

Dipartimento
di Giurisprudenza
Cattedra di Diritto Commerciale

Gli Strumenti Finanziari Partecipativi nelle
procedure di crisi

Chiar.mo Prof.
Giorgio Meo

RELATORE

Chiar.mo Prof.
Vincenzo De Sensi

CORRELATORE

Francesco Piacente
Matr. n. 153473

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

*Alla mia famiglia,
il mio punto fermo.*

INDICE

Introduzione	6
---------------------------	---

CAPITOLO I: Gli Strumenti Finanziari Partecipativi: caratteri e funzioni

1. L'art 2346, 6° co., c.c. e l'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi nell'ordinamento italiano.....	9
2. Le funzioni tra teoria e prassi.....	15
3. L'autonomia statutaria nella definizione dei caratteri.....	21
3.1 L'organo competente all'emissione e il regolamento degli strumenti.....	21
3.2 Gli apporti.....	25
3.3 I diritti attribuibili.....	28
3.3.1 Diritti amministrativi: poteri di <i>voice</i> e poteri gestori.....	28
3.3.2 Diritti patrimoniali.....	36
4. Eterogenesi dei fini: da canale alternativo di finanziamento della società a strumenti utilizzati nelle procedure di crisi.....	39
5. L'estensione degli strumenti alle società a responsabilità limitata innovative. <i>Cenni</i>	42

CAPITOLO II: L'inquadramento giuridico e la rappresentazione contabile

1. La "partecipatività" degli SFP: strumenti ibridi tra <i>debt</i> ed <i>equity</i>	49
2. Tribunale di Napoli, Ordinanza n. 31414/2016.....	55
3. Effetti delle perdite sugli strumenti finanziari partecipativi.....	59
4. Teorie anti diluizione.....	65
5. Partecipazione alle perdite nel Regolamento strumenti finanziari partecipativi Digital Magics.....	70

CAPITOLO III: Gli strumenti finanziari partecipativi nelle procedure di crisi

1. Strumenti finanziari partecipativi al servizio del risanamento dell'impresa.....	73
---	----

2. I vantaggi dell'utilizzo degli SFP nella crisi d'impresa.....	80
2.1 il profilo patrimoniale.....	80
2.2 il profilo finanziario.....	84
2.3 il profilo funzionale.....	85
3. Gli aspetti critici relativi all'utilizzo degli SFP.....	85
4. Tribunale di Ravenna, Sez. fall., Decr., 29/05/2021.....	94
4.1. Un utilizzo soddisfacente peculiare: la <i>datio in solutum</i> nel concordato preventivo.....	99
4.2. Il contenuto del piano e della proposta in relazione agli SFP: la regolamentazione dell'operazione di <i>restructuring</i> e la convertibilità in obbligazioni.....	108
4.3. Le garanzie di <i>trasparenza</i> e d'informazione per il ceto creditorio.....	115
4.4. Il ruolo dei creditori.....	119
5. Tribunale Bologna, Sez. IV, Decr. 1/10/2020.....	123
5.1. Il caso.....	123
5.2. Conseguenze del fallimento della società emittente sugli strumenti finanziari partecipativi.....	125
5.3. Criticità nell'approccio consensualistico nell'interpretazione dei regolamenti degli strumenti finanziari partecipativi.....	130

CAPITOLO IV: *Case Study*: il concordato Astaldi

1. La vicenda.....	135
2. Gli strumenti finanziari partecipativi nella proposta e nel piano concordatario.....	142
3. Convenienza della soluzione concordataria rispetto all'ipotesi alternativa dell'amministrazione straordinaria.....	152

Conclusioni	156
--------------------------	-----

Bibliografia	159
---------------------------	-----

INTRODUZIONE

La riforma del diritto societario (l.d. 366/2001) entrata in vigore nel 2003 è stata foriera, per molti aspetti, di novità di assoluto rilievo rappresentando, all'interno della materia, un punto di rottura con la passata disciplina.

Tra gli elementi di maggiore interesse apportati dal Legislatore, si rinviene l'introduzione nell'ordinamento interno degli strumenti finanziari partecipativi.

La tradizionale dicotomia azione-obbligazione divenuta ormai obsoleta e, pertanto, incapace di riflettere le più moderne esigenze del mercato viene spezzata. Le figure di azione e obbligazione sono, così, affiancate da una molteplicità di strumenti intermedi che, a ben vedere, presentano alternativamente i caratteri dell'una piuttosto che dell'altra.

In siffatto contesto, si evidenziano gli strumenti finanziari partecipativi, i cui profili peculiari rendono stimolante un'attività di ricerca più approfondita e tesa a porre in risalto pregi e difetti di una figura rimasta nell'ombra durante i suoi primi anni di vita.

La disciplina delineata nel codice civile - fonte normativa da considerarsi come unico riferimento nell'indagine che ci si propone di compiere - risulta essere piuttosto esigua per espressa volontà del Legislatore. Dietro tale laconicità si cela l'intenzione di riconoscere alle società la più ampia autonomia statutaria nella definizione dei singoli strumenti finanziari che la stessa si appresta ad emettere.

L'art. 2346, comma 6, c.c. si limita, come si è detto, a fissare i punti cardine di una disciplina in modo tutt'altro che puntuale, affermando che: *“Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione.”*

Mediante la riforma e l'introduzione di tale previsione normativa, il Legislatore ha inteso introdurre un canale di finanziamento alternativo a beneficio delle imprese,

favorendo lo sviluppo dello stesso secondo le esigenze delle singole realtà societarie e garantendo loro, quindi, sufficiente spazio di manovra.

Nella stesura del contributo, ci si occuperà di enucleare gli aspetti che maggiormente hanno alimentato il dibattito della dottrina e sono stati oggetto di arresti giurisprudenziali. Si indagherà, allora, la natura degli apporti effettuati dagli investitori a favore della società, a fronte dei quali la stessa provvede all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi. Allo stesso modo si studieranno le tecniche e le logiche di modulazione dei diritti patrimoniali e amministrativi riconosciuti di volta in volta ai titolari degli strumenti.

In particolare, si analizzerà con sguardo critico la prima pronuncia giurisprudenziale con ad oggetto strumenti finanziari partecipativi, la quale affronta il tema riguardante gli effetti che generano le perdite maturate dalla società su tali strumenti.

Il risultato a cui giunge il Tribunale di Napoli è di assoluto valore e significativo al punto da rappresentare un riferimento rispetto ad una zona grigia della disciplina degli strumenti in questione.

Tuttavia, il lavoro compiuto dai giudici, non potendo proporsi di essere completo, bensì circoscritto a dare una risposta al caso di specie, ha lasciato irrisolti diversi aspetti critici relativi allo stesso tema. Degli stessi si è occupata la dottrina capace di fornire soluzioni alternative che guardano al problema da punti prospettici differenti.

Se quindi la prima parte della trattazione si occupa di delineare i tratti principali che definiscono gli strumenti finanziari partecipativi, la seconda affronta il fenomeno dell'“eterogenesi dei fini” e quanto ne consegue.

La volontà originaria del Legislatore della riforma era quella di introdurre uno strumento che costituisse un'alternativa via di finanziamento alle imprese rispetto ad azioni e obbligazioni. Tale intenzione, tuttavia, non si è concretizzata nella prassi per ragioni che verranno più diffusamente trattate e ciò ha portato la figura in analisi ad essere scarsamente utilizzata.

La crisi economica e finanziaria che ha avuto inizio nel primo decennio del secolo in corso, ha determinato il sorgere di nuove esigenze da soddisfarsi mediante metodi rinnovati.

L'“eterogenesi dei fini” si compie, pertanto, quando gli strumenti finanziari partecipativi diventano elemento chiave nelle operazioni di *restructuring*.

Elasticità e duttilità sono le caratteristiche che permettono a tali strumenti di risultare determinanti nelle operazioni di ristrutturazione del debito, rendendosi capaci di soddisfare le differenti esigenze dei creditori.

In questo processo che ha portato gli strumenti disciplinati ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c. ad essere utilizzati in un contesto e con finalità assai diverse rispetto a quelle che il Legislatore si figurava al momento della loro entrata in vigore, hanno svolto un ruolo essenziale le pronunce giurisprudenziali che per prime hanno vagliato questa strada.

Attraverso un'analisi che prende le mosse dai succitati arresti giurisprudenziali si pongono in evidenza i temi che godono di primaria centralità all'interno della presente trattazione: gli strumenti finanziari partecipativi utilizzati in modo alternativo e peculiare al fine di risollevarne le sorti dell'impresa in crisi, il ruolo dei creditori nelle operazioni di conversione del debito in titoli di partecipazione, le sorti che spettano a tali strumenti nel caso in cui la società emittente venga dichiarata fallita.

La rinnovata fiducia nutrita nei confronti di un nuovo contesto operativo offre, in conclusione, l'opportunità di approfondire le declinazioni e i riflessi che le teorie elaborate dalla dottrina hanno determinato sulle più recenti emissioni di strumenti finanziari partecipativi.

A tal proposito, per concludere, si tratterà, come *case-study*, il concordato Astaldi, che rappresenta un eccellente esempio di impiego degli Sfp nelle vesti di mezzi capaci di soddisfare le pretese del ceto creditorio all'interno di una complessa vicenda concorsuale.

CAPITOLO I

GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI: CARATTERI A FUNZIONI

SOMMARIO: 1. L'art 2346, 6° co., c.c. e l'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi nell'ordinamento italiano. – 2. Le funzioni tra teoria e prassi. – 3. L'autonomia statutaria nella definizione dei caratteri. – 3.1 L'organo competente all'emissione e il regolamento degli strumenti. – 3.2 Gli apporti. – 3.3 I diritti attribuibili. – 3.3.1 Diritti amministrativi: poteri di *voice* e poteri gestori. – 3.3.2 Diritti patrimoniali. – 4. Eterogenesi dei fini: da canale alternativo di finanziamento della società a strumenti utilizzati nelle procedure di crisi. – 5. L'estensione degli strumenti alle società a responsabilità limitata innovative. Cenni.

1. L'art 2346, 6° co., c.c. e l'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi nell'ordinamento italiano.

Il diritto societario odierno affonda le proprie radici nella tradizionale dicotomia esistente tra azioni ed obbligazioni – strumenti finanziari attraverso cui la società acquisisce mezzi propri e risorse finanziarie.

Nel corso degli anni, in virtù dell'importanza che rivestono le azioni e le obbligazioni, si è sentita sempre più l'esigenza di graduare e modellare tali due fattispecie tipiche, esplorandone i limiti interni. In tal modo, si è giunti alla creazione di nuove categorie di azioni e all'emissione di obbligazioni, al fine di rispondere meglio alle nuove esigenze di mercato.

Dal suo canto, il Legislatore si è mosso procedendo alla tipizzazione di nuove figure normative con l'obiettivo di realizzare strumenti “misti” che, a ben vedere, non sono altro che specificazioni delle figure già affermate di azioni e obbligazioni. Si pensi, infatti, alla disciplina normativa delle obbligazioni convertibili “dirette”

(completata nel 1974) e le azioni di risparmio, senza diritto di voto (dapprima, disciplinate nel 1974 e, poi, nel 1998).¹

Accanto a tali nuove figure tipiche, si è osservata la creazione di strumenti “atipici”, talvolta secondo le forme dei titoli di debito ovvero incorporanti operazioni assimilabili all’associazione in partecipazione.

Indipendentemente da tali soluzioni normative, si può notare come l’elasticità di cui godono tanto le azioni quanto le obbligazioni permetta di sviluppare una serie di varianti intermedie.

Non a caso, infatti, immaginando una linea che congiunge le azioni con le obbligazioni, partendo dalle prime e allontanandoci verso il centro, troveremo le azioni privilegiate, le azioni privilegiate con voto limitato, le azioni di risparmio e le azioni di risparmio con particolari privilegi che attribuiscono un rendimento quasi garantito.

Prendendo in considerazione la categoria delle obbligazioni, si pensi, invece, alle obbligazioni indicizzate agli indici di borsa, alle obbligazioni con rendimento legato agli utili della società emittente, alle obbligazioni c.d. subordinate e alle obbligazioni c.d. irredimibili.

Appare evidente, pertanto, che queste *variae figurae* siano state identificate e, quindi, qualificate come interposte tra azioni ed obbligazioni, collocandosi in quella cd. “zona grigia” dove le tipicità dei due poli dell’investimento e del finanziamento sfumano fino a confondersi.²

La riflessione appena condotta ha portato a riscontrare come, in realtà, non sia possibile intendere rigidamente le figure tipiche di obbligazioni ed azioni.

¹ NOTARI M., Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili della disciplina. Testo dell’intervento al Convegno di studi sul tema “Verso il nuovo diritto societario. Dubbi ed attese”, Firenze, il 16 novembre 2002, p. 2 e ss

² VALZER A., Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni. Giappichelli, Torino, 2012, p. 487 e ss

Attraverso un lavoro di comparazione tra i diversi ordinamenti giuridici nazionali ed a seguito della globalizzazione dei mercati finanziari si è condotta un'attenta analisi avente ad oggetto la società per azioni e gli strumenti finanziari da essa emessi.

È in tale contesto che si è inserito il Legislatore della riforma, il quale, attuando l'art 4, comma 6°, lettera c) della legge delega (L. 3 ottobre 2001, n. 366) ha introdotto gli strumenti finanziari partecipativi (Sfp) (art 2346, 6° co., c.c.), forieri di novità sul piano operativo e sistematico.

Al quadro finora delineato che vede protagoniste le figure di azioni e obbligazioni, si aggiunge la categoria intermedia degli strumenti finanziari partecipativi dai contorni ancora sfuggenti sia per quanto attiene al profilo della *“delimitazione della fattispecie che a quello della ricostruzione della disciplina”*³.

Gli articoli del c.c. che si occupano degli strumenti finanziari partecipativi sono i seguenti:

- art. 2346, 6° co.;
- art. 2349, 2° co.;
- art. 2351, 5° co.

L'ultimo comma dell'art. 2346 riconosce alla società la possibilità di emettere – a seguito dell'apporto anche di opere e servizi da parte dei soci o di terzi – strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali e/o di diritti amministrativi, fatta eccezione per il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. Sarà, poi, lo statuto a determinare modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, eventualmente, la legge di circolazione.

Lo scopo perseguito dal Legislatore è desumibile dalla Relazione introduttiva della Riforma societaria, ove al riguardo si prevede che *“sempre perseguendo*

³ NOTARI M., Gli strumenti finanziari: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese. Rivista delle società, 2018, p. 1134 e ss. Nel senso che “la nuova categoria degli strumenti finanziari è tratteggiata, sul piano della fattispecie, da poche indicazioni, che a stento consentono di intravederne i confini, ed è oggetto di un impianto disciplinare forse ancora più scarno”.

l'obiettivo politico di ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale ma con soluzione necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria⁴ che imperativamente vieta il conferimento di opere e di servizi, si è espressamente ammessa la possibilità che in tal caso, fermo rimanendo il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi: così nell'ultimo comma dell'art. 2346''.

Il codice all'art. 2349, 2° co., c.c., fissa – in capo all'assemblea straordinaria – il potere di assegnare strumenti finanziari, diversi dalle azioni, ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate. Tali strumenti sono, quindi, dotati di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, fatta esclusione per il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti.

Ferma la succitata impossibilità per i titolari di strumenti finanziari di esprimere il voto nell'assemblea generale degli azionisti – in merito alla quale ci si soffermerà più diffusamente nel prosieguo del lavoro – il quinto comma dell'art. 2351 c.c. sancisce che tali strumenti potrebbero comunque essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati. In particolare, può essere riconosciuto, secondo modalità stabilite dallo statuto, ai titolari di tali strumenti il diritto di nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.

L'elasticità dello strumento e le peculiarità fin qui tratteggiate permettono di notare una similitudine tra quanto previsto all'ultimo comma dell'art. 2346 c.c. e figure

⁴ Dir. 77/91/CEE.

note ad altre esperienze giuridiche europee come, ad esempio, i *Genußrechte*⁵ tedeschi e le *parts bénéficiaire*⁶ belga.⁷

In particolare, ciò che accomuna queste figure è la loro idoneità a dare forma giuridica al c.d. “mezzanino”⁸ (*mezzanine, Mezzanine-Kapital*), ossia ad uno strumento con caratteristiche sostanziali intermedie tra *debt* ed *equity* e, per tale motivo, sempre più diffuso nelle operazioni di *private equity* anche in Italia.

Appare evidente, però, che gli strumenti finanziari partecipativi così come delineati dal codice civile, tanto dal punto di vista della fattispecie quanto sul versante della struttura disciplinare, siano piuttosto scarni – ragione per la quale non è agevole definirne i contorni.

Tale scelta minimalista del Legislatore si giustifica con la volontà di lasciare ampio spazio di manovra all'autonomia statutaria della società emittente in misura coerente con quanto già si verifica nelle sfere relative alle azioni e alle obbligazioni.

Tale laconicità del Legislatore, nonché il conseguente ampio respiro riconosciuto alla società per azioni in sede di emissione e regolamentazione di

⁵ I *Genußrechte* consistono in un rapporto di finanziamento con la società, incorporabile in un documento, idoneo ad attribuire una serie di diritti patrimoniali propri dell'azionista (ma senza quella posizione organica della partecipazione sociale), quali: diritto agli utili dell'impresa, diritto alla quota di liquidazione, nonché diritto di conversione e di opzione sulle azioni. Essi sono uno strumento di finanziamento ibrido, con caratteristiche intermedie rispetto a quelle delle obbligazioni e delle azioni.

⁶ Le *parts bénéficiaires* sono particolari titoli disciplinati dal *Code des sociétés* belga, molto diffusi nella pratica. Tuttavia, come per gli Sfp, il legislatore non definisce e non disciplina dettagliatamente i titoli *de quibus*, limitandosi a precisare che essi non concorrono a costituire il capitale sociale. Analogamente agli Spf, anche le *parts bénéficiaires*, presentando caratteristiche ibride, si collocano in una posizione intermedia tra azioni e obbligazioni. Esse, in particolare, si distinguono dalle azioni perché non rappresentano una frazione del capitale sociale essendo definite «titres hors capital».

