

<sup>25</sup> M. Pastore – L. Jeantet – L. Basso – A. Varoli (2015,2016), *La ristrutturazione: Linee guida e strumenti di composizione della crisi d'impresa*, Milano, FrancoAngeli, p.179

la deliberazione di aumento di capitale, approvata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale».

### *6.3 Attribuzione ai creditori di azioni, quote, obbligazioni o altri strumenti finanziari*

Come più volte ripetuto nel corso dell'opera, la riforma del 2003 associata al cambiamento dell'art. 160 l.fall. ha aperto lo scenario all'attribuzione di azioni, quote, obbligazioni o altri strumenti finanziari nella predisposizione del piano concordatario. È possibile, infatti, attribuire ai creditori sociali sia strumenti finanziari c.d. partecipativi, come le azioni o le quote, sia titoli di debito quali le obbligazioni, che strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali e amministrativi escludendo il diritto di voto nell'assemblea generale. Anche con riferimento alle azioni è possibile creare una categoria di azioni speciali (es.: azioni di risparmio, con diritto di voto limitato, azioni privilegiate, azioni correlate...) da attribuire ai creditori, con il fine di favorire la raccolta di capitale e far sì che la proposta concordataria venga accettata dalle parti. Infatti, ci saranno creditori che saranno più interessati ad un'attribuzione di strumenti finanziari che gli consentano di partecipare all'amministrazione e altri semplicemente interessati agli utili e ai dividendi. Una categoria speciale di azioni molto ricorrente nella conversione dei crediti e nell'ingresso di nuovi investitori in un'impresa in crisi è quella delle azioni postergate, secondo cui le perdite della società incideranno in modo accessorio su questo tipo di azioni rispetto a quelle di vecchia data. Anche le azioni a voto plurimo possono rappresentare una valida soluzione per superare la fase di crisi aziendale e per poter rinnovare l'assetto proprietario della società. Infatti, un creditore potrebbe accettare di ridurre il valore del proprio credito qualora gli venisse proposta un'azione di questo tipo, per permettergli di ottenere il controllo societario futuro e per consentire di raccogliere nuove finanze senza gravare eccessivamente sul peso del passivo aziendale. Particolare attenzione va rivolta alla già citata possibilità di proposta concorrente da parte dei creditori nell'ambito concordatario, con una limitazione per quanto riguarda la possibilità di inserimento di azioni speciali. Difatti, una proposta concorrente non può in alcun modo prevedere un'attribuzione di azioni diverse da quelle ordinarie.

L'attribuzione non è limitata, però, solamente agli strumenti finanziari partecipativi ma ricomprende anche i titoli di debito quali obbligazioni semplici, obbligazioni convertibili e gli strumenti finanziari di debito che possono essere accomunati alle obbligazioni. Anche per quanto riguarda questi strumenti esistono categorie peculiari, come ad esempio le obbligazioni c.d. convertibili, che consentono di trasformare il capitale di debito in capitale di rischio, oppure le obbligazioni *cum warrant* che permettono di acquistare una determinata quantità di azioni ad un prezzo prefissato, versando una cifra ulteriore a quella già versata al momento della sottoscrizione iniziale, e infine le obbligazioni c.d. a premio che permettono di ottenere un *plus* di rendimento rispetto a quello ordinario.

L'ultima tipologia di strumento finanziario attribuibile in sede concordataria è quella degli strumenti finanziari partecipativi, i quali forniscono diritti patrimoniali o amministrativi escludendo il voto nell'assemblea generale degli azionisti. La particolarità di tali strumenti è proprio l'atipicità dei diritti attribuibili ai possessori, che possono essere determinati dallo statuto, assieme alle modalità di emissione.

È importante evidenziare la differenza tra gli strumenti finanziari partecipativi e le azioni. Mentre quest'ultime realizzano un nuovo conferimento imputabile al capitale sociale, gli apporti dei primi non influiscono sul capitale di rischio, potendo essere costituiti anche attraverso prestazioni d'opera o servizi. Attraverso questi strumenti un creditore inserito in una proposta concordataria può ottenere un rendimento positivo dall'investimento o dalla conversione dei propri crediti, influenzando oltretutto alcune decisioni di tipo amministrativo con la nomina di un consigliere indipendente del CdA o votando le proposte contenenti operazioni societarie straordinarie.

Ulteriore possibilità è costituita dal fatto che gli strumenti finanziari partecipativi o i titoli di debito non siano della società stessa che faccia domanda di ammissione al concordato, ma che siano emessi da una società terza, come una beneficiaria di un'operazione di scissione o come una *newco* conferitaria dell'azienda.

Una società in crisi può, infatti, conferire l'intero complesso aziendale o una parte rilevante di esso (comprensivo dei debiti) ad un'impresa di nuova costituzione (o già esistente) che si occuperà in un secondo momento dell'emissione di strumenti finanziari a favore dei creditori. Allo stesso modo un'operazione simile può essere messa in atto da un'impresa in crisi, che prima opta per un'operazione di scissione societaria e, successivamente, per un'attribuzione di quote o azioni della beneficiaria.