⁷ TOMBARI U., Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ult. co., c.c.) e i diritti amministrativi nella società per azioni. Studio 5571/I/2005 Consiglio Nazionale del Notariato, p. 6

⁸ MIGNONE G., Strumenti finanziari partecipativi del genere “mezzanino”: se sei riserva non puoi fare il capita...le. Banca Borsa e Titoli di credito, 2017, p. 491 e ss

strumenti finanziari partecipativi, ha spinto il Consiglio Notarile di Milano a fornire criteri interpretativi univoci che agevolassero in via definitiva l'uso di questi strumenti nella prassi.⁹

Le pronunce più significative sono le massime n. 164, 165, 167, 168, 169, 184, 195, il cui contenuto verrà approfondito nei successivi paragrafi del presente capitolo.

L'oggetto di tali pronunce verte principalmente sulle questioni legate all'attribuzione di diritti patrimoniali o amministrativi in capo agli strumentisti.

Fin da ora, si può affermare che gli strumenti finanziari partecipativi introdotti dall'art. 2346, 6° co., c.c. non esauriscono la categoria degli strumenti finanziari partecipativi di cui può disporre la società per azioni, ma costituiscono un *tertius genus*¹⁰, in aggiunta alle azioni e alle obbligazioni, che però non esclude l'introduzione di ulteriori strumenti finanziari.

Se è vero che gli strumenti finanziari costituiscono un *tertius genus*, non è meno vero che sia necessario definire i confini della fattispecie rispetto ad azioni e obbligazioni.¹¹

La sezione V del capo V del libro V del codice civile che si intitola "Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi" permette *de facto* al lettore di comprendere che la natura degli Sfp è altra rispetto a quella delle azioni.

Lo stesso art. 2346, 6° co. c.c. attraverso l'espressione "Resta salva" sembra voler ulteriormente, nell'ambito dell'emissione di azioni, distinguere le due categorie.

Tuttavia, l'aspetto che rappresenta in modo più marcato un *discrimen* fra Sfp e azioni è l'assenza di diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti in capo agli strumentisti – elemento, invece, tipizzante delle azioni. Non appare rilevante

⁹ NOTARI M., Gli strumenti finanziari: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese. *Rivista delle società*, 2018, p. 1145 e ss.

¹⁰ NOTARI M., Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili della disciplina. Testo dell'intervento al Convegno di studi sul tema "Verso il nuovo diritto societario. Dubbi ed atteste", Firenze, il 16 novembre 2002, *signp.* 3 e ss.

¹¹ SIGNORELLI F., Strumenti finanziari partecipativi. *Il Societario*, 2017, p. 3 e ss.

sottolineare, invece, che ci siano categorie di azioni, quali, ad esempio, le azioni di risparmio, che non prevedono diritto di voto.

In aggiunta, gli strumenti finanziari non sono mai parte del capitale sociale – a differenza di quanto avviene per le azioni – in quanto gli apporti non vengono imputati al capitale sociale, pur contribuendo ad incrementare il patrimonio sociale.

Al contrario, non è allo stesso modo agevole riconoscere gli elementi che differenziano gli Sfp e le obbligazioni, in quanto, gli apporti a seguito dei quali vengono emessi, in entrambi i casi, non sono imputati a capitale. Peraltro, due sono i punti che sembrano meglio distinguere le summenzionate figure:

1) il primo attiene alla comune previsione del diritto inerente al rimborso del prestito pagato; ma se per le obbligazioni questo non può essere legato all'andamento della società (potendo eventualmente solo variare il riconoscimento degli interessi), gli strumenti finanziari, invece, possono vincolare il rimborso del prestito all'andamento della gestione sociale;

2) il secondo elemento riflette un ulteriore aspetto di asimmetria fra gli Sfp e le obbligazioni, in quanto le seconde non prevedono alcun potere di gestione in capo ai titolari, pur partecipando questi al rischio d'impresa, mentre i primi sono forniti di diritti patrimoniali o anche diritti amministrativi che consentono, in modo più o meno significativo, di determinare la gestione sociale.

2. Le funzioni tra teoria e prassi

Come si desume facilmente dal 6° comma dell'art. 2346 c.c., gli strumenti finanziari partecipativi costituiscono un istituto dotato di eccezionale duttilità, il che permette all'autonomia privata di modellarne i contorni nei modi più vari.

Il Legislatore individua l'assemblea straordinaria come organo competente a decidere dell'emissione, laddove sia prevista dallo statuto, in quanto l'operazione ha

valenza sinallagmatica solo per via indiretta, trattandosi, piuttosto, di un atto di liberalità che necessita di essere tutelato da una procedura di approvazione aggravata.¹²

L'assemblea straordinaria sarà, pertanto, chiamata a deliberare in merito alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento e alle eventuali cause di decadenza o di riscatto.¹³

Le funzioni concretamente assolte dagli strumenti finanziari partecipativi sono varie, talune già individuate dal Legislatore storico, altre emerse nella prassi applicativa.

L'elasticità di cui godono tali strumenti è data sia dalla possibilità di declinare diversamente la causa dell'operazione (potendo optare tanto per strumenti di *equity* e quindi senza obbligo di rimborso quanto per strumenti di *debt* con obbligo di rimborso), sia dalla flessibilità nel determinare il pacchetto di diritti patrimoniali o anche amministrativi.¹⁴

Nella precedente esposizione comparativa relativa agli aspetti caratterizzanti le azioni e le obbligazioni rispetto agli Sfp, emerge con chiarezza l'ampiezza delle prime due fattispecie, relegando, pertanto, gli strumenti ex art. 2346 ult. co. c.c. ad un ruolo marginale e, per certi aspetti, residuale.

Ciò significa, in altri termini, che affinché si emettano strumenti finanziari partecipativi è necessario verificare che le stesse esigenze non possano essere soddisfatte da azioni e obbligazioni.

Quindi, se da una parte non deve esserci piena compatibilità con la figura delle obbligazioni o delle para-obbligazioni ex art. 2411¹⁵, co. 3°, c.c., dall'altra non deve

¹² SIGNORELLI F., Strumenti finanziari partecipativi. *Il Societario*, 2017, p. 7

¹³ La delibera relativa alle eventuali cause di decadenza o di riscatto attiene esclusivamente all'ipotesi in cui gli strumenti vengano emessi a favore dei prestatori di lavoro, ai sensi dell'art 2349, co. 2, cc.

¹⁴ NOTARI M., Gli strumenti finanziari: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese. *Rivista delle società*, 2018, p. 1134 e ss.

¹⁵ Art. 2411 c.c.: "Il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società.

esserci coincidenza con il contenuto delle azioni sul versante dei diritti patrimoniali, dei diritti di *governance* o di quei diritti inderogabilmente applicabili alle azioni (ad esempio, il limite del valore minimo della c.d. equa valorizzazione in caso di recesso o di riscatto oppure al diritto di opzione).

Gli Sfp si sono dimostrati utili in contesti eterogenei, sia in una situazione di mercato favorevole sia in caso di crisi economica e finanziaria.

In una fase di mercato florida, tali strumenti rappresentano un canale alternativo per il reperimento di risorse finanziarie attraverso operazioni di *private equity* volte a supportare l'attività d'impresa nella sua fase embrionale.

In tal modo, si è soddisfatta l'esigenza delle società di consentire a soggetti terzi di partecipare ai risultati dell'attività d'impresa senza che il loro apporto venga imputato a capitale.

Talvolta, gli strumenti finanziari partecipativi sono stati utilizzati nelle c.d. operazioni "mezzanino", dotate di garanzie inferiori rispetto ai finanziamenti c.d. *senior*, ma ad ogni modo capaci di incidere in termini di gestione societaria.

L'ambito applicativo degli Sfp ha ampliato i propri confini, comprendendo anche le operazioni di acquisto di partecipazioni di minoranza.¹⁶ In proposito, infatti, è frequente l'interesse degli investitori, i quali ad una partecipazione minoritaria sommano la titolarità di strumenti finanziari partecipativi: in particolare, se questi sono dotati di previsioni peculiari che ne agevolano il riscatto o la vendita, permettono allo strumentista di monetizzare facilmente l'investimento.¹⁷

I tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società.

La disciplina della presente sezione si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società.”

¹⁶ BUSANI A., SAGLIOCCA M., I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (sfp), *Le Società*, 2012, p. 1190

¹⁷ GIAMPIERI A., Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni. *Le acquisizioni societarie*, Zanichelli, Bologna, 2011, p. 622 e ss, il quale sottolinea come il socio di maggioranza potrebbe trarne vantaggio poiché eviterebbe la diluizione della propria partecipazione

La sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi potrebbe rappresentare un passaggio intermedio che consente al socio di minoranza di acquisire la maggioranza del capitale sociale della società attraverso, ad esempio, la conversione degli Sfp in azioni.¹⁸

Appare evidente, a questo punto, che la complessità degli Sfp rende possibile la loro fruizione solo da parte di investitori “professionisti” (quali, ad esempio, banche e fondi d’investimento), in quanto è richiesta un’attenta analisi della situazione economica e finanziaria della società emittente al tempo della sottoscrizione, anche in un’ottica prospettica.

Alla luce di ciò, l’investitore deve essere altresì capace di negoziare con tale società le garanzie necessarie, le modalità di remunerazione e le tutele più consone a proteggere l’operazione effettuata.

L’art. 2349, co. 2, c.c. individua un’ulteriore funzione che può essere assolta dagli strumenti finanziari partecipativi ex art 2346 ult. co., c.c. ossia la loro assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti dalla società o di società controllate.¹⁹ Il codice, quindi, si riferisce ai dipendenti, ricomprendendo all’interno della categoria non solo impiegati ed operai, ma anche i dirigenti, considerando il direttore generale come il primo degli impiegati.

È evidente come l’utilizzo di uno strumento dotato di una siffatta flessibilità permetta alla società di incentivare e perseguire l’obiettivo di fidelizzazione dei propri dipendenti.

¹⁸ GIAMPIERI A., Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni. *Le acquisizioni societarie*, Zanichelli, Bologna, 2011, p. 624 e ss, il quale osserva che sarebbe concesso l’ingresso nel capitale sociale all’investitore, prevedendo le tutele normalmente riconosciute ad un socio di minoranza. Decorso un certo termine di tempo o al verificarsi di certe condizioni (come, ad esempio, uno stallo decisionale, il mancato verificarsi di un certo risultato economico o di un altro evento prestabilito), il socio minoritario si vedrebbe riconosciuto il diritto di convertire gli strumenti finanziari partecipativi in azioni, accrescendo la propria partecipazione al capitale fino a raggiungere la soglia che rappresenta la maggioranza del capitale stesso, sulla base di un rapporto di cambio stabilito al momento della sottoscrizione degli Sfp.

¹⁹ SIGNORELLI F., Strumenti finanziari partecipativi. *Il Societario*. p. 7

Se una prima lettura dei due *incipit* dell'art. 2349 c.c. (“Se lo statuto lo prevede” al co. 1 e al co. 2 “l’assemblea straordinaria può altresì deliberare”) sembra suggerire che l’emissione degli strumenti finanziari partecipativi a favore dei prestatori di lavoro non debba necessariamente essere stata prevista dallo statuto, autorevole dottrina sostiene la posizione opposta.

Il primo argomento a sostegno di questa tesi si basa sull’assoluta omogeneità tra quanto previsto dall’art 2349 c.c. e quanto, invece, fissato all’art 2346, co. 6, c.c.; a ciò si aggiunga che le norme particolari stabilite dall’assemblea straordinaria necessitano del supporto della regolamentazione generale contenuta nello statuto.

È anche significativa la scelta lessicale del Legislatore che fa uso del termine “assegnazione” in luogo di “apporto” (di cui all’art. 2346, comma 6, c.c.), in quanto puntualizza che, in questa circostanza, gli strumenti finanziari partecipativi non rappresentano una forma di retribuzione, essendo attribuiti a titolo gratuito.

Inoltre, i limiti al trasferimento e alle eventuali cause di decadenza o riscatto si fondano sulla peculiarità dei destinatari di queste operazioni, in quanto interni all’organigramma sociale.²⁰

Come affermato all’inizio di questa trattazione, gli strumenti finanziari partecipativi sono stati introdotti nell’ordinamento giuridico italiano con la riforma del diritto societario del 2003, ma in questi anni - nonostante le potenzialità applicative di cui gode tale fattispecie – sono stati tra le figure meno note e pubblicizzate, e, in ogni caso, nella prassi scarsamente utilizzate.

Negli ultimi anni, però, stante la forte crisi economica e finanziaria che ha colpito l’Italia (e non solo), si è assistito a una rivalutazione di tali strumenti, con una conseguente sempre maggiore – seppur timida – diffusione, nonché utilizzazione.

Non a caso, sin dalla loro comparsa, non vi sono stati mai dubbi circa l’importanza e la centralità che gli Sfp potessero assumere in un quadro di ristrutturazione del debito delle imprese societarie in situazioni di crisi, non tali da culminare nel fallimento. Infatti, gli Sfp offrono la possibilità di convertire il debito in

²⁰ SIGNORELLI F., Strumenti finanziari partecipativi. *Il Societario*. p. 8

equity senza, tuttavia, emettere azioni e senza determinare ingerenze nella sfera di gestione sociale.

Il *credit crunch*²¹, che caratterizza il mondo bancario degli ultimi anni, e l'eccessiva prudenza degli istituti di credito nel finanziare le operazioni di ristrutturazione sono stati i fattori che hanno portato all'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi come possibile chiave nelle procedure di crisi.

È opportuno, quindi, in concreto analizzare secondo quali modalità vengono impiegati gli Sfp.

Una prima soluzione è rappresentata dalla concessione di “nuova finanza” da parte degli istituti di credito a titolo di apporto dovuto alla società come corrispettivo per la sottoscrizione degli strumenti. Il finanziatore può quindi intervenire nella procedura di ristrutturazione ma - attraverso il riconoscimento dei diritti amministrativi - avrebbe il potere di incidere nella gestione della società.²²

Una seconda modalità di utilizzo - di frequente adoperata per il suo sicuro *appeal* per la società coinvolta nella procedura di ristrutturazione - consiste nella sottoscrizione degli strumenti finanziari partecipativi da parte degli istituti di credito attraverso la compensazione del debito da apporto con i crediti dagli stessi già vantati nei confronti della società.²³

²¹ BONATO F., L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto. *Le Società*, 2017, p. 568 e ss

²² BUSANI A., SAGLIOCCA M. Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di *restructuring*. *Le Società*, 2011, p. 925 secondo cui “vi sono casi in cui le banche pretendono la nomina di ‘propri uomini’ nei ruoli manageriali chiave (ad esempio nel ruolo di Cfo oppure mediante l’istituzione della figura del *Chief Restructuring Officer*, cui viene affidato un ruolo determinante nelle decisioni gestionali successive all’approvazione del piano di ristrutturazione)”.

²³ BUSANI A., SAGLIOCCA M., Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di *restructuring*. *Le Società*, 2011, p. 925 secondo cui “le banche, convertendo il proprio credito in capitale e quindi divenendo addirittura socie delle società finanziate, intendono nominare, negli organi sociali, propri esponenti, al cui volere le decisioni aziendali siano variamente subordinate o che comunque su di esse esercitino il loro controllo”; BUSANI A., SAGLIOCCA M., I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (sfp). *Le Società*, 2012, p. 1189 secondo cui “se i finanziamenti vengono rinegoziati e parte

Anche in questa seconda struttura, le banche valutano l'opportunità di compiere o meno l'operazione, tenendo in grande considerazione la possibilità che avrebbero di controllare il governo della società (ad esempio, mediante il diritto di nominare un membro indipendente dell'organo di controllo).

Si noti che l'effetto positivo derivante dalla compensazione del debito bancario in strumenti finanziari partecipativi è duplice in quanto determina una diminuzione delle voci del debito del passivo e, contestualmente, un rafforzamento patrimoniale della società attraverso l'imputazione a patrimonio netto dell'apporto che deriva dalla sottoscrizione degli strumenti.

3. L'autonomia statutaria nella definizione dei caratteri

3.1 L'organo competente all'emissione e il regolamento degli strumenti

Il Consiglio Notarile di Milano si è espresso in merito alla questione che aveva ad oggetto la competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi. Attraverso la massima n. 163 (7 novembre 2017), ha stabilito che *“l'istituzione di una o più categorie di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., (...) rientri nella competenza inderogabile dell'assemblea straordinaria”*.²⁴

dei crediti vantati dalle banche nei confronti delle società oggetto di *restructuring* vengono convertiti in apporto di capitale di rischio, la sottoscrizione di Sfp (variamente configurabili quali titoli di debito o di capitale) può infatti permettere alle banche di recuperare in parte, o anche per intero, il proprio credito”.

²⁴ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ – 163. Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.): “L'istituzione di una o più categorie di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, co. 6, c.c., e l'approvazione delle clausole statutarie (o del regolamento allegato allo statuto) disciplinanti «le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione» rientrano nella competenza inderogabile dell'assemblea straordinaria, non delegabile all'organo amministrativo. L'assemblea straordinaria è, altresì, competente ad assumere la decisione di emettere gli sfp di cui ha approvato la relativa disciplina statutaria, mentre l'effettiva emissione degli stessi (ossia l'offerta in sottoscrizione e il perfezionamento dell'apporto) costituisce attività esecutiva, rientrante nella competenza dell'organo amministrativo.

Lo stesso Consiglio fornisce la motivazione ufficiale rispetto al contenuto della Massima in questione. Innanzitutto, l'emissione di strumenti finanziari necessita la presenza nello statuto di clausole che regolino *“le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione”*.

In alternativa all'introduzione di tali clausole nello statuto societario, la stessa funzione può essere assolta da un regolamento allegato allo statuto – pratica assai invalsa nella prassi.

Allo stesso modo, non è sufficiente una clausola statutaria che preveda la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi in modo generico e senza delinearne le caratteristiche.

Così come avviene in caso di emissione di nuove categorie di azioni, anche nel caso di emissione di Sfp, l'assemblea straordinaria è la sola titolare del potere decisionale che si estende fino alla determinazione del pacchetto di diritti spettanti agli strumentisti e tale competenza non è delegabile.

A seguito di istituzione e regolamentazione degli Sfp, il Consiglio Notarile di Milano specifica che sono necessarie *“ulteriori decisioni e conseguenti attività esecutive, analoghe a quelle tipiche della emissione di nuove azioni a fronte di un aumento di capitale a pagamento. Si possono a tal riguardo distinguere due distinte*

Tuttavia, la competenza ad assumere la decisione di emettere gli sfp può ritenersi spettante anche all'organo amministrativo qualora tra le modalità e le condizioni di emissione l'assemblea straordinaria abbia determinato la tipologia degli apporti e il grado massimo di possibile diluizione dei diritti spettanti alle azioni, con ciò delegando – implicitamente o esplicitamente – all'organo amministrativo la decisione di emissione. La decisione di emettere gli strumenti finanziari partecipativi e l'effettiva emissione degli stessi non costituiscono modificazioni statutarie e non sono soggette a pubblicità legale ai sensi dell'art. 2436 c.c., qualora siano già state approvate le relative clausole statutarie, a meno che queste ultime prevedano l'indicazione del numero e/o dell'ammontare degli strumenti finanziari partecipativi effettivamente emessi. In caso di strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni, l'attribuzione all'organo amministrativo della facoltà di deciderne l'emissione può costituire oggetto di delega da parte dell'assemblea straordinaria con le modalità e nei limiti dell'art. 2420-ter c.c., ferma restando la necessità che l'adozione della relativa disciplina statutaria sia deliberata dall'assemblea straordinaria.”

fasi: (i) quella della decisione di emettere un certo quantitativo di Sfp e di destinarli a determinati soggetti o categorie di soggetti, in un determinato arco temporale; (ii) quella dell'offerta degli Sfp ai destinatari, della raccolta delle adesioni, della realizzazione degli apporti e della consegna dei certificati incorporanti gli Sfp o dell'esecuzione delle formalità relative alla tecnica di rappresentazione stabilita dalla società. Se non può che essere di competenza degli amministratori la seconda fase ora descritta, avente natura strettamente esecutiva, la prima fase, di natura decisionale, rientra invece nella competenza dell'organo assembleare o dell'organo amministrativo a seconda di quanto si stabilisca nella apposita clausola statutaria, poiché si tratta di materia rientrante nelle modalità di emissione di quegli strumenti”.

È ammessa l'eventualità che lo statuto o il regolamento Sfp optino per una competenza concorrente così da permettere tanto all'assemblea straordinaria quanto all'organo gestorio di emettere tali strumenti. Invero, non sarebbe determinante neppure la presenza di questa previsione nello statuto o nel regolamento, per giungere allo stesso risultato.

Il Consiglio Notarile di Milano spiega come *“l'introduzione della clausola istitutiva degli Sfp, esplicitamente o implicitamente, sia sufficiente ad attribuire all'organo amministrativo il potere concorrente di decidere se, quando e in quale misura emettere Sfp istituiti nei limiti stabiliti”.*

Alla luce di quanto esposto sinora, è evidente, pertanto, che la massima n. 163 ha rappresentato il punto di arrivo di un percorso in cui si è cercato di individuare a chi spettasse la titolarità decisionale in tema di Sfp.

In passato, la dottrina maggioritaria aveva sostenuto una tesi diametralmente opposta rispetto a quella espressa nella Massima oggetto di analisi – tesi che merita di essere approfondita per la validità delle sue argomentazioni e la autorevolezza dei suoi Autori.²⁵

Tale orientamento, infatti, intendeva dimostrare che l'organo amministrativo fosse competente all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, salva diversa

²⁵ MANULI M., *Gli strumenti finanziari partecipativi nella s.p.a.: riflessioni critiche*. Le Società, 2013, p. 1200 e ss

disposizione dello statuto, in virtù di quanto disposto dagli artt. 2346, co. 6, c.c. e il 2349, co. 2, c.c.

In particolare, l'art. 2349, co. 2 c.c. individua nell'assemblea straordinaria l'organo competente all'emissione degli Sfp. Trattandosi, tuttavia, di una disposizione dal carattere eccezionale - in quanto attiene alla possibilità di attribuire gratuitamente risorse sociali a favore di terzi - non può essere considerata norma di riferimento che detti la regola generale.

L'art 2346 c.c., invece, non identifica il soggetto competente all'emissione dei predetti strumenti finanziari, limitandosi a prevedere che lo statuto disciplini i vari aspetti concernenti detta emissione.

La marcata distanza esistente fra queste due norme sottolineerebbe ancora di più la specialità della norma ex art. 2349, co. 2, c.c., con conseguente applicazione della stessa ai soli casi contemplati dalla stessa disposizione.

Inoltre, gli Autori che hanno sostenuto tale tesi ritenevano ingiustificato riconoscere la competenza all'emissione in capo all'assemblea straordinaria solo al fine di tutelare la posizione degli azionisti, la quale risulta incisa dall'insieme dei diritti patrimoniali ed eventualmente amministrativi a beneficio degli strumentisti.

In accordo con tale filone dottrinale, non appare credibile la posizione di chi sostiene che l'individuazione dell'organo competente sarebbe rimessa all'autonomia privata mediante un'apposita previsione statutaria. Non risulta essere una via percorribile perché è evidente che, nel corso degli ultimi anni, il rapporto tra l'organo amministrativo e l'assemblea sia cambiato a favore del primo sul secondo.²⁶

Alla luce di ciò, si dovrebbe affermare che ciò che non è espressamente attribuito alla competenza dell'assemblea debba risultare di titolarità dell'organo amministrativo.

Sebbene oggi si segua l'orientamento dominante indicato dal Consiglio Notarile di Milano secondo cui la competenza spetti all'assemblea straordinaria, la tesi appena

²⁶ MAGLIULO F. Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., *IPSOA*, Milano, 2004, p. 27 e ss.

esposta è stata largamente condivisa nel recente passato e per ragioni di completezza espositiva meritava di essere trattata.

3.2 *Gli apporti*

All'uopo appare opportuno indagare la tematica degli apporti di soci o di terzi a fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi. Per "apporto" si intende *"designare in modo generico ed atecnico la prestazione sinallagmatica dovuta alla società in cambio dell'emissione dello strumento finanziario"*.²⁷

La legge non ha fissato in modo puntuale la disciplina, limitandosi ad ammettere la possibilità per soci o terzi di conferire a titolo di apporto non solo denaro, ma anche opera e servizi, vale a dire quelle utilità che, invece, l'art. 2342, comma 5, c.c. esclude dal novero dei beni conferibili a capitale.

Intuitivamente nasce, quindi, il parallelismo con la società a responsabilità limitata a proposito della quale la normativa riconosce la validità in sede di conferimento di qualsiasi elemento dell'attivo suscettibile di valutazione economica.²⁸

È ragionevole pensare che la stessa elasticità riconosciuta ai conferimenti nell'ambito della s.r.l. possa essere trasposta nel contesto degli strumenti finanziari partecipativi, in quanto il fine del Legislatore storico era quello di creare un canale capace di finanziare la società per azioni mediante ogni utilità possibile, evitando di violare le prescrizioni del diritto europeo tese a limitare espressamente i conferimenti di beni e servizi.

In realtà, la Relazione lascia trasparire la preferenza del Legislatore, in particolar modo, per la prestazione di opere e servizi; tuttavia, non ci sarebbero ragioni per

²⁷ NOTARI M., Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili della disciplina. Testo dell'intervento al Convegno di studi sul tema "Verso il nuovo diritto societario. Dubbi ed attese", Firenze, il 16 novembre 2002, p. 5

²⁸ SIGNORELLI F. Strumenti finanziari partecipativi. *Il Societario*, 2017, p. 4

limitare tale categoria entro questi limiti, soprattutto se si guarda alla precedente bozza elaborata dalla commissione ministeriale che si riferiva solo agli “apporti dei soci o dei terzi diversi dai conferimenti previsti dall’articolo 2342...”.

Se tanto è vero, allora lo spettro di utilità conferibili si amplia ulteriormente fino a comprendere: *a)* gli obblighi di non fare (ad esempio l’obbligo di non concorrenza), *b)* il buon nome del sottoscrittore, capace di incrementare la reputazione dell’impresa, *c)* prestazioni a carattere continuativo o periodico, *d)* prestazioni professionali, *know how*, prestazioni di garanzia.

La Massima n. 165 del Consiglio Notarile di Milano conferma la bontà della direzione intrapresa dalla dottrina maggioritaria nel riconoscere, anche su questo versante, l’ampio spazio di autonomia statutaria di cui gode la società con riguardo agli strumenti finanziari partecipativi.²⁹

Nella motivazione della Massima si ribadisce, dunque, *“la necessità che l’apporto abbia per oggetto una prestazione dotata di valore economico, e non semplicemente morale o affettivo, per la società emittente”*.

Anche in termini di tempistica dell’apporto deve ammettersi una certa elasticità, non essendoci l’urgenza di assicurare che la prestazione venga incorporata nel patrimonio sociale (urgenza che caratterizza le ipotesi di conferimenti al capitale).

Si assisterà, allora, tanto ad apporti contestuali rispetto all’emissione, quanto ad apporti dilazionati (si pensi agli apporti di opere e servizi) ovvero all’ipotesi di

²⁹ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ – 165. Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi (art 2346, comma 6, e 2349, comma 2, c.c.): “ Gli strumenti finanziari partecipativi vengono di regola emessi a seguito di un apporto a favore della società, che può consistere in qualsiasi prestazione avente contenuto economico e che non richiede, anche se diversa dal denaro, la valutazione ad opera di un esperto ai sensi dell’art. 2343 c.c. o in base a uno dei parametri di cui all’art. 2343-ter c.c. L’apporto può precedere, essere contestuale o seguire l’emissione degli strumenti finanziari partecipativi, e può avvenire con tutte le modalità consentite dalla legge, ivi inclusa la compensazione, tanto legale quanto volontaria, di crediti vantati verso la società emittente. L’emissione di strumenti finanziari partecipativi senza apporto da parte del sottoscrittore è consentita almeno: (a) nei casi espressamente previsti dalla legge (art.2349, comma 2, c.c.), e (b) nel caso di emissione di strumenti finanziari partecipativi a favore di tutti i soci in via proporzionale tra loro.”

recuperare una prestazione già ricevuta dalla società, al fine di rispettare il rapporto di sinallagma rispetto all'emissione (fattispecie analoga all'utilizzo di versamenti già eseguiti in conto futuro aumento di capitale in sede di sottoscrizione azionaria).

Il socio o il terzo che intende sottoscrivere strumenti finanziari partecipativi può anche fare ricorso alla compensazione come modalità di adempimento dell'obbligo di apporto, senza che sia necessaria una specifica autorizzazione ovvero un'espressa disposizione statutaria.

Il Consiglio Notarile di Milano precisa come, in caso di apporto diverso dal denaro, non sia richiesta la *“valutazione ad opera di un esperto ai sensi dell'art. 2343 c.c. o in base a uno dei parametri di cui all'art. 2343-ter.”*

A tal proposito, è opportuno sottolineare quanto viene osservato nell'ultimo paragrafo della massima n. 166³⁰, con riguardo al particolare caso degli strumenti

³⁰ Massima n. 166: *“La disciplina statutaria degli Sfp (...) può prevedere la loro conversione in azioni di nuova emissione della medesima società, alle seguenti condizioni e modalità: a) gli Sfp convertibili in azioni devono essere offerti in opzione ai sensi dell'art. 2441, co. 1, c.c., a meno che ricorra una delle cause di esclusione o di non spettanza del diritto di opzione previste dalla legge, dovendosi in tal caso applicare la disciplina da esse conseguenti, con particolare riferimento a quanto disposto dall'art. 2441, commi 4, 5, 6 e 8, c.c., salvo il consenso unanime degli aventi diritto; b) l'apporto a fronte del quale vengono emessi gli Sfp, ove diverso dal denaro, deve aver ad oggetto beni o diritti rientranti nell'area dei beni conferibili ai sensi dell'art. 2342 c.c. e deve essere oggetto di valutazione ai sensi degli articoli 2343 o 2343-ter c.c., al fine di verificare che il valore dell'apporto, al momento dell'emissione degli Sfp, sia almeno pari all'ammontare dell'aumento di capitale (inclusivo di eventuale sovrapprezzo) a servizio della conversione; c) contestualmente all'emissione degli Sfp convertibili in azioni, la società deve deliberare un aumento di capitale a servizio della conversione, per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione, che non può essere superiore (tenuto conto dell'eventuale sovrapprezzo) al debito verso i titolari di Sfp, ove essi abbiano diritto a rimborso, oppure alla riserva da iscriverne in bilancio a fronte dell'emissione degli Sfp, ove essi non abbiano diritto a rimborso; d) la conversione, qualora gli Sfp non abbiano diritto a rimborso, comporta l'utilizzo della riserva creatasi a fronte dell'emissione degli Sfp o di altra riserva a ciò resa disponibile dalla società e deve quindi ritenersi subordinata alla sussistenza delle medesime; e) qualora tuttavia le azioni della società, al momento della delibera di emissione degli Sfp convertibili, siano prive dell'indicazione del valore nominale, è data la possibilità che la società deliberi l'emissione delle azioni a servizio della conversione senza un corrispondente aumento del capitale sociale, con conseguente incremento del numero delle azioni (al momento della conversione) a valere sul medesimo ammontare nominale del capitale sociale, venendo così meno la correlazione tra l'emissione delle nuove azioni e la sussistenza della riserva da imputare a capitale.”*

finanziari partecipativi convertibili in azioni. L'apporto non viene considerato come elemento indefettibile dell'emissione e sottoscrizione di Sfp.

Si pensi all'ipotesi contemplata all'art 2349, co. 2, c.c. secondo la quale gli strumenti finanziari partecipativi vengono assegnati ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate. Come già evidenziato *supra*, il codice fa uso del termine "assegnazione" in luogo di "apporto", in quanto quest'ultimo, nel caso in questione, manca del tutto.

In tale circostanza dunque, la sottoscrizione non si qualifica come un negozio sinallagmatico poiché si basa sull'intenzione della società di incentivare la fidelizzazione nei dipendenti.

3.3 I diritti attribuibili

3.3.1 Diritti amministrativi: poteri di voice e poteri gestori

La legge lascia ampio spazio decisionale allo statuto in merito al contenuto dei diritti patrimoniali o anche amministrativi riconosciuti ai titolari di Sfp, limitandosi ad escludere il voto nell'assemblea generale degli azionisti.

Dalle prime riflessioni dottrinali immediatamente successive alla riforma del diritto societario del 2003, emerge che *"ferma rimanendo l'esigenza di evitare una completa parificazione degli strumenti finanziari partecipativi alla partecipazione sociale, che può essere rappresentata solo da azioni, i diritti amministrativi prescelti dall'autonomia statutaria potranno coincidere in tutto o in parte, sia per contenuto che per numero, a quelli proprio dell'azionista, con la sola esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale"*.³¹

³¹ MIOLA M., I conferimenti in natura. G.E. Colombo – G.B. Portale, Trattato delle società per azioni, Torino, 2004, p. 284

Riprendendo il parallelismo illustrato in precedenza³², tra gli strumenti finanziari partecipativi e i *Genußrechte* tedeschi, questi ultimi non sono forniti dei fondamentali diritti amministrativi che, invece, caratterizzano la figura dell'azionista.³³

Sembrirebbe a questo punto inevitabile riflettere sui diritti dell'azionista ordinario per eseguire un confronto volto ad individuare i diritti amministrativi attribuibili ai sensi dell'art. 2346, co. 6, c.c., anche se i primi non debbano essere considerati come parametro vincolante.

Tale considerazione si giustifica per due ragioni: la prima è che la figura dell'"azionista ordinario" è stata sconvolta dalla riforma del diritto societario che ha portato ad una serie di categorie speciali di azioni per cui ne consegue che il tradizionale dualismo tra azionista-socio e obbligazionista-creditore è tramontato a favore della categoria dell'investitore-finanziatore.

In secondo luogo, è opportuno rimarcare che gli strumenti finanziari partecipativi sono dotati di una propria specificità e pur subendo l'influenza di azioni ed obbligazioni non sono "*schacciati sull'una o sull'altra di tali figure*".³⁴

È lo stesso Legislatore a confermare la tesi fin qui sostenuta, prevedendo che il titolare di strumenti finanziari partecipativi goda di diritti sconosciuti allo *status* di socio, quali, ad esempio, il diritto di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco, ovvero il diritto di voto su argomenti specificamente indicati.

È auspicabile partire dall'analisi di quest'ultimo diritto e, quindi, dalla previsione dell'art. 2351, ult. co., c.c.

³² v. par. 1.

³³ HÜFFER, *Aktiengesetz*, VI ed., München, 2004, p. 1072 a tal riguardo sottolinea che ai titolari di *Genußrechte* siano attribuiti solo diritti c.d. di informazione come ad esempio il diritto di partecipazione passiva all'assemblea senza che siano riconosciuti né il diritto di voto né il diritto di impugnativa delle delibere assembleari.

³⁴ TOMBARI U., Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e i diritti amministrativi nella società per azioni. Studio 5571/I/2005 Consiglio Nazionale del Notariato, p. 7

Il diritto di voto su argomenti specificamente indicati, riconosciuto in capo agli strumentisti, deve necessariamente essere posto in relazione alla ferma precisazione fatta dall'art 2346, co. 6, c.c., in sede di introduzione degli Sfp, laddove afferma che tali strumenti sono *“forniti di diritti patrimoniali o amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti”*.

In virtù di quanto appena detto, se ci si ferma al mero dato letterale, tali disposizioni appaiono incompatibili. Pertanto, la dottrina maggioritaria è intervenuta in materia, risolvendo l'apparente contrasto e ritenendo che l'espressione del voto debba essere ammessa per i titolari di Sfp in un loro specifico contesto.

Si esclude così la possibilità che il voto degli strumentisti sia messo in concorso con quello dei soci, tanto in questioni di competenza dell'assemblea ordinaria quanto in materia di competenza dell'assemblea straordinaria.

Il Comitato Notarile di Triveneto si è mostrato contrario a tale interpretazione, affermando che il 6° comma dell'art. 2346 c.c., esprime il divieto per i titolari di Sfp di esercitare il diritto di voto “generale”, ma non anche il diritto di voto “speciale” in assemblea “generale” riconosciuto ai sensi dell'art. 2351 c.c.