Oltre a queste due tipologie di operazioni straordinarie corporative, l'assegnazione di azioni, quote, obbligazioni o altri strumenti finanziari può essere combinata anche con l'operazione di trasformazione, in particolar modo a quella di trasformazione progressiva. La trasformazione progressiva permette, appunto, di conseguire lo schema societario della S.p.A. o della S.r.l. e di ampliare la gamma di strumenti finanziari conferibili in un accordo risolutivo di crisi aziendali.

«L'inserimento degli strumenti finanziari all'interno della proposta concordataria è, quindi, non solo uno strumento per poter assicurare ai creditori la soddisfazione del proprio diritto, ma anche il mezzo con il quale la società in crisi si finanzia (o meglio si rifinanzia), mediante la conversione dei crediti o in capitale di rischio o in capitale di debito<sup>26</sup>».

Alla base di questo processo di attribuzione deve esserci sempre un principio di convenienza economica per i creditori coinvolti. Infatti, i creditori devono poter essere soddisfatti in maniera più conveniente rispetto a quanto riceverebbero se la società fallisse e si procedesse alla liquidazione del patrimonio sociale, così come disposto dall'art. 161 l.fall. Ma il tema non può limitarsi esclusivamente ai vantaggi dei titolari dei crediti convertibili, bensì è fondamentale anche valutare l'interesse dei soci esistenti nell'attribuire eventuali strumenti partecipativi o nel negoziare i debiti a condizioni sfavorevoli, piuttosto che ricercare fonti di finanziamento nel mercato o avanzare una procedura liquidatoria.

---

<sup>26</sup> Bastia P. – Brogi R. (2016), *Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*, Milano, Ipsoa, p.289

## **Capitolo 7 – La crisi d’impresa e le operazioni straordinarie: i casi**

L’utilizzo delle operazioni societarie straordinarie come rimedio alla crisi d’impresa non può più essere considerato uno strumento secondario, ma, a partire dall’anno 2003 con l’introduzione del D.lgs. 6/2003 fino alla recente riforma del Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza, esse sono diventate una sorta di strumento ordinario per evitare il dissesto aziendale e la conseguente liquidazione dell’attività. Sono numerosi i casi di grandi aziende negli anni Duemila, soprattutto più recentemente a seguito della crisi finanziaria nel 2007, che hanno optato per l’implementazione di un’operazione straordinaria per cercare di risolvere il proprio stato di crisi e per ottenere la liquidità necessaria a far fronte agli oneri contrattuali.

Questo processo di risoluzione della crisi non ha coinvolto un settore dell’economia in particolare, ma si è sviluppato lungo più direttrici economiche, a partire dal settore delle costruzioni fino ad arrivare a quello alimentare, passando per il settore bancario e quello dell’editoria. In particolare, il mondo dell’edilizia ha risentito in modo netto della crisi del 2007/2008, continuando a riportare valori negativi in termini di imprese (-125.000 dal 2008 al 2016), persone occupate (-700.000 unità impiegate) e percentuali di crescita. Nello specifico, l’analisi successiva si concentrerà soprattutto in tre settori rilevanti dell’economia italiana (alimentare, costruzioni e editoria) e valuterà casi di imprese che, una volta entrate nello stato di crisi, hanno fatto ricorso ad operazioni straordinarie per ristrutturare finanziariamente le proprie imprese o, più drasticamente, per salvarle dall’imminente fallimento o stato di insolvenza.

Il filo conduttore tra i vari casi affrontati è proprio il ricorso ad operazioni straordinarie come strumento di prima necessità per salvaguardare l’impianto aziendale, oltre al fatto che tutte le imprese citate come esempi abbiano affidato il proprio risanamento, in aggiunta alle suddette operazioni, ad una procedura di concordato in continuità, per assicurare i diritti dei creditori sociali e per ristabilire la solidità aziendale attraverso una ristrutturazione del debito maturato.

Non tutte le situazioni affrontate presentano uno schema ordinario di realizzazione, ossia quello dell’operazione straordinaria inserita in una proposta concordataria. Ad esempio, due casi particolari rappresentati dal Gruppo Ferrarini e dall’impresa di costruzioni Ing. E. Mantovani, hanno dapprima sfruttato l’effetto delle operazioni straordinarie (scissione per il gruppo Ferrarini e affitto del ramo d’azienda per l’impresa Ing. E. Mantovani) e solo in un secondo momento hanno depositato il concordato presso

il Tribunale competente. I motivi di queste scelte verranno analizzati nel dettaglio nei paragrafi successivi.

Il terzo caso, invece, presenta un'analisi dettagliata di una storica azienda italiana attiva nel settore dell'editoria, la Seat Pagine Gialle, e le diverse operazioni straordinarie implementate dalla stessa per sviluppare il business, inizialmente, e per risanare la società, successivamente. L'analisi si concentrerà sugli anni Duemila, dal momento in cui il gruppo SEAT viene scisso nel 2003, passando per le prime difficoltà di sostenimento del debito, fino alla richiesta del concordato nel 2013, concludendo l'analisi con la recente fusione con la società Italiaonline.

### *7.1 Il settore alimentare: dal crac Parmalat alla ristrutturazione del Gruppo Ferrarini*

Il primo caso che concerne il settore alimentare è quello del celebre *crac* dell'azienda fondata nei pressi di Parma nel 1961, la Parmalat. Il *crac* finanziario è avvenuto alla fine del 2003 ed è considerato tutt'oggi il più grande caso di bancarotta fraudolenta della storia delle imprese private in Europa, lasciando in eredità un buco di circa 14 miliardi di euro, per il quale furono condannati revisori, manager, contabili e il fondatore Calisto Tanzi. Parmalat, a seguito delle ingenti perdite, è stata ammessa inizialmente alla procedura di amministrazione straordinaria e, successivamente, nel 2004, alla procedura di concordato straordinario che prevedeva un unico concordato per l'intero gruppo. Il concordato prevedeva una prima fase in cui veniva costituita una Fondazione su iniziativa del commissario straordinario, la quale acquistava a sua volta una nuova Società per Azioni, denominata Parmalat S.p.A. come assuntore del concordato. La *newco* era, inoltre, la conferitaria delle aziende del gruppo, presso la quale venne trasferito oltre all'attivo di sedici società infragruppo anche una parte dei debiti delle stesse. A questo punto si passò alla soddisfazione dei creditori. In merito, il concordato prevedeva il pagamento integrale in denaro dei creditori privilegiati e di quelli in prededuzione, mentre una disciplina peculiare fu applicata ai creditori chirografari. Quest'ultimi accettarono di sottoscrivere un aumento di capitale della *newco* Parmalat S.p.a. a fronte dei debiti della società stessa, rinunciando, con il concordato, al credito residuo. Le nuove azioni in mano ai creditori sociali furono rivendute non appena la *newco* si quotò in borsa nel 2005, completando il processo di ristrutturazione aziendale.

Le operazioni straordinarie che possono essere messe in evidenza in questo caso sono due: il conferimento dei patrimoni di sedici società in una *newco* creata *ad hoc* e l'attribuzione di azioni ai creditori mediante l'aumento di capitale, il tutto inserito in una proposta concordataria a livello di gruppo.

Il secondo caso, caratterizzato da una maggiore peculiarità, è quello del Gruppo Ferrarini, attivo dal 1956 nella produzione, lavorazione, stagionatura e commercializzazione di salumi e formaggi. Nel 2016 il Gruppo Ferrarini optò per una scissione parziale proporzionale, suddividendo il ramo industriale dei prosciutti e dei salumi (compresa la controllata Vismara) dalla Società Agricola. Alla *newco* Ferrarini S.p.a. furono destinati il «[...] complesso dei beni materiali e immateriali, ivi compresi i marchi e brevetti, destinati all'attività di produzione e vendita di prosciutti cotti, di prosciutti stagionati e della salumeria tradizionale, [...] e tutti i contratti e rapporti giuridici, attivi e passivi, inerenti al ramo d'azienda in questione<sup>27</sup>». La società scissa fu, a sua volta, rinominata Società Agricola Ferrarini S.p.a., attribuendole tutti gli strumenti per svolgere l'attività agricola di produzione di Parmigiano Reggiano, di aceto, di vino, oltre agli strumenti funzionali alla gestione patrimoniale immobiliare e mobiliare del gruppo.

Tale operazione fu inserita «nell'ambito della riorganizzazione strutturale, funzionale e delle attività produttive del gruppo a cui partecipa Ferrarini, finalizzata al consolidamento e alla crescita nelle diverse aree di business in cui operano le società del gruppo», così come riporta una nota ufficiale del gruppo reggiano. A tale esigenze fu affiancata quella più strettamente finanziaria di ristrutturazione del debito pregresso, alimentato in gran parte dalle ingenti perdite causate dalle partecipazioni nelle banche venete oggetto della crisi nel 2015, Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza.

Nonostante questa operazione straordinaria, il gruppo Ferrarini non riuscì a migliorare in modo netto la propria esposizione debitoria, tanto che nel luglio 2018 fu costretta a depositare domanda per l'ammissione alla procedura di concordato per il ramo industriale e per la controllata Vismara, e nell'ottobre dello stesso anno anche la società agricola ne richiedeva l'ammissione.