Questa lettura, tuttavia, non sembra persuadere la dottrina maggioritaria e neppure il Consiglio Notarile di Milano³⁵, in quanto l'art 2346 c.c. pare chiaramente

³⁵ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ – 167. Diritto di voto degli strumenti finanziari (art 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.): “Il «diritto di voto su argomenti specificamente indicati», che può essere attribuito agli strumenti finanziari partecipativi in forza della previsione dell'art. 2351, comma 5, c.c., non può dare luogo ad un'unica deliberazione formata con il conteggio indiscriminato, e riferito ad un'unica base di calcolo, delle presenze e dei voti degli azionisti e dei titolari di strumenti finanziari partecipativi. Qualora lo statuto (o il regolamento allegato allo statuto) preveda che la volontà dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi debba formarsi in modo collegiale, pertanto, il loro diritto di voto deve essere esercitato nell'ambito di un'assemblea separata da quella degli azionisti o quanto meno deve dar luogo a una deliberazione formata con un conteggio separato dei voti degli strumenti finanziari partecipativi, a prescindere dal fatto che lo statuto (o il regolamento ad esso allegato) disponga che la riunione degli azionisti e dei titolari di strumenti finanziari partecipativi debba o possa avvenire contestualmente nel medesimo luogo.”

orientato ad impedire che il diritto di voto spettante agli Sfp sia esercitato nel contesto di assemblee “generali” degli azionisti.³⁶

È di competenza dello statuto ovvero del regolamento, che istituisce gli strumenti finanziari partecipativi, determinare in concreto l’oggetto a proposito del quale possa esprimersi il diritto di voto di cui all’art 2351 c.c.

Alla luce di ciò, può essere previsto che: a) le deliberazioni attinenti a talune specifiche materie possano essere condizionate al voto favorevole dei titolari degli Sfp; b) debbano essere raggiunti determinati *quorum* per l’approvazione di tali delibere; c) l’effetto prodotto dalla deliberazione dell’assemblea generale sia vincolato alla misura del dissenso degli strumentisti.

Non sembra, invece, ammissibile la previsione di clausole statutarie che condizionino l’efficacia di delibere di competenza dell’assemblea ordinaria all’approvazione dei titolari di Sfp, laddove sia prevista l’inderogabilità verso l’alto dei *quorum* legali ex art. 2369, co. 4, c.c. (si pensi, ad esempio, alla delibera di approvazione del bilancio d’esercizio).³⁷

Nell’ambito di tale contesto, risulta evidente il sempre più frequente utilizzo di clausole che fissano diritti di veto (poteri di *voice*) a favore dei titolari di strumenti finanziari partecipativi in merito ad operazioni societarie speciali, come la modifica dell’oggetto sociale ovvero operazioni di fusione e scissione.

Esempi riscontrati nella prassi di previsioni statutarie che subordinano l’effetto delle delibere alla non opposizione degli strumentisti hanno ad oggetto: a) l’imputazione a riserva di quote di utili eccedenti; b) l’aumento di capitale sociale ovvero l’emissione di obbligazioni che conferiscono ai loro sottoscrittori il diritto di sottoscrivere o ricevere azioni della società; c) le modifiche dell’oggetto sociale della società; d) l’approvazione di piani di fusione e scissione della Società; e) la trasformazione della società; f) la modifica della durata della Società; g) l’ammissione a quotazione delle azioni della società su un mercato regolamentato; h) la riduzione

³⁶ BUSANI A., SAGLIOCCA M., Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di *restructuring*. Le Società, 2011, p. 6

³⁷ CIAN M., Strumenti finanziari partecipativi e poteri di Voice. Giuffrè, Milano 2006, p. 66

volontaria del capitale sociale attuata senza deliberare un contestuale annullamento di un numero di azioni corrispondenti alla riduzione.

Tali clausole rappresentano, in tal caso, veri e propri *restrictive covenants*, ossia la necessità per la società finanziata di ottenere l'approvazione dei titolari di Sfp per l'adozione di delibere particolarmente significative.³⁸

Il Legislatore della riforma ha tipizzato una sola ipotesi nella quale il titolare di Sfp possa esercitare il “*diritto di voto su argomenti specificamente indicati*”, ossia la facoltà di nominare, secondo le modalità stabilite dallo statuto, un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o un sindaco, ai sensi dell'art. 2351, ult. co., c.c. Si precisa che “*alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano.*”

La disposizione appena enunciata solleva una serie di problematiche di rilevanza pratica e non meramente teorica.

La prima tematica da affrontare interessa il rapporto tra la nomina dell'amministratore o del sindaco o del consigliere di sorveglianza, da parte dei titolari di Sfp, e la deliberazione dell'assemblea generale necessaria per la nomina dei restanti componenti dell'organo sociale in questione.

Ancora una volta, il diritto positivo non si rivela rigido e per questa ragione la norma può essere declinata in modo differente nelle diverse clausole statutarie.

Si potrà, allora, prevedere sia una nomina “diretta” – e, quindi il voto dei titolari di Sfp si traduce direttamente in atto di nomina – sia una fattispecie a “formazione progressiva” – in quanto sarà necessaria la nomina formale da parte dell'assemblea generale a seguito della votazione degli strumentisti.

Altra questione che necessita di essere approfondita riguarda il caso in cui vengano emesse più categorie di strumenti finanziari partecipativi: in tal caso è

³⁸ TOMBARI U. Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e i diritti amministrativi nella società per azioni. *Studio 5571/I/2005 Consiglio Nazionale del Notariato*. p. 9

necessario chiarire se la facoltà di nominare un consigliere o un sindaco spetti ad ogni categoria di strumenti finanziari partecipativi o se spetti agli Sfp nel loro complesso.

Autorevole dottrina³⁹ – attraverso un'interpretazione strettamente letterale – ritiene che il diritto di nominare un componente indipendente del consiglio d'amministrazione o del consiglio di sorveglianza o un sindaco ex art. 2351, ultimo comma, c.c., sia riservato ai titolari di strumenti finanziari nel loro complesso. In questo modo, laddove ci siano più emissioni di strumenti finanziari partecipativi, si dovrebbe procedere alla convocazione di un'assemblea intercategoriale, ovvero lo statuto dovrebbe individuare un metodo operativo che permetta alle singole categorie di Sfp di concorrere alla nomina dell'unico amministratore.

È, tuttavia, possibile sostenere la tesi opposta – e, forse, maggiormente condivisibile – secondo la quale l'autonomia statutaria potrebbe prevedere la nomina di un consigliere per ciascuna categoria di Sfp, purché venga rispettato il limite per cui essi rappresentino, al massimo, la metà meno uno del numero complessivo dei componenti dell'organo.⁴⁰

Tale dottrina – che aderisce alla posizione assunta da parte del Consiglio Notarile di Milano⁴¹ – evidenzia come l'emissione di diverse categorie di Sfp crei una pluralità

³⁹ In tal senso LIBONATI Gli strumenti finanziari partecipativi in BALZARINI-CARCANO-VENTURAZZO (a cura di) *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Milano, 2007, p. 601, il quale ritiene tale soluzione necessitata, per quanto riguarda i sindaci, dal fatto che il loro numero è fissato per legge e da preferirsi, per analogia, anche per quanto riguarda l'amministratore indipendente; nello stesso senso CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di Voice*. Giuffrè, Milano 2006, p. 118

⁴⁰ SAGLIOCCA M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo della società per azioni*. *Rivista del diritto societario*, 2013, pp. 338 - 339

⁴¹ Qualora agli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., sia attribuito il diritto di nominare «un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o (...) un sindaco», ai sensi dell'art. 2351, comma 5, c.c., lo statuto (o il regolamento allegato allo statuto) può liberamente disciplinare le modalità con cui tale diritto può essere esercitato, fermo restando il divieto di attribuire agli strumenti finanziari partecipativi il diritto di voto «nell'assemblea generale degli azionisti». È pertanto possibile, ad esempio, che la decisione o la deliberazione degli strumenti finanziari partecipativi dia luogo a una nomina immediatamente efficace oppure che abbia ad oggetto una nomina i cui

di centri d'interesse che, in caso di nomina di un solo consigliere, non sarebbero correttamente rappresentati.

I limiti normativi da rispettare sono dettati dall'art. 2351, comma 2, c.c., il quale impedisce di emettere azioni a voto non pieno in misura superiore alla metà del capitale sociale, e dall'art. 2351, comma 4, c.c., il quale vieta l'emissione di azioni a voto plurimo.

Ciò che emerge da tale duplice divieto è che i soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale devono godere di un ruolo dominante nelle deliberazioni di nomina delle cariche sociali e, quindi, nominare almeno la metà più uno dei componenti degli organi di amministrazione e controllo.

È, infine, opportuno chiarire l'accezione di significato che il Legislatore riconosce al termine "indipendente", riferito all'amministratore o al consigliere.

Sembra potersi escludere che il Legislatore si riferisca ai requisiti di indipendenza previsti nel sistema monistico dagli artt. 2409 *septiesdecies* e *octiesdecies*, c.c., avendo l'attributo "indipendente" una valenza meramente descrittiva, così specificando che il componente dell'organo sociale scelto dagli strumentisti debba essere indipendente dagli altri componenti nominati dalla maggioranza assembleare.⁴²

effetti si producono contestualmente alla deliberazione assembleare di nomina dei restanti membri del nuovo organo.

Lo statuto (o il regolamento allegato allo statuto) può, altresì, attribuire agli strumenti finanziari partecipativi il diritto di nominare o di designare i componenti degli organi sociali che siano eventualmente cessati dalla carica, per qualsivoglia motivo, durante il mandato dell'organo di cui facevano parte. In caso di emissione di diverse categorie di strumenti finanziari partecipativi, lo statuto (o il regolamento allegato allo statuto) può attribuire a ciascuna di esse il diritto di nominare o di designare «un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o (...) un sindaco», fermo restando che il numero totale dei membri di spettanza degli strumenti finanziari partecipativi deve comunque essere inferiore alla metà dei componenti del rispettivo organo.

⁴² TOMBARI U., Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e i diritti amministrativi nella società per azioni. Studio 5571/I/2005 Consiglio Nazionale del Notariato, p 10, a tal proposito, sostiene che il Legislatore utilizzi l'aggettivo "indipendente" per riferirsi alla facoltà dei titolari di Sfp di nominare uno o più amministratori o componenti del consiglio di sorveglianza con funzioni di informazione e monitoraggio sulla gestione dell'impresa al

L'ampio spazio che il Legislatore ha riservato all'autonomia statutaria si traduce nella possibilità di attribuire ai titolari di Sfp diritti amministrativi ulteriori rispetto al diritto di voto e al diritto di nomina di un componente dell'organo amministrativo o dell'organo di controllo.

In quest'ambito si può riconoscere l'ammissibilità del diritto di intervento, intendendosi non solo il diritto di prendere parte all'assemblea, ma anche quello di essere informati sugli argomenti all'ordine del giorno e di poterli discutere.

In dottrina, inoltre, sembra prevalere la posizione degli autori che convengono circa la possibilità di riconoscere agli strumentisti il diritto di impugnare le deliberazioni dell'assemblea "generale", in quanto, da una parte, il contenuto dell'art 2346, ultimo comma, c.c. risulta assolutamente generico nel riferirsi ai "diritti amministrativi"; dall'altra, sono da considerarsi derogabili le norme che consentono l'impugnazione a condizione che sussista il diritto di voto rispetto alla delibera in oggetto.

Lo statuto di una società emittente Sfp può dotare gli strumenti anche dei c.d. diritti amministrativi "minori". Si pensi ai diritti di controllo, quale quello di denuncia di gravi irregolarità, ai sensi dell'art 2409 c.c.; ai diritti di informazione, quale quello di esaminare i libri sociali e di estrarne copie (art 2422 c.c), di prendere visione del bilancio e delle relative relazioni prima dell'assemblea (art 2429 c.c.), di prendere visione di progetti di fusione o di scissione e dei documenti previsti dalla legge.

I diritti a contenuto informativo o di controllo, appena passati in rassegna, sono funzionali alla "difesa dell'investimento partecipativo"⁴³

fine di assicurare che la maggioranza degli amministratori prenda in considerazione – nell'attività di individuazione e composizione dell'interesse sociale – anche gli interessi dei titolari di Sfp.

⁴³ BUSANI A., SAGLIOCCA M., I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (sfp), *Le Società*, 2011, pp. 934 - 935

3.3.2 Diritti patrimoniali

L'art 2346, comma 6, c.c. stabilisce che gli strumenti finanziari partecipativi debbano essere “forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi”.

Ancora prima di approfondire il contenuto della previsione appena espressa, sembra necessario mettere a fuoco le ragioni per cui non si possa dubitare del fatto che gli Sfp siano dotati di diritti patrimoniali.

Innanzitutto, la lettera della legge non ammette equivoci, in quanto solo la presenza dei diritti amministrativi appare come eventuale (“anche”).

In aggiunta, trattandosi di strumenti “partecipativi” è indispensabile la connotazione patrimoniale dell'investimento. Infatti, sarebbe complesso giustificare la causa di un negozio in virtù del quale un soggetto sottoscrittore di Sfp effettui un apporto, senza da ciò conseguire alcun diritto patrimoniale.⁴⁴

Come precedentemente anticipato, gli strumenti finanziari si suddividono in partecipativi e non partecipativi e il carattere della “partecipatività” si riflette anche nell'ambito dei diritti patrimoniali.

Alla luce di ciò, gli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, 6° comma c.c. godono di diritti patrimoniali che permettono al titolare di partecipare al risultato economico d'esercizio, vale a dire all'utile conseguito o alla perdita subita.

È possibile, allora, far rientrare nel novero dei diritti patrimoniali, di cui sono forniti gli Sfp, tutti quei diritti che siano legati agli utili conseguiti dalla società emittente (ad esempio, al diritto di beneficiare della distribuzione di una data aliquota dell'utile conseguito).

Al contrario, non sembra classificabile fra tali diritti quello al rimborso dell'apporto, effettuato dal sottoscrittore in sede di emissione degli Sfp, in quanto il diritto al rimborso è un diritto tipico dell'investimento, avente, pertanto, fattispecie obbligazionaria, e non di natura partecipativa.

⁴⁴ BUSANI A., SAGLIOCCA M., I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (sfp), *Le Società*, 2012, pp. 1191 - 1192

Non è dello stesso avviso il Consiglio Notarile di Milano, il quale, invece, riconosce in capo alla società *“la possibilità di prevedere o meno, l’obbligo di rimborso dell’apporto o del suo valore. Nel primo caso, l’obbligo di restituzione comporta l’iscrizione di una voce di debito nel passivo dello stato patrimoniale; nel secondo caso invece, l’apporto comporta l’iscrizione di una riserva nel patrimonio netto della società nella misura in cui esso sia iscrivibile nell’attivo dello stato patrimoniale o nella misura della riduzione del passivo reale.”*⁴⁵

Tuttavia, risulta più persuasiva la prima tesi, la quale valorizza il carattere partecipativo, che trova conferma, peraltro, nel diritto positivo. Al riguardo, la rubrica della Sezione V (del Capo V del Titolo V del Libro V) del Codice civile è intitolata *“azioni e strumenti finanziari partecipativi”*. Risulta di conseguenza naturale riscontrare l’esistenza di due macro-classi di strumenti finanziari: da una parte, la categoria composta da quelli propriamente *“partecipativi”* (e, quindi, azioni e strumenti finanziari diversi dalle azioni) e, dall’altra, strumenti *“non partecipativi”* (obbligazioni).

Ciò stante, ne consegue che tanto i titolari di Sfp quanto i soci godano di un diritto alla percezione degli utili della società emittente.

Qualora lo statuto non fornisca ulteriori specificazioni, è possibile ritenere che la partecipazione agli utili riconosciuta agli strumentisti sia assimilabile al diritto all’utile spettante ai soci.

⁴⁵ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ – 164. Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art 2346, comma 6, c.c.). Nella motivazione della relativa massima si legge che *“Nel caso di presenza dell’obbligo di rimborso, l’operazione ha causa sostanzialmente riconducibile al finanziamento, secondo uno schema che non si differenzia – da questo punto di vista – dall’emissione obbligazionaria. Nel caso di esclusione dell’obbligo di rimborso, la causa dell’operazione è dalla dottrina avvicinata, secondo indicazioni non univoche, a quella del contratto di società, ovvero di associazione in partecipazione, ovvero ancora di cointeressenza: eterogeneità di vedute che appare in realtà accreditare la tesi, invero convincente, secondo cui gli Sfp non sono caratterizzati da una causa tipica, ma invece sono – dal punto di vista causale – neutri, cioè capaci di realizzare funzioni economiche diverse, equiparabili o assimilabili, a seconda dei casi, al finanziamento, al contratto di società, all’associazione in partecipazione, alla cointeressenza o, persino, a forme ibride di apporto di capitale di rischio.”*

Il concetto di utile, allora, è il medesimo e ne deriva che si dovrebbero applicare le stesse norme che disciplinano la destinazione dell'utile e la distribuzione dei dividendi agli azionisti.

A questo proposito, prima di procedere alla distribuzione dei dividendi in favore degli strumentisti, è necessario sottrarre la quota da accantonare a riserva legale e l'ammontare corrispondente alle eventuali perdite riscontrate negli esercizi precedenti.

Si applica, anche in questo contesto, il divieto di distribuire "utili fittizi" sancito dall'art 2433 c.c., vale a dire l'illegittimità di distribuire dividendi sulla base di utili non conseguiti o, comunque, non risultanti da un bilancio regolarmente approvato.

Autorevole dottrina ⁴⁶ sostiene che il diritto agli utili spettante agli strumentisti possa tradursi, nello statuto o nel relativo regolamento, in una molteplicità di sfaccettature: si pensi alla possibilità che questo assuma le forme di un trattamento privilegiato nella ripartizione degli utili ovvero un dividendo "minimo garantito" (sempre subordinato all'esistenza di un utile distribuibile).

La società potrebbe anche prevedere una distribuzione obbligatoria di utili in favore dei titolari di Sfp mediante l'accesso a riserve disponibili oppure determinando una percentuale da applicare agli utili di ciascun esercizio, così come avviene nel caso delle azioni di risparmio e delle azioni privilegiate.