Il Tribunale di Reggio Emilia ha ammesso la Ferrarini S.p.a. alla procedura di concordato preventivo, con continuità aziendale, il 13 marzo 2019. Il piano concordatario dovrebbe prevedere il pagamento integrale dei creditori sociali privilegiati e pignorati, mentre per i creditori chirografari si prospetta una

---

<sup>27</sup> 'Ferrarini si fa in due: società agricola e newco per i salumi', [www.reggioreport.it](http://www.reggioreport.it), 03/06/2016

soddisfazione del credito per una percentuale inferiore al 20%. Il piano concordatario proposto fa leva sull'operazione straordinaria di ricapitalizzazione della società grazie all'intervento di un nuovo partner, il Gruppo Pini, leader della macellazione, con un fatturato che si aggira attorno ai 1,6 miliardi di euro. Il nuovo partner garantirà un aumento di capitale di 10 milioni di euro, divenendo il nuovo azionista di controllo, e assicurando la continuità aziendale, il rilancio strategico e l'occupazione degli 800 dipendenti. Oltre alla società industriale, anche la società agricola è stata ammessa recentemente alla procedura di concordato preventivo con continuità aziendale.

### *7.2 Il settore delle costruzioni: i casi Ing.E. Mantovani, CMC Costruzioni, Grandi Lavori Fincosit e Trevi Holding*

Come già ribadito, il mondo delle costruzioni è uno tra quelli che ha risentito di più della crisi economica del 2007/2008, trascinando con sé molte grandi imprese verso le procedure concorsuali o, addirittura, verso lo stato di insolvenza. Il primo caso riguarda un'impresa padovana di costruzioni, la Ing. E. Mantovani, posseduta dalla Serenissima Holding della famiglia Chiarotto, che, per ristrutturare la propria attività, ha optato per l'operazione straordinaria di affitto del ramo costruzioni alla Co.ge Costruzioni S.r.l., società lombarda partecipata da Co.ge International Ltd di Londra. L'accordo è stato siglato a giugno 2018 e da agosto dello stesso anno è diventata operativa la *newco* denominata Coge Mantovani S.p.a. Attraverso questa operazione sono stati trasferiti tra le imprese le attestazioni e le certificazioni, i contratti dei lavori, i dipendenti, gli strumenti di lavoro e la sede.

«Lo strumento dell'affitto di azienda soddisfa l'esigenza di attuare un intervento immediato e volto ad assicurare la continuazione dell'attività d'impresa in capo ad un nuovo imprenditore che “non può e non vuole” incorrere nel rischio di ritrovarsi coinvolto nelle passività pregresse e, al tempo stesso, perdere l'avviamento dell'impresa in crisi<sup>28</sup>».

Così facendo, l'obiettivo dell'impresa padovana era quello di raccogliere risorse finanziarie affittando il proprio ramo aziendale ma preservandone il valore intrinseco, continuando in maniera indipendente la propria attività. Tale operazione era, quindi, finalizzata ad un risanamento successivo della situazione debitoria della stessa Ing. E.

---

<sup>28</sup> M. Pastore – L. Jeantet – L. Basso – A. Varoli (2015,2016), *La ristrutturazione: Linee guida e strumenti di composizione della crisi d'impresa*, Milano, FrancoAngeli, p.188

Mantovani, aggravata dall'inchiesta sul Mose di Venezia e dal contenzioso sui mancati pagamenti dei crediti vantati nei confronti del Consorzio Venezia Nuova e Expo 2015. La Ing. E. Mantovani ha concluso il proprio processo di ristrutturazione depositando il 15 novembre 2018 presso il Tribunale di Padova la domanda di concordato in bianco, il cui piano prevede la continuità aziendale, il realizzo dei crediti e la dismissione di alcune attività, immobili e partecipazioni.

Un'altra azienda storica del mondo delle costruzioni che recentemente ha depositato al Tribunale di Ravenna la domanda di ammissione al concordato con riserva, è la Cooperativa Muratori e Cementisti, la CMC Costruzioni di Ravenna. Quest'ultima ha depositato la domanda in Tribunale il 4 dicembre 2018, affermando in una nota ufficiale che «[...] nell'attuale frangente di tensione finanziaria di cassa l'accesso al concordato con riserva rappresenti il percorso più efficace per porre in sicurezza il patrimonio della società e tutelare, in tal modo, tutti i portatori di interessi». Il piano concordatario approvato dai soci e depositato in Tribunale nel mese di aprile 2019 prevede la soddisfazione integrale dei creditori privilegiati, dei creditori in prededuzione e dei fornitori strategici mediante la cessione di alcuni asset dell'impresa e attraverso il recupero di tutti i crediti. Mentre, per ciò che concerne i creditori chirografari, CMC ricorrerà all'operazione straordinaria di emissione e distribuzione di strumenti finanziari partecipativi che daranno diritto ai possessori ad una quota dell'utile residuo che si attende dalla continuità aziendale dal 2021 al 2030. Gli SFP daranno diritto, inoltre, ad un controllo diretto sulla governance aziendale attraverso la partecipazione dei detentori di quest'ultimi nel C.d.A. (partecipazione pari ad 1/3).

Una situazione alquanto simile a quella prospettata per CMC è quella inerente all'azienda romana Grandi Lavori Fincosit (GLF). Anche quest'ultima ha depositato domanda di ammissione alla procedura di concordato in bianco il 12 luglio 2018, registrando il piano concordatario il 12 dicembre presso il Tribunale di Roma. Il piano dovrebbe prevedere il pagamento integrale dei creditori privilegiati e in prededuzione, mentre per i creditori chirografari dovrebbe essere previsto un pagamento del 20%. Il piano, inoltre, prevede una serie di operazioni straordinarie quali: cessione delle controllate Seli Overseas e GLF Usa all'impresa italiana leader del settore, Salini Impregilo; costituzione della *newco* Fincosit S.r.l., con affitto del ramo d'azienda da parte della capogruppo GLF, che si occuperà fondamentalmente di opere marittime.

Un'altra realtà imprenditoriale in crisi di liquidità è la Trevi Holding (Trevi Finanziaria Industriale S.p.A.), leader nel mondo delle opere civili e dell'ingegneria del sottosuolo, la quale è stata ammessa alla procedura di concordato preventivo con continuità aziendale a fine aprile 2019. Quest'ultima avrà a disposizione fino a metà agosto per presentare un piano concordatario definitivo. Il gruppo Trevi era già stato protagonista nel mese di dicembre 2018, quando il C.d.A. aveva approvato «la proposta definitiva di manovra finanziaria relativa all'operazione di rafforzamento patrimoniale e alla ristrutturazione dell'indebitamento», facendo ricorso alla ristrutturazione *ex art. 182-bis l.fall.* Il piano di ristrutturazione prevede una ricapitalizzazione complessiva della Holding di 440 milioni di euro, attraverso una serie di operazioni straordinarie, così distribuita:

- FSI Investimenti S.p.A. (controllata da Cdp Equity), già azionista al 16,8%, e il fondo di investimenti Usa Polaris Capital Management, già azionista al 10%, si impegnano a sottoscrivere l'aumento di capitale per un totale di 77,4 milioni sui 130 milioni da offrirsi in opzione; la parte rimanente sarà sottoscritta dalle banche finanziatrici mediante la conversione dei propri crediti;
- Conversione dei crediti vantati dalle banche per un totale di 310 milioni di euro in azione ordinarie della Holding;
- La cessione delle controllate Drillmec e Petreven (settore Oil & Gas);
- Riscadenziamento dei debiti e modifica dei termini e delle condizioni del *minibond* emesso dalla Holding nel 2014.

La proposta di ristrutturazione finanziaria è stata riconfermata in via definitiva dal C.d.A. dell'8 maggio 2019, confermando i principi sanciti nel C.d.A. di dicembre.

### 7.2.1 Il Progetto Italia (cenni)

Alla luce dell'analisi delle situazioni societarie delle suddette imprese leader nel mercato delle costruzioni, è evidente come tale settore sia in grande difficoltà e sia sprofondato in maniera perpetua negli ultimi anni. A tal proposito è utile fare un accenno al Progetto Italia, «il piano industriale volto a dar vita a un gigante nazionale che possa supportare la ripresa del settore in Italia ed essere più competitivo sui mercati internazionali<sup>29</sup>». L'obiettivo dell'impresa leader nel comparto italiano delle

---

<sup>29</sup> 'Salini Impregilo cambia nome "Per creare un polo nazionale", [www.salini-impregilo.com](http://www.salini-impregilo.com), 31/5/2019

costruzioni, Salini Impregilo, è quello di radunare le principali aziende nel mercato in un unico grande polo nazionale, al fine di garantire la ripresa del settore, incentivando l'occupazione e la crescita, attraverso la costituzione di un'unica *general contractor* in grado di competere a livello mondiale, con un portafoglio obiettivo di 60 miliardi di commesse. Il progetto, per la sua completa realizzazione, prevede un esborso di circa 600 milioni di euro da investire anche per eventuali acquisizioni e risanamenti di imprese in difficoltà economiche che costituiranno il nuovo *player*. Salini non sarà il solo e unico investitore e assuntore dei rischi, ma sarà coadiuvato nell'investimento da Cdp (Cassa depositi e prestiti) e godrà anche dell'appoggio di altri istituti di credito, italiani e esteri. Il richiamo a tale progetto è legato al fatto che le aziende che potrebbero esserne coinvolte sono in gran parte quelle sopracitate, le quali vivono un periodo di instabilità economico-finanziaria e potrebbero rilanciarsi grazie all'adesione a tale iniziativa. In particolare, potrebbe essere integrata la società romana Astaldi S.p.A., impresa numero due del settore, ammessa alla procedura di concordato in bianco tra il mese di settembre e di ottobre. La stessa, infatti, ha approvato il piano concordatario nel mese di febbraio che prevede una ricapitalizzazione di 225 milioni di euro da parte di Salini Impregilo, utilizzata per pagare i crediti privilegiati e prededucibili, e per garantirne la continuità aziendale. Per quanto riguarda i creditori chirografari, verranno soddisfatti attraverso l'attribuzione sia di azioni derivanti da un'operazione straordinaria di conversione dei crediti, sia di strumenti finanziari partecipativi.