Lo statuto dell'emittente potrebbe persino prevedere, a favore dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, un "diritto di accrescimento" della remunerazione esigibile negli esercizi successivi, nel caso in cui non sia maturato un utile in un certo esercizio ovvero l'utile conseguito non sia sufficiente a soddisfare la quota dovuta agli strumentisti. ⁴⁷

⁴⁶ GIAMPIERI A., Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni. *Le acquisizioni societarie*, Zanichelli, Bologna, 2011, p. 621

⁴⁷ GIAMPIERI A., Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni. *Op. cit.*, p. 622 e ss, sostiene che in tale ipotesi il diritto maturerebbe in presenza dell'approvazione del bilancio o di un a situazione patrimoniale di periodo che mostri la esistenza di utili e consenta, ove previsto dallo statuto o dal regolamento degli Sfp, di richiedere all'emittente l'adempimento dell'obbligo contratto

Tali previsioni sono unicamente volte a permettere ai titolari di Sfp di rientrare nel loro investimento.

4. Eterogenesi dei fini: da canale alternativo di finanziamento della società a strumenti utilizzati nelle procedure di crisi

In filosofia, l'eterogenesi dei fini è il principio secondo cui le azioni umane possono conseguire fini diversi da quelli perseguiti.

Il medesimo principio può essere traslato nell'ambito giuridico per cui il Legislatore storico ha introdotto nell'ordinamento gli strumenti finanziari partecipativi individuando per gli stessi delle funzioni differenti da quelle poi registrate nella prassi.

L'intenzione del Legislatore della riforma era, infatti, quella di mettere a disposizione della società per azioni nuovi canali di finanziamento, maggiormente elastici rispetto a quelli presenti fino ad allora.⁴⁸

Tale volontà si concretizzò nell'ultimo comma dell'art. 2346, c.c., in quanto gli Sfp ridisegnavano la rosa di strumenti finanziari di *equity* e di *debt* a disposizione degli operatori e si caratterizzavano per l'essere estremamente duttili e quindi agevolmente modellabili.

La riforma del diritto societario del 2003 sancisce, quindi, il tramonto del tradizionale "dualismo" azione-obbligazione e, contestualmente, l'emergere di un contesto più complesso al cui interno si sono sviluppate fattispecie assolutamente originali volte tanto ad un investimento a titolo di capitale di credito quanto a quello a titolo di capitale di debito.⁴⁹

⁴⁸ CARRIERE P., I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico *Le Società*, 2014, p. 183

⁴⁹ SAGLIOCCA M., Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo della società per azioni. *Rivista del diritto societario*, 2013, p. 327

La crisi finanziaria globale – sfociata, in un secondo momento, anche nell'economia reale – ha coinvolto direttamente gli istituti di credito, i quali sono stati chiamati a ricapitalizzare le società debtrici.

In un siffatto panorama, è sorta l'urgenza di individuare strumenti finanziari che permettessero alle banche stesse di ingerirsi nelle valutazioni gestionali delle società che beneficiano dei piani di ristrutturazione (art. 67, co. 3, lett. d, L. fall.⁵⁰) oppure di un accordo di ristrutturazione (art. 182-bis, L. fall.⁵¹). Tale interesse delle banche è giustificato dal fatto che le risorse necessarie alle operazioni di *restructuring* sono garantite dalle banche stesse.

La prassi, nel corso degli anni, ci suggerisce che le misure ritenute idonee a soddisfare tale esigenza sono state quelle volte a garantire il diritto di nomina di

⁵⁰ art. 67, co. 3, lett. d), legge fall.: “*Non sono soggetti all'azione revocatoria: (...) d) gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria; un professionista indipendente designato dal debitore, iscritto nel registro dei revisori legali ed in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 28, lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano; il professionista è indipendente quando non è legato all'impresa e a coloro che hanno interesse all'operazione di risanamento da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio; in ogni caso, il professionista deve essere in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 2399 del codice civile e non deve, neanche per il tramite di soggetti con i quali è unito in associazione professionale, avere prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo; il piano può essere pubblicato nel registro delle imprese su richiesta del debitore;*”

⁵¹ Art. 182-bis, co. 1 e 2, L. Fall.: “*L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'articolo 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista, designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d) sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei nel rispetto dei seguenti termini: a) entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a quella data; b) entro centoventi giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti alla data dell'omologazione. L'accordo è pubblicato nel registro delle imprese e acquista efficacia dal giorno della sua pubblicazione.*”

esponenti del ceto bancario, e, pertanto, il potere della banca di incidere nell'area gestionale della società.⁵²

L'eterogenesi dei fini degli strumenti finanziari partecipativi si realizza quando tali strumenti diventano elemento chiave nelle operazioni di ristrutturazione.

La natura elastica, caratteristica peculiare degli Sfp, permette ai creditori di recuperare, in tutto o in parte, il credito concesso in via prioritaria rispetto ad altri soggetti che hanno investito nel capitale.

L'utilizzo degli Sfp in operazioni di *restructuring* ha portato ad una riduzione del livello di indebitamento, al rafforzamento del patrimonio del debitore e all'attribuzione agli istituti di credito di un ruolo privilegiato nell'accesso al capitale di rischio.

Tali risultati sono stati raggiunti mediante: a) la priorità nella distribuzione degli utili e la postergazione nell'assorbimento delle perdite; b) la facoltà di nominare un proprio rappresentante nel consiglio di amministrazione o nel consiglio di sorveglianza. Nella fattispecie, la posizione dei soci viene messa a margine in quelle materie in cui il parere favorevole degli strumentisti è necessario per l'approvazione della delibera.

Alla luce di quanto esposto, si può notare come gli strumenti finanziari partecipativi, introdotti per agevolare la crescita delle imprese – costituendo un nuovo canale di finanziamento in una situazione di mercato fisiologica – siano divenuti utili in un contesto economico patologico, concorrendo, in tal modo, all'opera di ristrutturazione delle imprese in crisi, a fronte di ingenti esposizioni debitorie nei confronti delle banche.

⁵² BUSANI A., SAGLIOCCA M., I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (sfp). *Le Società*, 2011, p. 925, a tal proposito sottolinea che “vi sono, ad esempio, casi in cui le banche pretendono la nomina di “propri uomini” nei ruoli manageriali “chiave” (ad esempio nel ruolo di *Cfo* oppure mediante l'istituzione della figura del *Chief restructuring officer*, cui viene affidato un ruolo determinante nelle decisioni gestionali successive all'approvazione del piano di ristrutturazione) nonché casi in cui le banche, convertendo il proprio credito in capitale e quindi divenendo addirittura socie delle società finanziate, intendono nominare, negli organi sociali, propri esponenti, al cui volere le decisioni aziendali siano variamente subordinate o che comunque su di esse esercitino il loro controllo.”

5. L'estensione degli strumenti alle società a responsabilità limitata innovative. Cenni

Sin dal principio della crisi economico-finanziaria che sta caratterizzando gli ultimi anni, il Legislatore si è preoccupato di sostenere l'economia adottando misure tese a incentivare nuove strade imprenditoriali.

In questo contesto, il “decreto crescita bis” (d.l. n. 179/2012) ha introdotto nel nostro ordinamento la figura della *start up* innovativa. Si tratta di una disciplina in continua evoluzione come dimostrano gli emendamenti della l. n. 99/2013 e della l. n. 33/2015.⁵³

Dall'art. 25 del summenzionato decreto si evincono caratteri e requisiti che una società deve possedere al fine di iscriversi nella nuova sezione speciale prevista dal registro delle imprese se intende acquisire la qualifica di *start up* innovativa e quindi ricevere i relativi benefici.

In primo luogo, questa riforma è rivolta a tutte le società di capitali, costituite anche in forma di società cooperativa, le cui partecipazioni non siano quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione; le società di persone, invece, sono espressamente escluse dalla possibilità di assumere le vesti di *start up* innovative.

Nello specifico, dalla prassi si evince un particolare interesse da parte degli investitori e del Legislatore stesso per il modello s.r.l., caratterizzato da duttilità ed autonomia negoziale.

La norma prevede, in secondo luogo, requisiti sostanziali che la società deve soddisfare per poter beneficiare del regime in questione. Si richiede che l'oggetto sociale esclusivo o prevalente riguardi lo sviluppo e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico.

⁵³ Fregonara E. Start up innovativa. *Il Societario - Giuffrè*, Milano, 2020, p. 3 e ss.

È inoltre necessario possedere almeno uno dei seguenti requisiti che concernono le modalità della produzione in termini di investimenti e caratteristiche professionali del personale impiegato:

i) le spese in ricerca e sviluppo devono risultare uguali ovvero superiori al 15% del maggior valore tra costo e valore totale della produzione;

ii) i dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo impiegati, in percentuale superiore o uguale al terzo della forza lavoro complessiva, devono essere in possesso di titolo di dottorato di ricerca ovvero in possesso di laurea e devono aver svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca, pubblici o privati;

iii) la società deve essere titolare, depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semi-conduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti l'oggetto sociale e l'attività d'impresa ovvero titolare dei diritti relativi a un programma per elaboratore originario registrato presso il registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore.

In aggiunta, la disciplina prevede che - a partire dal secondo anno di attività - la produzione annua debba avere un valore inferiore ai cinque milioni di euro.

Le *start up* innovative sono caratterizzate dalla temporaneità, infatti l'impresa perde tale qualifica dopo cinque anni. La *ratio* di tale previsione risiede nella funzione essenziale svolta dalla disciplina in questione, ossia proteggere l'attività d'impresa nella sua fase iniziale fino al raggiungimento di una situazione di maggiore stabilità finanziaria. È infatti ampiamente dimostrato come le imprese soccombano nei primi anni di attività e dunque, la normativa in analisi si propone di tutelarle durante questa fase, ammettendo come rimedi specifici - in deroga al diritto comune - la ricapitalizzazione delle perdite e l'esenzione del fallimento.

Attraverso l'inquadramento fin qui condotto relativo alla figura della *start up* innovativa si coglie il carattere flessibile della normativa che permette di attrarre con più facilità capitali "esterni".

Le *start up* innovative – e dal 2015 anche le PMI innovative ⁵⁴ – possono accedere a nuove risorse attraverso tre differenti strade:

i) mediante la creazione di specifiche classi di partecipazioni caratterizzate da diritti tipici di finanza straordinaria;

ii) mediante l'emissione di strumenti finanziari partecipativi offerti come compenso ai fornitori;

iii) infine, offrendo le proprie quote al pubblico anche attraverso il c.d. *equity based crowdfunding*, in modo da raccogliere “poco capitale reso disponibile da una moltitudine di attori”. ⁵⁵

Il *crowdfunding* permette alla società di raccogliere, in quanto canale di finanziamento alternativo, capitale di rischio dalla folla tramite il *web*.

Se, in un primo momento, gli investitori che contribuivano a tale raccolta erano tutti i cittadini, indipendentemente dal loro reddito, oggi il panorama appare mutato: infatti, questo canale è utilizzato, perlopiù, da investitori professionali sottoposti a vigilanza.

L'art. 26, comma 7, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 per le *start up* innovative e il Decreto *Investment Compact*, d.l. 24 gennaio 2015 per le PMI innovative stabiliscono che l'atto costitutivo delle *start up* e PMI innovative (costituite nella forma della s.r.l.),

⁵⁴ L'art. 4 comma 1, d.l. n. 3/2015 definisce la “piccola e media impresa” rinviando alla raccomandazione 2003/361/CE: è PMI l'impresa che ha *i)* un numero di addetti inferiore a 250; *ii)* un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro; *iii)* uno stato patrimoniale attivo inferiore a 43 milioni di euro.

L'impresa deve essere costituita nella forma di società di capitali o cooperativa e possiede i seguenti ulteriori requisiti:

i) sede in Italia o in uno Stato membro dell'Unione europea o in uno Stato aderente all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia;

ii) certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatta da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili;

iii) partecipazioni non quotate in un mercato regolamentato;

iv) la PMI innovativa non è iscritta nel registro speciale previsto per le *start up* innovative dall'art. 25, comma 2, d.l. n. 179/2012

⁵⁵ FREGONARA E., Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte. *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2021, p. 220 e ss

può prevedere, a seguito dell'apporto, dei soci o di terzi anche di opera e servizi, l'emissione di strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479-bis c.c.

La Relazione illustrativa del d.l. 18 ottobre 2012, n 179 – che ha introdotto le *start up* – sottolinea che l'estensione *“di queste opzioni statutarie anche alle imprese start up innovative costituite sotto forma di s.r.l. (...) risponde alla ratio di consentire attraverso essi la diffusione di pratiche di work-for-equity”* e quindi di assegnare tali strumenti ai fornitori.

Gli Sfp consentono alla s.r.l. di raccogliere investimenti “esterni”, i quali non vengono imputati a capitale sociale, ma contribuiscono ad incrementare il patrimonio netto.

Lo statuto, ovvero il regolamento Sfp, deve stabilire ex art 2346, comma 6, c.c., *“le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione”*.

L'ampiezza di manovra decisionale della società incontra, tuttavia, il limite del diritto di voto nell'assemblea generale che, in linea con quanto stabilito per le s.p.a., non può far parte dei diritti di cui sono dotati gli strumenti.

Se la presenza dei diritti amministrativi è solo eventuale, è senza dubbio certa quella dei diritti patrimoniali. Questi ultimi hanno natura sociale e quindi, come le quote di partecipazione anche gli Sfp conferiscono diritti sociali.

La differenza fra le quote e gli strumenti finanziari partecipativi risiede nel fatto che le prime sono necessarie ai fini della partecipazione sociale, mentre i secondi vengono emessi per espressa volontà dei soci.

Tali strumenti sono utili, in quanto se, da una parte, permettono alla società di non riconoscere la qualità di socio a soggetti terzi, evitando così ingerenze sul piano gestorio, dall'altra, rappresentano un canale che attrae risorse finanziarie “esterne”, con funzione di ricapitalizzazione.

Nel caso in cui gli Sfp siano dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati, si pone il tema – peraltro, analogo a quanto stabilito per le s.p.a. – della

costituzione di assemblee speciali, non potendo il voto degli strumentisti concorrere con quello dei soci in assemblea generale degli azionisti.

Appare necessario soffermarsi brevemente sulla questione relativa all'organo competente ad emettere gli strumenti finanziari partecipativi.

Tanto il codice civile quanto il Decreto Crescita *bis* dettano una disciplina minima della materia e, per tale ragione, parrebbe opportuno far riferimento alla già citata massima n. 163 del Consiglio Notarile di Milano⁵⁶. Quest'ultima fissa la competenza inderogabile dell'assemblea straordinaria in merito all'emissione e alla regolamentazione degli Sfp.

Trattandosi, tuttavia, della possibilità che tali strumenti siano emessi da società a responsabilità limitate innovative, capaci, quindi, di attrarre soggetti interessati al "mero investimento", sembra corretto ritenere che la competenza all'emissione venga individuata in capo all'organo gestorio.

L'art 7.4 del modello *standard* per le *start up* innovative s.r.l. presenta due modalità relative all'emissione degli Sfp: attraverso la prima, l'emissione viene deliberata con decisione dell'organo amministrativo adottata con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei suoi componenti (e/o)⁵⁷; attraverso la seconda, l'emissione viene deliberata con decisione dell'assemblea dei soci adottata con il voto favorevole di una maggioranza di soci che rappresenti almeno la metà del capitale sociale.

Lo statuto uniforme ministeriale suggerisce di optare in prima battuta per l'uno o per l'altro sistema (entrambi a collegialità piena) e, successivamente, riservarsi la decisione rispetto alla concreta utilizzazione dello stesso.

D'altro canto, non si specifica se si tratti o meno di modalità alternative e per questo pare opportuno non negare *a priori* la possibilità di un utilizzo di entrambe.

⁵⁶ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ – 163. Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.)

⁵⁷ L'art. non precisa se le due possibili modalità si presentino come alternative o cumulative

È, quindi, plausibile tanto una competenza concorrente quanto disgiunta tra organo deliberativo e organo amministrativo.

Alla luce di quanto esposto, la dottrina si interroga sul rapporto tra strumenti finanziari partecipativi e *crowdfunding*, chiedendosi se quest'ultimo possa essere utilizzato solo per strumenti di capitale di rischio ovvero di debito o se possa riguardare anche gli Sfp.

È stato osservato che la natura “ibrida” degli strumenti finanziari partecipativi renda possibile tanto operazioni di *debt* quanto di *equity*, a seconda delle esigenze della società emittente; per tale ragione, non è giustificabile una discriminazione in tema di *crowdfunding*, in quanto gli Sfp hanno natura sia di mezzi volti alla raccolta del capitale di rischio sia di mezzi volti alla raccolta del capitale di debito (in entrambi i casi, è ammessa l'offerta sul *web*).

Le novelle del 2019 esprimono la volontà del Legislatore di sostenere le PMI e le *start up* innovative, permettendo il reperimento di risorse attraverso il *crowdfunding*.

Per queste ragioni, si deve ritenere ammissibile l'offerta di strumenti finanziari partecipativi sul *web*, attraverso il meccanismo del *crowdfunding*, sebbene tali titoli siano stati introdotti a sostegno del *work for equity*. Tuttavia, il chiaro mutamento di contesto che ha registrato la destinazione di tali operazioni *online* solo ad investitori professionali, sembra giustificare questa apertura.

È interessante affrontare un ultimo tema in relazione alla possibilità di emissione di Sfp da parte di società a responsabilità limitata, ossia la mancata estensione di tale potere a tutte le PMI, anche quelle non innovative.⁵⁸

⁵⁸ In tal senso BUSI C.A., *Le modifiche statutarie per la gestione del crowdfunding nelle srl pmi. Società e contratti, bilancio e revisione*, 2018, p. 9: “la s.r.l. PMI può emettere strumenti finanziari visto che l'intervento sostitutivo del termine *innovativa* con il termine *PMI* realizzata dal d.l. 50/2017 in soccorso dell'intervento zoppo già realizzato con l'art. 1 co. 70 della l. 232/2016 serviva solo a superare “espressamente” una serie di divieti codicistici contenuti in norme a valenza proibitiva (art 2468, 2474 c.c.), il cui implicito (o tacito che dir si voglia) superamento non sembrava del tutto corretto (...). Detto intervento antiproibizionista non sembrava e non sembra necessario per l'emissione strumenti finanziari, originariamente non previsti nel Codice per le s.r.l. e quindi di conseguenza non vietati dal Codice nelle norme inerenti le s.r.l.”