Le altre imprese che potrebbero essere coinvolte nel Progetto Italia non sono state ancora confermate dall'AD di Salini Impregilo, Pietro Salini, ma probabilmente potrebbero essere ricomprese la CMC Costruzioni, la Grandi Lavori Fincosit, Condotte e la Trevi Costruzioni, tutte aziende sottoposte a procedura concorsuale, oltre ad altre aziende in buona salute come la Vianini S.p.A. o l'Impresa Pizzarotti & C S.p.A.

### *7.3 Seat Pagine Gialle: dalla scissione dei primi anni Duemila alla fusione con Italiaonline nel 2015*

SEAT nacque a Torino nel 1925 come società industriale e commerciale nel settore dell'editoria, della tipografia e nel settore grafico più in generale, specializzatasi nel corso degli anni anche nell'ambito pubblicitario, cartaceo e online, e nella gestione dei servizi di comunicazione, sia telematici che digitali.

In particolare, la società coinvolta nella fusione con Italiaonline è Seat Pagine Gialle S.p.A., nata nel 2003 a seguito di una procedura di scissione parziale proporzionale di SEAT, *società scissa*, la quale ha trasferito alla *newco* il complesso aziendale inerente alle attività di editoria telefonica (cartacea e online) e di erogazione di servizi di assistenza telefonica e informativi. La *newco* era partecipata al 62,5% circa da Telecom Italia S.p.A., la quale decise di vendere la propria partecipazione ad una società veicolo legata a fondi di *private equity* lussemburghesi, la Silver S.p.A., controllata da Spyglass S.p.A. Successivamente all'acquisto della partecipazione, la *new* Seat Pagine Gialle viene fusa per incorporazione nella Silver S.p.A., la quale, a sua volta, viene fusa per incorporazione nella Spyglass S.p.A. L'acquisto della partecipazione e le varie operazioni di fusione per accorciare la catena di controllo costò all'incirca 3,1 miliardi di euro, costituiti in gran parte grazie al ricorso all'indebitamento (circa 2,2 miliardi). La situazione debitoria di Seat Pagine Gialle precipitò con la distribuzione di un dividendo straordinario di 3,6 miliardi di euro, portando l'indebitamento totale della società ad un livello di 4 miliardi di euro.

«Negli anni successivi la storica azienda torinese non è riuscita a sostenere il peso di tale indebitamento, essendo così ammessa al concordato preventivo nel 2013<sup>30</sup>».

Dal 2011 Seat Pagine Gialle affrontò un sostanzioso processo di ristrutturazione societaria e finanziaria con l'obiettivo di risanare la propria esposizione debitoria e riottenere fiducia dai mercati finanziari e dalle società di rating.

Nel 2012, dunque, Seat PG attuò un'operazione di fusione per incorporazione con Lighthouse International Company S.A., la quale aveva emesso obbligazioni per 1,3 miliardi di euro, salvo poi essere convertite in 14.139.185.625 azioni ordinarie, rappresentanti circa l'88% del capitale sociale della società *post* fusione.

---

<sup>30</sup>Festa, Carlo, 'Uragano Seat Pg sul private equity: misure cautelari per 11 componenti del Cda dei primi anni 2000 tra cui celebri manager di fondi', [www.carlofesta.blog.ilsole24ore.com](http://www.carlofesta.blog.ilsole24ore.com), 10/11/2015

Così come veniva annunciato in un comunicato stampa di Seat Pagine Gialle del 28 agosto 2012, «la Fusione rappresenta un ulteriore importante passo nel processo di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario della Società (la "Ristrutturazione") e costituisce la modalità con cui viene data soluzione alla situazione di patrimonio netto negativo di cui all'articolo 2447 codice civile in cui versava la Società».

Nonostante questa operazione straordinaria, Seat PG si vede costretta nel febbraio 2013 a depositare presso il tribunale la domanda di ammissione alla procedura di concordato, omologato ad ottobre 2014 e in esecuzione a partire dal 23 dicembre 2014.

Il concordato prevedeva a sua volta altre operazioni straordinarie, quali, su tutte, la conversione dei crediti vantati dai *bondholder* e dalle banche. Il capitale sociale fu inizialmente ridotto drasticamente per coprire le perdite e, successivamente, la società fu ricapitalizzata, prevedendo un'emissione complessiva di nuove azioni ordinarie per un totale di circa 6.400 miliardi di titoli. I *bondholder* sono diventati complessivamente azionisti per il 54,6% del capitale sociale, le banche creditrici per il 45,1% mentre agli azionisti del tempo è rimasto solamente lo 0,25%. Il concordato prevedeva anche il pagamento in denaro dei creditori privilegiati e parte dei creditori chirografari, secondo quanto pattuito nella proposta concordataria.