Il d.l. 24 aprile 2017, n. 50, ha sostituito l'espressione "*start up* innovative" con "tutte le PMI s.r.l.", sconvolgendo, pertanto, il panorama normativo della società a responsabilità limitata. Tuttavia, questo cambiamento non ha interessato il comma 7 del succitato art. 26, e, di conseguenza, sembrerebbe inapplicabile la disciplina delle PMI innovative a quelle non innovative.

Sul punto la dottrina è discordante: alcuni autori hanno infatti definito il mancato coinvolgimento del comma 7 un "mero refuso di nessun rilievo".

Il carattere dell'innovatività ha, oggi, un valore assolutamente marginale, in quanto la recente normativa non lo utilizza più come *discrimen* all'interno della categoria delle PMI. L'unica persistente differenza tra imprese innovative e non, riguarda l'emissione di strumenti finanziari e, per tale ragione, parte della dottrina ritiene di poter superare *de iure condito* tale ostacolo.

Si pensi, in conclusione, che dopo cinque anni dall'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, la *start up* innovativa diviene società a responsabilità limitata e, quindi, la legge non si oppone all'eventuale emissione di strumenti finanziari partecipativi. "È paradossale, infatti, che una s.r.l. PMI non innovativa, ma ex "*start up* innovativa", possa presentare, nella sua struttura finanziaria, anche strumenti finanziari partecipativi, pur non potendo emetterne di nuovi, mentre tale possibilità non è concessa alle s.r.l. PMI non innovative "ordinarie"⁵⁹.

⁵⁹ FREGONARA E., Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte. *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2021, p. 252

CAPITOLO II

L'INQUADRAMENTO GIURIDICO E LA RAPPRESENTAZIONE CONTABILE

SOMMARIO: 1. La “partecipatività” degli SFP: strumenti ibridi tra debt ed equity. – 2. Tribunale di Napoli, Ordinanza n. 31414/ 2016. – 2.1 Il caso – 3. Effetti delle perdite sugli strumenti finanziari partecipativi. – 4. Teorie anti diluizione. – 5. Partecipazione alle perdite nel Regolamento strumenti finanziari partecipativi Digital Magics.

1. La “partecipatività” degli SFP: strumenti ibridi tra *debt* ed *equity*

Il codice civile definisce “partecipativi” gli strumenti finanziari disciplinati dalla sezione V del Capo V del titolo V del libro V.

Il significato e la portata di tale termine sono stati discussi in dottrina e il punto d’arrivo di questa riflessione non è univoco.⁶⁰

Taluni Autori distinguono in modo netto due categorie: strumenti finanziari “partecipativi” e strumenti finanziari “non partecipativi”.

Tra gli strumenti finanziari “partecipativi” si annoverano le azioni e gli strumenti finanziari che, sebbene siano diversi dalle azioni, permettono al titolare di partecipare alla gestione della società emittente.

La seconda categoria, invece, comprende le obbligazioni e gli altri strumenti “non partecipativi” di cui all’art 2411, comma 3, c.c. (“gli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società”).

⁶⁰ MANULI M. Gli strumenti finanziari partecipativi nella s.p.a.: riflessioni critiche. *Le Società*, 2013, p. 1192 e ss.

Altri Autori, invece, ritengono che agli strumenti finanziari debba applicarsi, in ogni caso, la disciplina prevista per le obbligazioni.

Tuttavia, questa posizione non pare condivisibile poiché comporterebbe - senza alcuna conferma da parte del diritto positivo - l'applicazione del limite di emissione (art 2412⁶¹ c.c.), l'individuazione dell'organo competente all'emissione ai sensi dell'art. 2410⁶² c.c., l'iscrizione in bilancio alla voce "debiti" indipendentemente dalla causa del negozio.

⁶¹ Art. 2412: *“La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite.*

Il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.

Non è soggetta al limite di cui al primo comma, e non rientra nel calcolo al fine del medesimo, l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi.

Al computo del limite di cui al primo comma concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere.

I commi primo e secondo non si applicano all'emissione di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni.

Quando ricorrono particolari ragioni che interessano l'economia nazionale, la società può essere autorizzata con provvedimento dell'autorità governativa, ad emettere obbligazioni per somma superiore a quanto previsto nel presente articolo, con l'osservanza dei limiti, delle modalità e delle cautele stabilite nel provvedimento stesso.

Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società e alle riserve di attività.”

⁶² Art. 2410: *“Se la legge o lo statuto non dispongono diversamente, l'emissione di obbligazioni è deliberata dagli amministratori.*

In ogni caso la deliberazione di emissione deve risultare da verbale redatto da notaio ed è depositata ed iscritta a norma dell'articolo 2436.”

Vi è, inoltre, una terza posizione assunta da parte della dottrina⁶³, la quale separa gli strumenti finanziari regolati dall'art. 2411, comma 3, c.c. da quelli disciplinati dal comma 6 dell'art. 2346.

Gli strumenti finanziari di cui all'art. 2411, co. 3 c.c. – ai quali si applica la regolamentazione propria delle obbligazioni - prevedono il diritto al rimborso dell'apporto effettuato subordinato all'andamento della società.

Gli Sfp ex art 2346 c.c., invece, sono dotati di diritti patrimoniali ed eventualmente anche di diritti amministrativi, i quali garantiscono al sottoscrittore di partecipare alla gestione della società emittente.

Tale ricostruzione identifica negli strumenti finanziari partecipativi il summenzionato *tertius genus*⁶⁴, ossia una figura “ibrida” che “oscilla tra il polo delle azioni e quello delle obbligazioni senza poter mai coincidere con l'uno o con l'altro”.⁶⁵

A questo punto, risulta essere di centrale importanza determinare la qualificazione economica degli strumenti finanziari partecipativi, ossia stabilire se siano da ritenersi titoli di “equity” ovvero di “debt”.

Oggi, pare essere prevalente la sottoscrizione di tali strumenti in quanto titoli di “equity”, essendo emessi a fronte di apporti che, pur non essendo imputabili a capitale, sono volti ad accrescere il patrimonio della società.⁶⁶

Gli strumentisti - in forza dei diritti patrimoniali di cui sono forniti i titoli sottoscritti - partecipano alla distribuzione degli utili e ricevono i dividendi in via prioritaria rispetto ai soci, ma dopo i creditori sociali.

⁶³ CIAN M. (2006) Strumenti finanziari partecipativi e poteri di Voice. Giuffrè Editore p. 66 e ss.

⁶⁴ v. par. 1, Cap. 1.

⁶⁵ MANULI M., Gli strumenti finanziari partecipativi nella s.p.a.: riflessioni critiche. *Le Società*, 2013, p. 1196

⁶⁶ BUSANI A., SAGLIOCCA M. Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring. *Le Società*, 2011, p. 925 e ss.

Tale remunerazione può derivare non solo dagli utili, ma anche dai proventi frutto di altre attività che, tuttavia, non garantiscono il rimborso di quanto apportato.⁶⁷

Al contrario, quando gli Sfp vengono considerati titoli di “debt”, i sottoscrittori vantano il diritto al rimborso, salva diversa disposizione statutaria.

In ogni caso, la remunerazione non dipende dal conseguimento di utili sociali. Gli strumentisti sono considerati creditori sociali e, pertanto – sebbene la loro remunerazione possa essere postergata a quella di altre categorie di creditori – beneficiano dei relativi privilegi, quali, ad esempio, la possibilità di accedere al passivo della società in caso di fallimento e di non essere incisi da eventuali perdite subite dalla società emittente.

Se questo è vero, non è meno vero che il *discrimen* tra le due fattispecie appena analizzate va rinvenuto nella “partecipazione” al rischio d’impresa.

L’intenzione del Legislatore in sede di introduzione degli Sfp era di permettere alla società di ottenere apporti di elevato valore, senza che venisse intaccata l’integrità e l’effettività del capitale.

Ne consegue che gli strumenti finanziari partecipativi si definiscono tali poiché partecipano al rischio d’impresa; inoltre, gli apporti a fronte del quale sono emessi, sono da considerarsi non soggetti al diritto alla restituzione, in quanto la partecipazione di tali strumenti al capitale di rischio è assimilabile a quella delle azioni.

D’altro canto, l’attribuzione di diritti patrimoniali agli strumenti finanziari non costituisce un elemento caratterizzante la fattispecie “partecipativa” rispetto a quello “non partecipativa”.

Deve, pertanto, ritenersi che - in entrambi i casi - i diritti patrimoniali caratterizzino la posizione dello strumentista; in caso contrario, gli strumenti finanziari “non partecipativi” sarebbero pressoché sovrapponibili alle obbligazioni.

Gli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2411, comma 3, c.c. sono, quindi, definiti dal diritto al rimborso e da diritti patrimoniali ed amministrativi variamente modulati.

⁶⁷ PALMIERI M., La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni. *Le Società*, 2016, p. 981e ss.

In conclusione, si può ritenere che nel contesto degli strumenti finanziari la disciplina muti a seconda della vicinanza della fattispecie alle figure di azioni e obbligazioni: nel caso di strumenti “partecipativi”, si guarderà alla normativa di riferimento in caso di azioni; per quanto attiene, invece, agli strumenti “non partecipativi” si applicherà la disciplina propria delle obbligazioni e, solo in via residuale, quanto previsto ex art. 2346, comma 6, c.c.⁶⁸

Proseguendo nell’analisi degli strumenti finanziari partecipativi, emerge un tema di assoluto interesse che merita di essere affrontato, ossia la rappresentazione contabile dell’apporto Sfp.⁶⁹

Non sembra possibile stabilire aprioristicamente dove vada iscritto in bilancio tale apporto, poiché tale scelta riflette le caratteristiche dell’operazione medesima. Si è già illustrata la versatilità degli strumenti finanziari e la molteplicità di cause che possono riconoscersi nel negozio che ha ad oggetto la loro emissione.

La neutralità in astratto della causa rende necessario indagarne la fattispecie nel concreto.

Pertanto, l’apporto - a seconda della causa e della natura dell’utilità in questione - viene iscritto in corrispondenza di una delle voci dell’attivo dello stato patrimoniale. Non è unanime la dottrina nel ritenere la necessità della stima di un perito nel caso in cui l’apporto si sostanziasse in opere o servizi in modo da determinarne correttamente il valore.⁷⁰

⁶⁸ LAMANDINI M., Autonomia negoziale e vincoli di sistema. *Banca, borsa, titoli di credito*, 2003, p. 520 e ss.

⁶⁹ BONATO F., L’emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto. *Le Società*, 2017, p. 569 e ss.

⁷⁰ In senso affermativo v. BUSSOLETTI M. L’iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati), *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2007, p. 192 e ss., *contra* NOTARI M., GIANNELLI A., Strumenti finanziari partecipativi (commento all’art 2346, comma 6, c.c. *Egea – Giuffrè*), 2008, p. 111

Una posta di uguale importo deve essere iscritta nel passivo dello stato patrimoniale, anche se “*le concrete modalità di contabilizzazione divergeranno in base alle previsioni statutarie ed alla concreta causa dell’apporto: nel caso di apporto a titolo di finanziamento, la posta dovrebbe essere iscritta tra i debiti, mentre nel caso di apporto con causa di rischio, la posta andrebbe iscritta nel patrimonio netto*”⁷¹

Ne consegue che se l’apporto dell’investitore si qualificasse come versamento a “fondo perduto”, allora verrebbe imputato alla voce A del passivo dello stato patrimoniale.⁷²

Laddove, invece, l’apporto fornito dallo strumentista costituisca debito per la società emittente, in quanto lo statuto prevede un diritto di rimborso in favore del sottoscrittore, allora si avrà un’iscrizione nell’apposita voce del passivo dello stato patrimoniale.

Ai fini della trattazione, appare rilevante comprendere le modalità relative all’imputazione a patrimonio, proprie della prima delle due possibilità in analisi.

Il primo nodo che occorre sciogliere riguarda la precisa collocazione dell’apporto nel contesto generico del passivo dello stato patrimoniale.

In risposta a tale questione, la dottrina in modo unanime sostiene che l’apporto debba costituire una riserva statutaria o “riserva targata”.⁷³

Se questo è vero, non è meno vero quanto si è asserito prima in merito alla natura di tali strumenti: se si accetta la tesi della loro iscrizione in bilancio come strumenti di

⁷¹ D’ATTORE G., *Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d’impresa. Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2017, p. 333 e ss.

⁷² NOTARI M., GIANNELLI A., *Strumenti finanziari partecipativi (commento all’art 2346, comma 6, c.c. Egea – Giuffrè)*, 2008, p. 112 A tal proposito ritiene che il valore dell’apporto sarebbe iscritto a patrimonio “(i) qualora l’apporto (iscritto all’attivo) venga effettuato dai sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi a fondo perduto, senza alcun diritto di rimborso, nemmeno al momento dello scioglimento della società (...)” ovvero “(ii) qualora l’operazione conclusa con l’emissione degli strumenti non preveda alcun diritto di rimborso, né durante la vita della società né al suo scioglimento, ma solo il riparto in sede di liquidazione pari passo con gli altri azionisti”

⁷³ LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema. Banca, borsa, titoli di credito*, 2003, p. 520 e ss.

equity o *quasi-equity*, non può allora negarsi che si tratti di mezzi che comportano la partecipazione al rischio d'impresa.

Alla luce di ciò, occorrerà chiarire nel prosieguo dell'analisi, in che misura gli Sfp partecipino alle eventuali perdite subite dalla società emittente, e, quindi, stabilire se la succitata "riserva targata" sia antergata o postergata in confronto alle altre riserve e al capitale sociale nella sopportazione delle perdite.

2. Tribunale di Napoli, Ordinanza n. 31414/ 2016

Prima di proseguire con la trattazione, al fine di rendere più comprensibile la portata degli istituti oggetto di analisi, appare utile esaminare la prima pronuncia giurisprudenziale rilevante in materia di strumenti partecipativi finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c., ovvero l'ordinanza n. 31414/2016 emessa, in data 25 febbraio 2016, dal Tribunale di Napoli, Sez. Impr.

Preliminarmente, prima ancora di analizzare nel dettaglio la pronuncia del Tribunale di Napoli, appare necessario ripercorrere i fatti della vicenda.

La società Alfa s.p.a, tramite il suo organo gestorio, dichiarava di aver preso atto della conversione automatica in azioni ordinarie di n. 5.000.000 di strumenti finanziari partecipativi in favore del socio A.G., riconoscendo in capo al presidente del Consiglio di amministrazione (da ora, c.d.a.) ogni potere relativo all'espletamento di funzioni correlate a tale conversione, tra le quali:

- (i) il deposito presso il registro delle imprese dello Statuto con le quote aggiornate;
- (ii) l'emissione e la consegna dei nuovi certificati azionari al socio A.G.;
- (iii) le iscrizioni relative sul libro dei soci.⁷⁴

⁷⁴ LAMANDINI M., Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite. *Le Società*, 2016, p. 976 e ss.

Prendendo in considerazione lo statuto della Alfa s.p.a., andavano evidenziati, in particolare, gli artt. 7.2.4 e 7.2.5: il primo affermava che “*Nel caso in cui la Riserva apporti strumenti finanziari sia stata erosa da perdite al momento dell’esercizio del diritto di conversione, tale diritto potrà essere esercitato soltanto per il minore importo risultante al netto delle perdite subite*”; il secondo, invece, fissava i confini temporali entro cui lo strumentista poteva avvalersi del diritto di conversione, vale a dire a partire dall’1/07/2011 fino al 31/07/2015.

In data 15/07/2015, A.G. faceva richiesta di conversione, a fronte della quale il c.d.a. esprimeva assenso con la delibera contestata.

Tale decisione era stata assunta nonostante ci fossero perplessità circa la necessità di determinare la sussistenza di perdite relative all’esercizio.

A.G., infatti, si impegnava a depositare un parere *pro-veritate* teso a fugare ogni dubbio.

Tuttavia, il presidente del c.d.a. – a causa del ritardo di A.G. nella produzione del parere – ne richiedeva autonomamente un altro, da cui si evidenziava la necessità di redigere il bilancio *infra*-annuale prima di procedere alla conversione degli strumenti finanziari partecipativi in azioni.

A tal proposito, si rileva che il nostro codice civile, all’art. 2346, comma 6, c.c., rimette allo statuto la determinazione degli aspetti afferenti all’emissione degli Sfp, l’attribuzione delle prerogative e degli obblighi dei titolari.

L’elasticità che distingue tali strumenti richiede, pertanto, di soffermarsi sulla causa concreta degli apporti la quale può avere natura di finanziamento ovvero di partecipazione al capitale di rischio.

Lo statuto della società Alfa, prevedendo il diritto di conversione in azioni per gli strumenti finanziari, ammetteva la natura partecipativa degli stessi; in aggiunta, chiedeva che – in caso di trasformazione degli strumenti in capitale di rischio – si tenesse in considerazione la situazione patrimoniale al momento dell’esercizio del diritto o, al più tardi, al termine ultimo per la conversione automatica.

Nell’ipotesi in cui la società soffriva perdite d’esercizio, l’eventuale conversione doveva verificare l’effettiva consistenza della “riserva targata”. Ne

derivava che il succitato diritto potesse esercitarsi solo per “*il minore importo risultante al netto delle perdite subite*” (art. 7.2.4, Statuto Alfa s.p.a.).

Da quanto appena esposto, si deduce inequivocabilmente il legame esistente tra la capitalizzazione degli strumenti finanziari partecipativi e la situazione patrimoniale e del capitale reale della società a quel momento.

A tal proposito, si sottolinea come, nella società per azioni, gli artt. 2446⁷⁵ e 2447⁷⁶ c.c. mirino a garantire l'equilibrio tra capitale nominale e capitale reale.

Tali previsioni, infatti, tutelano: da una parte, i soci e il loro interesse alla distribuzione degli utili; dall'altra, i creditori sociali che possono così confidare nell'integrità del capitale.