Una volta parzialmente risanata, la svolta per Seat Pagine Gialle S.p.A. avvenne nel 2015 con l'inizio dell'operazione di integrazione con Italiaonline S.p.A., società leader nelle soluzioni di comunicazione e pubblicità online per le imprese e nel marketing digitale. Il processo di integrazione si contraddistingue in tre fasi principali: il conferimento, l'OPA (offerta pubblica d'acquisto) e la fusione.

Durante la prima fase (mese di agosto 2015) viene conferito circa il 54% di Seat PG ad Italiaonline, mentre nella seconda fase Italiaonline lanciò nel mese di settembre 2015 un'OPA obbligatoria per la restante parte del capitale di Seat PG. Attraverso queste due operazioni Italiaonline S.p.A. giunse così all'ottenimento circa dell' 80% del capitale di Seat PG. Il processo di integrazione tra le due società si concluse con l'approvazione a gennaio 2016 da parte dei C.d.A. del progetto di fusione inversa, il quale prevedeva l'incorporazione di Italiaonline in Seat Pagine Gialle. La nuova società post fusione venne denominata Italiaonline S.p.A. e cominciò la propria attività a giugno 2016, in contemporanea al debutto in Borsa.

## Conclusione

L'elaborato evidenzia, innanzitutto, come gli strumenti risolutivi a disposizione delle imprese, che versano in uno stato di crisi, siano tanti e tutti adattabili alle diverse situazioni proposte.

L'obiettivo dell'analisi, come riportato nell'introduzione, era quello di contestualizzare le diverse operazioni societarie straordinarie usufruibili dalle imprese, sia in ambito concorsuale sia nell'ambito di ristrutturazione del debito o societaria.

Lo studio pone in primo piano i vantaggi derivanti dall'utilizzo di tali operazioni e si concentra anche sui loro limiti applicativi e sul loro raggio d'azione. Di fatto, la disciplina e le normative alla base del rapporto tra la crisi d'impresa e le operazioni straordinarie è molto complesso e ha richiesto uno studio approfondito non solo dal punto di vista economico-aziendale ma anche per quanto concerne il profilo giuridico, valutando il quadro normativo di riferimento per le operazioni straordinarie, per la crisi d'impresa e per le procedure concorsuali. Tuttavia, l'elaborato non si è limitato ad una valutazione dell'inserimento di tali operazioni in una procedura concorsuale, ma è stato allargato lo sguardo anche all'utilizzo delle stesse in un procedimento di ristrutturazione finanziaria della società, per scongiurare, talvolta, la successiva domanda di ammissione al concordato.

Il capitolo relativo alla crisi dei gruppi d'impresa ha assunto particolare rilievo all'interno della tesi, essendo il gruppo un modello organizzativo tipico della struttura economica italiana, per lo più a conduzione familiare. La rilevanza è associata anche alla recente riforma entrata in vigore a febbraio 2019, la quale predispose il concordato di gruppo come strumento risolutivo della situazione di crisi, considerando il gruppo non più come soggetto giuridico composto da più entità separate, ma come un ente gestito in maniera univoca.

Infine, l'aspetto pratico è stato valutato nello studio dei casi dei gruppi di imprese o delle singole società, i quali hanno intrapreso la strada delle operazioni straordinarie come atto determinate per la risoluzione dello stato di crisi. Studiando analiticamente le diverse situazioni, è emerso come la ricapitalizzazione societaria, collegata alla distribuzione di azioni ordinarie o di strumenti finanziari partecipativi, e la conversione dei debiti dell'impresa, siano le più utilizzate tra le diverse operazioni straordinarie possibili.

Sicuramente, queste due tipologie di operazioni straordinarie risultano più agevoli da adottare, dal momento che sono più semplici sia dal punto di vista pratico che dal punto di vista organizzativo. Infatti, mentre le fusioni richiedono la presenza di una controparte disponibile all'incorporazione e l'operazione di scissione prevede un certo grado di complessità, le ricapitalizzazioni societarie e le conversioni dei debiti necessitano sostanzialmente di un accordo con uno o più creditori sociali.

Tra i tre settori dell'economia analizzati, quello delle costruzioni è quello che presenta più criticità conseguenti alla crisi economica a cavallo tra il 2007 e il 2008. Molto dei *big* delle costruzioni hanno, di fatto, scelto la strada del concordato preventivo con continuità aziendale per scongiurare il fallimento, inserendo nello stesso alcune operazioni straordinarie. In aggiunta, lo scritto dedica un breve paragrafo al recentissimo Progetto Italia. L'idea, come riportata in precedenza, è quella di costituire un soggetto giuridico nazionale in grado di competere sul mercato mondiale, ampliando in maniera netta il proprio portafoglio dei lavori e attribuendogli un complesso aziendale solido e stabile nel tempo, attraverso acquisizioni, incorporazioni e ricapitalizzazioni dei principali *player* del settore, siano essi sottoposti a procedura concorsuale o meno. Dunque, si può facilmente prevedere che l'evoluzione degli strumenti risolutivi della crisi, in atto a partire dalla riforma del 2003, sia continua e sempre più sofisticata, alla ricerca di modalità risolutive ancor più nuove e migliori, al fine di scongiurare i rischi di fallimento legati all'attività imprenditoriale, i quali possono ripercuotersi in altre imprese collegate e, di conseguenza, sul mercato in generale.

## Bibliografia

- Associazione Preite (2012), *Il diritto delle società*, 4° ed., Bologna, Il mulino
- Bastia P. – Brogi R. (2016), *Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*, Milano, Ipsoa
- Beggiano, Andrea (2018), 'Spunti in tema di "scissione" nella crisi d'impresa', in *Il commercialista Veneto - Periodico dei dottori commercialisti e degli esperti contabili delle Tre Venezie*, n. 241
- Cottino, Gastone (1999), *Diritto commerciale vol. 1.2, Le società*, Padova, Cedam
- Fabiani, Massimo (2014), 'Concordato preventivo', in *Commentario Scialoja-Branca, Libro quinto: Lavoro art.2221*, n.2, Bologna, Zanichelli Editore
- Ferri Sr., Giuseppe (2002), *Manuale di diritto commerciale*, Torino
- Fiori G.-Tiscini R. (2014), *economia aziendale*, Milano, Egea
- Guatri, Luigi (1986), *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, Giuffré
- Guerrera F., Maltoni M. (2008), 'Concordati giudiziali e operazioni societarie di riorganizzazione', in *Rivista delle società*, n.1, Giuffré Editore, Milano
- M. Pastore – L. Jeantet – L. Basso – A. Varoli (2015,2016), *La ristrutturazione: Linee guida e strumenti di composizione della crisi d'impresa*, Milano, FrancoAngeli
- Maggi, Cristina (2008), 'La liquidazione mediante conferimento: commento all'art. 105, VIII comma, l.fall.', in *Il Fallimento*
- Massima n. 34/2013, 'Concordato preventivo e trasformazione di società', Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato
- Mosco, Gian Domenico (2018), *Le società quotate – Casebook*, Bari, Cacucci Editore
- Palmieri, Gianmaria (2009), 'Operazioni straordinarie "corporative" e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative', in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, n.9
- R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen, S. Sandri (2015), *principi di finanza aziendale*, 7° ed., Milano, McGraw-Hill Education
- Sentenza del 19 febbraio 2016, n. 2224, Tribunale di Napoli, Pres. Dott. Buttafoco, Rel. Dott. Caiazzo

## Sitografia

- [www.altalex.com](http://www.altalex.com)
- [www.astaldi.com](http://www.astaldi.com)
- [www.bd24.ilsole24ore.com](http://www.bd24.ilsole24ore.com)
- [www.bebeez.it](http://www.bebeez.it)
- [www.brocardi.it](http://www.brocardi.it)
- [www.carlofesta.blog.ilsole24ore.com](http://www.carlofesta.blog.ilsole24ore.com)
- [www.consiglionotarilefirenze.it](http://www.consiglionotarilefirenze.it)
- [www.corriere.it](http://www.corriere.it)
- [www.dea.univr.it](http://www.dea.univr.it)
- [www.dircomm.it](http://www.dircomm.it)
- [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)
- [www.diritto24.ilsole24ore.com](http://www.diritto24.ilsole24ore.com)
- [www.espresso.repubblica.it](http://www.espresso.repubblica.it)
- [www.finanzareport.it](http://www.finanzareport.it)
- [www.ilgiuslavorista.it](http://www.ilgiuslavorista.it)
- [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
- [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)
- [www.italiaonline.it](http://www.italiaonline.it)
- [www.madonnas.it](http://www.madonnas.it)
- [www.money.it](http://www.money.it)
- [www.monitorimmobiliare.it](http://www.monitorimmobiliare.it)
- [www.morovisconti.com](http://www.morovisconti.com)
- [www.odcec.mi.it](http://www.odcec.mi.it)
- [www.ordineavvocatimodena.it](http://www.ordineavvocatimodena.it)
- [www.pmitutoring.it](http://www.pmitutoring.it)
- [www.rassegna.it](http://www.rassegna.it)
- [www.reggioreport.it](http://www.reggioreport.it)
- [www.salini-impregilo.com](http://www.salini-impregilo.com)
- [www.studiobulzonisangiorgi.it](http://www.studiobulzonisangiorgi.it)
- [www.studiocagliari.com](http://www.studiocagliari.com)
- [www.trevifin.com](http://www.trevifin.com)
- [www.veneziatoday.it](http://www.veneziatoday.it)