⁷⁵ Art. 2446 c.c. (Riduzione del capitale per le perdite): “*Quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite, gli amministratori o il consiglio di gestione, e nel caso di loro inerzia il collegio sindacale ovvero il consiglio di sorveglianza, devono senza indugio convocare l'assemblea per gli opportuni provvedimenti. All'assemblea deve essere sottoposta una relazione sulla situazione patrimoniale della società, con le osservazioni del collegio sindacale o del comitato per il controllo sulla gestione. La relazione e le osservazioni devono restare depositate in copia nella sede della società durante gli otto giorni che precedono l'assemblea, perché i soci possano prenderne visione. Nell'assemblea gli amministratori devono dare conto dei fatti di rilievo avvenuti dopo la redazione della relazione.*

Se entro l'esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, l'assemblea ordinaria o il consiglio di sorveglianza che approva il bilancio di tale esercizio deve ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate. In mancanza gli amministratori e i sindaci o il consiglio di sorveglianza devono chiedere al tribunale che venga disposta la riduzione del capitale in ragione delle perdite risultanti dal bilancio. Il tribunale provvede, sentito il pubblico ministero, con decreto soggetto a reclamo, che deve essere iscritto nel registro delle imprese a cura degli amministratori.

Nel caso in cui le azioni emesse dalla società siano senza valore nominale, lo statuto, una sua modificazione ovvero una deliberazione adottata con le maggioranze previste per l'assemblea straordinaria possono prevedere che la riduzione del capitale di cui al precedente comma sia deliberata dal consiglio di amministrazione. Si applica in tal caso l'articolo 2436.”

⁷⁶ Art. 2447 c.c. (Riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale): “*Se, per la perdita di oltre un terzo del capitale, questo si riduce al disotto del minimo stabilito dall'articolo 2327, gli amministratori o il consiglio di gestione e, in caso di loro inerzia, il consiglio di sorveglianza devono senza indugio convocare l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale ed il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore al detto minimo, o la trasformazione della società.”*

L'ordine in cui vengono intaccate le disponibilità sociali, in caso di riduzione, si determina a seconda della facilità con cui la società potrebbe disporre l'assegnazione ai soci.

Ne consegue che le riserve statutarie e quelle facoltative costituite dall'assemblea sono le prime ad essere incise dalla riduzione; erose queste, si procede con la riserva legale e, solo infine, viene intaccato il capitale sociale.⁷⁷

Alla luce della necessità di garantire la corrispondenza fra capitale nominale e reale, la conversione in azioni degli strumenti finanziari partecipativi deve avvenire al netto delle perdite subite.

Proprio in tal senso, si poneva l'art. 7.2.4 dello Statuto della società Alfa s.p.a., nella misura in cui prevedeva che la conversione di Sfp dovesse avvenire solo dopo aver verificato la sufficiente consistenza della "riserva targata".

Pertanto, il Tribunale di Napoli, con la succitata ordinanza, dichiarava illegittima la decisione assunta dal Consiglio d'Amministrazione di Alfa s.p.a.⁷⁸, che aveva acconsentito alla conversione degli strumenti finanziari partecipativi senza prima

⁷⁷ Così Cass. Civ., Sez. I, 02/04/2007, n. 8221 consultabile presso il sito www.cortedicassazione.it: *"Si tratta di una modalità, condivisa dalla prevalente dottrina, inderogabile, in quanto la sua ratio risiede nella circostanza che, come bene è stato osservato, i "diversi strati" del netto, poiché sono progressivamente più vincolati a garanzia dei creditori, possono e devono subire le decisioni dei soci di intaccarli nell'ordine sopra indicato, restando preclusa ai soci la possibilità di far gravare le perdite sul netto meno vincolato, sino a quando esistono parti di netto meno vincolate o non vincolate, tant'è che "non si potrebbe neppure parlare correttamente di perdite di capitale se non nella misura in cui tali perdite eccedano l'ammontare delle riserve che sono destinate a costituire un presidio avanzato del capitale medesimo" (Cass. n. 23269 del 2005).*

Pertanto, poiché detta regola, nella riduzione del capitale sociale per perdite, è strumentale alla tutela non solo dell'interesse dei soci, ma anche dei terzi, la sua violazione, in applicazione del principio sopra richiamato, comporta la nullità della delibera di riduzione del capitale sociale assunta sulla base di una determinazione delle perdite al lordo delle riserve (Cass. n. 12347 del 1999)."

⁷⁸ Massima: *"La delibera del c.d.a. a mezzo della quale viene data efficacia a un aumento di capitale derivante dalla conversione in azioni di strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, comma 6, c.c., i cui apporti sono stati iscritti in una riserva statutaria che risulta erosa a causa delle perdite nel frattempo subite dalla società, è annullabile e può essere impugnata anche in via cautelare dal singolo azionista, in quanto lesiva dei suoi diritti."* One Legale - Wolters Kluwer

redigere un bilancio *infra*-annuale e, quindi, non avendo accertato l'effettiva consistenza della "riserva targata" in conseguenza di perdite erosive del patrimonio sociale.⁷⁹

3. Effetti delle perdite sugli strumenti finanziari partecipativi

Gli strumenti finanziari si dicono "partecipativi" in quanto partecipano al rischio di impresa. Quest'ultimo si sostanzia nel ricevere i dividendi, se la società emittente consegue utili di esercizio, ovvero nel subire perdite e, quindi, la mancata remunerazione dell'investimento, nel caso in cui la società non produca utili o, comunque, non possa distribuirli.⁸⁰

Nell'ipotesi in cui vengano riscontrate perdite c'è il rischio che venga incisa la riserva istituita a fronte dell'apporto versato dai titolari in sede di emissione degli strumenti. Se l'erosione non risulta azzerante (in altre parole, non intacca interamente il capitale), allora, è necessario stabilire l'ordine attraverso il quale i diversi strati del patrimonio netto siano incisi.

Il Tribunale di Napoli – con la sopraindicata ordinanza n. 31414/2016 - permette anzitutto di comprendere *“se le perdite necessariamente colpiscano per primi gli azionisti o se viceversa, per via statutaria e contrattuale, si possa equiordinare o postergare gli stessi ad altri prestatori di apporti alla società quali i titolari di strumenti finanziari partecipativi”*⁸¹

Emergono a tal punto due principi, l'uno attinente il diritto societario e l'altro di natura contabile – entrambi imperativi, ma, potenzialmente, in contrasto:

⁷⁹ D'ATTORE G., *Perdita della società e tutela dei titoli di strumenti finanziari partecipativi. Notariato*, 2016, p. 273 e ss.

⁸⁰ BUSANI A., SAGLIOCCA M., *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (sfp)*. *Le Società*, 2012, p. 1191

⁸¹ LAMANDINI M., *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite*. *Le Società*, 2016, p. 979

(i) il primo afferma che gli azionisti debbano essere i primi a subire le perdite sino all'eventuale azzeramento della partecipazione. Ad ogni modo, i titolari di Sfp non possono trovarsi in una situazione peggiore rispetto a quella dei soci;

(ii) d'altro canto invece, il diritto contabile stabilisce che la perdita maturata dalla società colpisce i diversi strati del patrimonio netto secondo “*un ordine che tenga conto del grado di facilità con cui la società potrebbe deliberare la destinazione ai soci*” e, pertanto avendo “*il capitale un grado di indisponibilità maggiore (...) devono essere utilizzate, nell'ordine prima le riserve facoltative, poi quelle statutarie, indi quelle legali e da ultimo, il capitale sociale*” (Trib. Napoli, ord, n. 31414/2016).

La collisione fra i due principi non ha luogo laddove gli unici apporti provengano dai soci, in quanto la riserve stesse (statutarie e facoltative) sono costituite dalle sole utilità apportate dagli azionisti.

Infatti, nel caso in cui i soci siano i soli a partecipare tanto al netto quanto al capitale, allora le perdite incideranno in modo proporzionale sulle ricchezze di ciascuno.

Nella fattispecie esaminata dal Tribunale di Napoli, i due summenzionati principi risultano discordanti, in quanto determinano effetti redistributivi della ricchezza. La ricordata disciplina contabile imporrebbe che subisca le perdite per prima la riserva “targata”, formata dagli apporti versati in sede di emissione di Sfp e, solo dopo l'esaurimento di quest'ultima, verrebbe intaccata la riserva legale e, da ultimo, il capitale sociale.

Alla luce di quanto sopra, se le perdite sono previamente assorbite dalla riserva strumenti finanziari partecipativi rispetto al capitale sociale, si giungerà alla paradossale conclusione che i soci – considerati *residual claimants* – possano finanche beneficiare in modo esclusivo del sacrificio imposto agli strumentisti.⁸²

⁸² D'ATTORE G., Perdita della società e tutela dei titoli di strumenti finanziari partecipativi. *Notariato*, 2016, p. 276

Per comprendere la portata di un'affermazione tanto controversa, basti pensare che laddove le perdite maturate dalla società siano interamente assorbite dalla riserva "targata", gli azionisti potrebbero persino distribuire gli utili, traendo vantaggio a discapito dei titolari di strumenti finanziari.

Tuttavia, sembra difficile sostenere che l'investimento in strumenti finanziari partecipativi possa essere esposto ad un rischio maggiore rispetto alla partecipazione al capitale da parte degli azionisti.

Tale conclusione avrebbe effetti negativi e, quindi, deterrenti nel contesto in cui gli Sfp vengono più proficuamente utilizzati, ossia nell'ambito delle operazioni di *restructuring*⁸³.

È assai frequente, infatti, nella prassi che le banche creditrici si impegnino in operazioni di risanamento di società debentriche convertendo parte del loro credito in strumenti finanziari partecipativi emessi dalla stessa società debitrice.⁸⁴

⁸³ Trattasi di accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 57, d. lgs 14/2019), i quali rappresentano un mezzo di risanamento a cui l'impresa in crisi ricorre per tentare di ridurre l'esposizione debitoria ed assicurare il riequilibrio della situazione finanziaria. La ristrutturazione del debito è una procedura che prevede un accordo con il quale le condizioni originarie di un prestito (tassi, scadenze, divisa, periodo di garanzia) vengono modificate per alleggerire l'onere del debitore.

⁸⁴ D'ATTORE G., Perdita della società e tutela dei titoli di strumenti finanziari partecipativi. *Notariato*, 2016, p. 277 In tal senso l'Autore aggiunge che "Ciò permette di conseguire un triplice risultato: da un punto di vista finanziario, si riducono gli oneri finanziari per il rimborso della debitoria bancaria, essendo i diritti patrimoniali degli SFP solitamente limitati a pretese sul patrimonio di liquidazione o, comunque, esercitabili nel solo caso di inadempimento dei piani di ammortamento del debito non convertito; da un punto di vista patrimoniale, lo stralcio della debitoria convertita in SFP e l'appostazione nel patrimonio netto di una posta di importo corrispondente alla debitoria convertita consente di riportare in positivo il netto patrimoniale (...) e comunque, permette di rafforzare la struttura patrimoniale del debitore; da un punto di vista funzionale, l'attribuzione di peculiari diritti amministrativi ai titolari di SFP consente agli stessi di esercitare un più intenso potere di controllo endocorporativo sul rispetto del piano di risanamento da parte della società debitrice, anche eventualmente limitando le prerogative degli azionisti, attraverso la previsione che talune delibere debbano essere necessariamente approvate solo previo voto favorevole dell'assemblea speciale dei titolari di SFP.

Pertanto, se si ritiene che le perdite generate dalla società siano sopportate dai soci e, quindi, intacchino il capitale sociale solo successivamente all'integrale erosione della riserva strumenti finanziari, pare evidente che tale affermazione non soddisfi i creditori: questi ultimi, infatti, sarebbero postergati agli azionisti della società debitrice.

Autorevole dottrina⁸⁵ sostiene che questo esito redistributivo non sia coerente con i principi che ispirano il diritto societario. Il socio, infatti, deve assumere la posizione di *residual claimants*, sopportando per primo le perdite, potendo eventualmente concorrere *pari passu* con altri soggetti interessati, ma mai postergarsi a questi (“*absolute priority rule*”).

In aggiunta, non sembra concepibile che una regola che disciplini la graduale erosione degli strati del patrimonio netto - introdotta in un contesto in cui si immaginavano solo i soci e non altri portatori di interessi - possa generare effetti espropriativi della ricchezza (tra l'altro, in danno dei creditori sociali).

È stato opportunamente rilevato che attraversiamo un periodo di incertezza dove “*al tramonto del paradigma (a lungo ritenuto assoluto) dell'azionista residual claimant non si accompagna - come sarebbe necessario - un corrispondente ridisegno, in chiave multistakeholders, della governance azionaria, almeno per quei casi in cui investimento di capitale e investimento di terzi “fuori capitale” coesistono.*”⁸⁶

I due principi – di diritto societario e contabile – collidono, tuttavia, solo in fattispecie eccezionali, laddove i soci concorrono con creditori esterni distinguendosi quindi capitale proprio e capitale altrui.

Diversamente, gli azionisti contribuiscono tanto alla formazione del patrimonio quanto del capitale, per cui in caso di erosione delle riserve a causa di perdite, ne verrebbero incisi *pro quota* in relazione alla partecipazione sociale.

⁸⁵ LAMANDINI M., Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite. *Le Società*, 2016, p. 979

⁸⁶ LAMANDINI M., Nuovi orientamenti su strumenti finanziari irredimibili e incidenza delle perdite Commento alla massima n.164 Consiglio Notarile di Milano novembre 2017, 2017, p. 10

Una tesi assai raffinata ⁸⁷ - recentemente avanzata - propone di far coesistere i due criteri, ammettendo la possibilità che - laddove la perdita esaurisca integralmente la riserva degli Sfp - gli strumenti finanziari conservino quantomeno i diritti di cui sono dotati dallo statuto.

Questa soluzione permette ai titolari di ricevere il rimborso dell'apporto versato in sede di liquidazione della società se tanto è ammesso dal regolamento o dallo statuto stesso.

Tuttavia, nel caso in questione, tale tesi non sembra in grado di conciliare la questione contabile e quella societaria, poiché l'erosione della riserva impedisce la conversione e, al contempo, preserva gli azionisti dal dover sopportare le perdite.

Accorta dottrina ⁸⁸ ha analizzato la tematica da una differente prospettiva individuando il nucleo del problema e, pertanto, ritiene che la soluzione possa essere rappresentata dalla diversa configurabilità della riserva apporti strumenti finanziari, in particolar modo nel caso in cui sia previsto il diritto di conversione in azioni.

Pertanto, bisogna stabilire se la riserva strumenti finanziari abbia effettivamente natura statutaria o se in realtà debba configurarsi come riserva di capitale.

Nel caso su cui si è pronunciato il Tribunale di Napoli è opportuno rilevare che contestualmente all'emissione di strumenti finanziari partecipativi era stato previsto l'aumento di capitale sociale ove fosse stato esercitato il diritto di conversione.

Ad avviso della stessa dottrina, la riserva Sfp dovrebbe inquadrarsi come riserva da “versamenti in conto aumento capitale”.

Infatti secondo quanto ammette il principio contabile OIC28, si ha questa riserva in caso di “*apporti dei soci effettuati con una destinazione specifica*” e rappresenta “*una riserva di capitale, con un preciso vincolo di destinazione, la quale accoglie gli importi di capitale sottoscritti dai soci, in ipotesi di aumento di capitale scindibile*”.

⁸⁷ STANGHELLINI L., Commento agli articoli 2446 e 2447. *Abbadessa-Portale*, 2016.

⁸⁸ CUCINELLA G., La partecipazione alle perdite d'impresa del titolare di strumenti finanziari. *Il Societario*, 2016, p. 5 e ss.

quando la procedura di aumento del capitale sia ancora in corso alla data di chiusura del bilancio”.

Come si è anticipato, l’aumento di capitale è subordinato all’esercizio del diritto di conversione degli Sfp in azioni e, sino ad all’ora, non può risultare nei documenti contabili. Pertanto, gli apporti versati costituirebbero una riserva di capitale chiamata “Versamenti in conto aumento di capitale”. Tale riserva, pertanto, sarà imputata a capitale al momento della conversione.

Gli stessi Autori ritengono allora inevitabile qualificare in tal senso la riserva strumenti finanziari; non potrebbe essere altrimenti se si tiene in considerazione il succitato OIC 28 che afferma al punto 8: *“Le riserve di capitale rappresentano le quote di patrimonio netto che derivano, per esempio, da ulteriori apporti dei soci, dalla conversione di obbligazioni in azioni, dalle rivalutazioni monetarie e dalla rinuncia di crediti da parte dei soci.”*

Si noti la scelta lessicale che ha privilegiato il termine “apporti” in luogo di “conferimenti”, in modo coerente con quanto affermato dal comma 6 dell’art 2346 c.c.

Le peculiarità della fattispecie in esame – su cui, peraltro, si è espresso il Tribunale di Napoli – permettono di aderire alla tesi fin qui esposta, secondo cui si tratta di riserva di capitale, e, proprio per tale ragione, idonea a sopportare le perdite solo dopo che queste abbiano eroso integralmente gli strati meno vincolati o non vincolati del patrimonio netto.

Un’ultima riflessione, fatta a conclusione dell’analisi dell’ordinanza 31414/2016, evidenzia la richiesta di accertamento circa la sussistenza della riserva “targata” in misura sufficiente da poter permettere la conversione degli strumenti finanziari partecipativi in azioni.

Nel caso *de quo*, il socio di minoranza aveva impugnato la delibera in quanto le perdite maturate dalla società - erodendo la riserva strumenti finanziari partecipativi - avrebbero dovuto impedire l’esercizio del diritto di conversione.

Si noti che, ai sensi dell’art. 2446 c.c., è possibile rinviare all’esercizio successivo la perdita superiore al terzo e solo se - entro tale successivo esercizio - non

si è ridotta al di sotto di tale soglia, l'assemblea deve ridurre il capitale in proporzione alle perdite accertate.

Nel caso in questione, non si conosce l'entità delle perdite e se fossero dell'esercizio in corso o del precedente.

4. Teorie anti diluizione

A questo punto appare chiaro che la conversione degli strumenti finanziari partecipativi in misura superiore rispetto alle risorse presenti nella riserva "targata" erosa dalle perdite, determina una diluizione nel capitale sociale.

Infatti, in tal modo cresce l'incidenza che i titolari di strumenti finanziari partecipativi hanno sul capitale a discapito dei soci non strumentisti, con conseguente disallineamento fra il valore delle azioni emesse, corrispondenti al valore nominale degli Sfp convertiti e la riserva di patrimonio netto costituita contestualmente dell'emissione degli strumenti stessi.⁸⁹

Al fine di limitare l'effetto diluizione che tale fattispecie determina, la dottrina ha elaborato diverse tesi che meritano di essere richiamate.

Una prima soluzione presentata da taluni Autori propone di esporre la riserva strumenti finanziari partecipativi alle perdite dopo tutte le altre riserve statutarie e legali.

Si intende in tal modo considerare la riserva Sfp al pari della riserva da versamenti in conto capitale; in tal modo, la prima ne risulta valorizzata in quanto la riserva da versamenti in conto capitale viene incisa dalle perdite maturate dalla società solo dopo che queste hanno eroso tutte le altre riserve.

⁸⁹ BUSANI A., SMANIOTTO E., Sfp non convertibili se ci sono perdite, *il Sole 24 Ore*, 10 marzo 2016

Secondo tale tesi ne consegue, dunque, che la riserva “targata” debba essere postergata anche alla riserva legale.⁹⁰

La dottrina ha individuato un’ulteriore possibilità, ossia la tesi dell’esposizione *pari passu* alle perdite del capitale e della riserva da strumenti finanziari partecipativi.

“*La soluzione di individuare il regime di default della sopportazione del rischio di impresa nell’esposizione sincronica alle perdite del capitale sociale e di quello titolato in strumenti finanziari*”⁹¹ puntualizza che le tutele previste dall’art. 2446 c.c. siano estese anche al c.d. capitale finanziario.

Così come era stabilito dalla tesi precedentemente esposta, anche in quest’ultimo caso si prevede che la riserva Sfp sopporti le perdite solo dopo che le altre riserve siano state integralmente erose e, quindi, *pari passu* con il capitale sociale.

D’altra parte, non c’è ragione di distinguere gli azionisti dai titolari di strumenti finanziari partecipativi, poiché se è vero che questi ultimi beneficiano della distribuzione degli utili, non è meno vero che debbano considerarsi esposti alle perdite maturate dalla società emittente.⁹²

In assenza di disposizioni statutarie di senso contrario, tale tesi può applicarsi di *default*, creando così maggior equilibrio nella ripartizione delle pretese sul patrimonio sociale.

Le modalità con cui, invece, si concretizza la realizzazione della tesi dell’esposizione *pari passu* delle perdite va intesa come “*proporzionalità*”

⁹⁰ D’ATTORE G., Perdita della società e tutela dei titoli di strumenti finanziari partecipativi. *Notariato*, 2016, p. 278 e ss.

⁹¹ VALZER A., Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni. *G. Giappichelli Editore.*, 2012, p. 248 e ss.

⁹² Orientamento dell’osservatorio societario del consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Prato e Pistoia presentato durante il convegno tenutosi a Firenze il 2 Marzo 2018 – Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite.

nell'assorbimento delle perdite rispetto ai reciproci ammontare del capitale sociale e della riserva da strumenti finanziari partecipativi”⁹³.

Un'ulteriore strada individuata dalla dottrina è quella della “sopravvivenza” degli strumenti finanziari partecipativi anche in caso di azzeramento della connessa posta del patrimonio netto.

L'idea alla base di questa tesi consiste nel distinguere il profilo contabile della rappresentazione in bilancio degli Sfp dal rapporto in tema di esposizione alle perdite tra strumentisti e soci.

Questo è possibile perché il dato contabile rappresenta unicamente l'esistenza o meno di un diritto di rimborso da parte della società a fronte dell'apporto effettuato e quindi se si tratta di un debito per la società stessa ovvero di un incremento del patrimonio.

D'altra parte, peraltro, la posta in bilancio non può sovvertire il tradizionale rapporto che esiste tra soci e finanziatori esterni della società, secondo cui i primi sono da considerarsi *residual claimants*, ossia i primi ad essere incisi dalle perdite.

Tale principio è il riflesso del rapporto potere-rischio su cui si fonda la società per azioni: *“l'azionista è il soggetto che nutre maggiore interesse alla gestione della società, in quanto beneficia dei guadagni e sopporta in via prioritaria le perdite, così da apparire razionale attribuire allo stesso la gestione della società attraverso il diritto di voto”⁹⁴*

Pertanto, se i titolari di strumenti finanziari risultano antergati nell'esposizione delle perdite rispetto agli azionisti, la regola in questione non verrebbe rispettata.

In tal modo, infatti, i soci avrebbero il potere di compiere delle scelte in termini di gestione e di non subirne le conseguenze – o meglio di esporre, in prima linea, i finanziatori esterni alla società.

⁹³ D'ATTORE G., *Perdite della società, Op. cit., Notariato, 2016*

⁹⁴ D'ATTORE G., *Il principio di eguaglianza tra società per azioni. Giuffrè, 2007, p. 142 e ss.*

Alla luce di quanto detto finora, si può affermare che la summenzionata tesi della “sopravvivenza” degli Sfp - anche in caso di azzeramento per perdite della riserva “targata” - sia in grado di garantire coerenza interna di sistema.

È chiaro che gli strumenti finanziari partecipativi “sopravvivono” nella misura in cui questo è possibile: se infatti le perdite erodono anche il capitale sociale comprensivo dell’aumento di capitale a servizio della conversione, la stessa conversione in azioni non potrà avere luogo.

Il titolare degli strumenti manterrà in tal caso gli altri diritti patrimoniali e amministrativi fissati dallo statuto, a partire dal diritto al riparto in sede di liquidazione.

La dottrina si è dunque interrogata su quali siano i limiti all’autonomia statutaria nell’individuazione delle clausole che disciplinano l’incidenza delle perdite sui titolari di strumenti finanziari partecipativi.

La succitata tecnica contrattuale che prevede la postergazione nella sopportazione delle perdite della riserva Sfp rispetto alla riduzione del capitale è stata oggetto di critiche.

I dubbi sono dovuti all’inversione del preciso ordine di priorità nell’imputazione delle perdite rispetto alle poste iscritte nel patrimonio netto.⁹⁵

Non sembra, tuttavia, una contestazione fondata in quanto tale soluzione contrattuale non urta alcun principio inderogabile del diritto societario e in più l’ordine di esposizione alle perdite degli strati del netto è oggi soggetto di ampia discussione.

Altri esempi di previsioni contrattuali volte a limitare la “diluizione” del capitale sociale hanno per oggetto:

- a) il diritto dei titolari di Sfp di acquistare le azioni di altri soci *pro quota* e al verificarsi di determinati eventi;
- b) il diritto di opzione in capo agli strumentisti sull’emissione di azioni di nuove azioni in caso di aumento di capitale a pagamento.

⁹⁵ GIAMPIERI A., Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni. *Giurisprudenza commerciale Giuffrè*, 2011, p. 434

Si noti anche la presenza di clausole che non aumentano, bensì limitano la protezione nei confronti degli strumentisti, arginando il regime di *default*.

Le ipotesi, in questo caso, sono due: un primo genere di clausola prevede la postergazione del capitale sociale rispetto alla riserva strumenti finanziari partecipativi.

Non si tratta di una disposizione contestabile poiché riproduce la regola generale dell'esposizione alle perdite della società per azioni limitandosi a derogare al regime di *default*.

Se si ammette la sopracitata tesi che separa il profilo contabile dal profilo del rapporto finanziatore-socio, non emerge alcun ostacolo neanche laddove la riserva "targata" fosse del tutto erosa.

Risulta più problematica, invece, l'adozione del secondo tipo di clausola che predispone un vincolo che condiziona la "sopravvivenza" degli strumenti finanziari all'esistenza della riserva.

A tal punto, occorre stabilire se si ritiene – o meno – che la postergazione dei soci rispetto ai finanziatori esterni sia una regola imperativa; in tal caso, la clausola è da considerarsi nulla, poiché genera un'inversione del sistema verticale di distribuzione del patrimonio della società.

Diversamente, ritenendo che la regola abbia carattere meramente dispositivo, la clausola è senz'altro valida.

Sarà di competenza dell'autonomia statutaria decidere in che misura gli strumenti finanziari partecipativi conservino i propri diritti patrimoniali e amministrativi a fronte dell'erosione della riserva "targata" a causa delle perdite.

5. Partecipazione alle perdite nel Regolamento strumenti finanziari partecipativi Digital Magics

La trattazione, fino a questo punto, si è focalizzata nel mettere in luce le differenti vie interpretative attraverso cui la più autorevole dottrina indaga il fenomeno giuridico che ha per protagonista gli strumenti finanziari partecipativi.

Partendo dai caratteri generali che rendono peculiare tale figura giuridica e la distinguono dai poli delle azioni e delle obbligazioni, si è giunti ad osservare come le perdite maturate dalla società emittente incidano direttamente i titolari di strumenti finanziari partecipativi.

Pertanto, è di assoluto interesse verificare come le norme giuridiche e le tesi dottrinali analizzate si traducano concretamente negli statuti sociali ovvero nei regolamenti di emissione.

A tal proposito, si prenda – a titolo esemplificativo – il Regolamento degli strumenti finanziari partecipativi Digital Magics s.p.a. 2020.⁹⁶

Tale regolamento fa parte dello statuto sociale dell'omonima società e – come riportato dall'art. 1 – disciplina le caratteristiche, il contenuto, i diritti, la durata, le modalità e le condizioni di emissione, nonché le norme di circolazione e di funzionamento degli strumenti finanziari partecipativi *de quibus*.

Il regolamento – in linea con quanto disposto dall'art. 2346, ultimo comma, c.c. – riconosce a ciascun titolare, come diritto patrimoniale, una remunerazione pari al 4% dell'apporto versato.

Tuttavia, tale diritto può essere esercitato a seconda che sussistano due condizioni:

⁹⁶ Regolamento Sfp – Digital Magics S.p.a. 2020, consultabile presso il sito www.digitalmagic.com

(i) la società deve aver generato utili nell'esercizio, al netto delle riserve di legge statutarie, in misura corrispondente all'intero importo;

(ii) la remunerazione deve essere inferiore al 50% del flusso di cassa risultante dal rendiconto finanziario dell'ultimo bilancio approvato e revisionato. (art. 4)

Nell'ipotesi in cui entrambe le condizioni non siano soddisfatte, la remunerazione verrà effettuata nei limiti degli utili generati, ove esistenti.

Se nei tre esercizi successivi la società maturerà utili in misura tale da soddisfare non solo la remunerazione annuale, ma anche la quota di remunerazione non maturata negli esercizi precedenti, allora, essa sarà tenuta a corrispondere il relativo importo ai titolari di strumenti finanziari partecipativi.

È previsto, in aggiunta, che il pagamento della summenzionata remunerazione avvenga in via anticipata rispetto ai titolari di azioni e partecipazioni e ad ogni altro strumento finanziario partecipativo diverso da quelli oggetto del regolamento *de quo*.

Tuttavia, il diritto alla remunerazione rappresenta solo uno degli elementi caratterizzanti la partecipazione al rischio d'impresa; accanto a tale diritto, infatti, vi è altresì un ulteriore aspetto, quale la sopportazione delle perdite maturate dalla stessa società emittente.

L'art. 5 del regolamento in analisi, per prima cosa, fissa l'ordine in cui gli strati del netto debbano essere incisi dalle perdite: dapprima, le riserve diverse da quella legale, poi la riserva strumenti finanziari partecipativi, quindi la riserva legale.

Da tale disposizione emerge la non adesione dello statuto alla regola – oggi considerata di *default* – della sopportazione delle perdite *pari passu* da parte del capitale sociale e della riserva Sfp.

Si stabilisce, inoltre, che laddove la riserva “targata” sia erosa da perdite, gli utili d'esercizio successivamente maturati dovranno in via prioritaria essere destinati alla sua ricostituzione salvo diversa destinazione imposta da norme inderogabili.

In ogni caso di riduzione della riserva Sfp, tutti i diritti degli Sfp rimarranno immutati, fatta eccezione per il caso di azzeramento del capitale sociale, il quale

costituisce causa di annullamento, oltre che di tutte le azioni, anche di tutti gli strumenti finanziari partecipativi.

Tale ultima previsione pare coerente con gli Autori che sostengono la sopracitata tesi della “sopravvivenza”, secondo la quale i diritti patrimoniali e amministrativi che lo statuto riconosce agli strumenti finanziari partecipativi permangono anche in caso di azzeramento integrale della riserva “targata”.

L’analisi appena condotta sul regolamento Sfp Digital Magics 2020 permette di comprendere in che modo le tesi della dottrina abbiano inciso sulle più recenti emissioni di strumenti finanziari partecipativi.

CAPITOLO III

GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI NELLE PROCEDURE DI CRISI

SOMMARIO: 1. Strumenti finanziari partecipativi al servizio del risanamento dell'impresa. - 2. I vantaggi dell'utilizzo degli SFP nella crisi d'impresa. - 2.1 il profilo patrimoniale. - 2.2. Il profilo finanziario. - 2.3. Il profilo funzionale. - 3. Gli aspetti critici relativi all'utilizzo degli SFP. - 4. Tribunale di Ravenna, Sez. fall. Decr. 29/05/2021. - 4.1. Un utilizzo soddisfacente peculiare: la *datio in solutum* nel concordato preventivo. - 4.2. Il contenuto del piano e della proposta in relazione agli SFP; la regolamentazione dell'operazione di *restructuring* e la convertibilità in obbligazioni. - 4.3. Le garanzie di *trasparenza* e d'informazione per il ceto creditorio. - 4.4. Il ruolo dei creditori. - 5. Tribunale Bologna, Decr. n. 2984 1/10/2020. - 5.1. Il caso. - 5.2. Conseguenze del fallimento della società emittente sugli strumenti finanziari partecipativi. - 5.3. Criticità nell'approccio consensualistico nell'interpretazione dei regolamenti degli strumenti finanziari partecipativi.

1. Strumenti finanziari partecipativi al servizio del risanamento dell'impresa

Gli strumenti finanziari partecipativi vengono introdotti dal Legislatore della riforma nel 2003 con il preciso intento di costituire un alternativo canale di finanziamento all'attività d'impresa rispetto alla tradizionale strada fornita dalla dicotomia azione-obbligazione.

Il già citato e approfondito fenomeno dell'*eterogenesi dei fini*⁹⁷ ha significato, per gli strumenti in questione, uno sbocco applicativo differente e, per certi aspetti,

⁹⁷ Cap. I § 4

“invertito” rispetto al DNA dell’istituto (ristrutturazione dell’impresa in crisi vs sviluppo)⁹⁸

La crisi d’impresa, intesa come nuovo contesto operativo, ha restituito nuova *linfa* ad un istituto che, nella prassi, ha avuto scarso successo in relazione alle originali applicazioni previste dal Legislatore storico.

A tal punto ci si propone di delineare gli obiettivi perseguiti attraverso l’emissione degli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d’impresa e le modalità operative per realizzare queste finalità senza tuttavia ignorare le criticità che comporta l’applicazione coordinata del diritto societario e della materia concorsuale.⁹⁹

In un’economia altamente integrata, dove le azioni sono seguite da reazioni i cui riflessi hanno dimensione globale, la crisi protagonista degli ultimi anni è contemporaneamente causa ed effetto dell’incapacità delle imprese di far fronte ai debiti contratti.

In altre parole, la crisi sistemica economica e finanziaria che ha determinato l’insolvenza di un numero sempre crescente di imprese, è allo stesso tempo causata dalle stesse imprese in difficoltà.

Infatti, l’insolvenza della singola società determina la crisi dei relativi creditori insoddisfatti, che a loro volta sono imprese (per lo più banche) operanti sul mercato. Ecco allora l’innestarsi di un effetto domino che genera una crisi capace di investire ogni settore delle economie globalizzate.

Lasciando da parte considerazioni relative alla materia macro economica - pur comunque necessarie nell’ottica di tratteggiare i caratteri del tema in questione - e riducendo l’angolo prospettico, sono molteplici le strade percorribili per risollevare le sorti dell’impresa in crisi.

⁹⁸ RINALDI P. Strumenti finanziari partecipativi come modalità soddisfattiva principale nel concordato preventivo in continuità. *Il Fallimento*, 2021, p. 90

⁹⁹ D’ATTORE G. Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d’impresa. *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali* 2017, pp. 329 - 330

Infatti, se si riscontra l'indisponibilità ad intervenire dei soci e non appare come possibile l'ingresso di nuovi investitori in società, sarà allora necessario adottare uno dei seguenti schemi:¹⁰⁰

- i) stabilire che i creditori sottoscrivano un aumento di capitale;
- ii) prevedere che siano emesse obbligazioni convertibili *ad hoc*;
- iii) stabilire la conversione dei debiti in strumenti finanziari partecipativi.¹⁰¹

Soffermandoci su quest'ultima opzione, la società in stato di crisi, d'accordo con le banche e gli altri creditori, può trasformare i crediti di questi in strumenti finanziari partecipativi. Tali soggetti, allora, perderanno lo *status* di creditori e saranno riconosciuti come apportatori di capitale di rischio. Il vantaggio di cui essi stessi beneficeranno non prevede un obbligo di rimborso da parte della società, bensì la remunerazione realizzata attraverso il flusso di dividendi.

La soluzione in analisi rappresenta senz'altro una "via privata" di risanamento dell'attività d'impresa in quanto non richiede l'intervento dell'Autorità Giudiziaria, ma non per questo porta meno benefici a coloro che ne prendono parte.

I creditori, infatti, vedrebbero - anche solo parzialmente - soddisfatta la loro pretesa attraverso il flusso di dividendi garantito dalla titolarità degli Sfp ovvero avrebbero beneficio da una futura cessione onerosa degli stessi Sfp a terzi.

¹⁰⁰ PERCOCO G. La conversione dei crediti bancari in strumenti finanziari partecipativi quale strategia durante la crisi temporanea dell'impresa societaria. *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2017, p. 1429 e ss.

¹⁰¹ CARRIERE P. Dal Merger Leveraged buy out al (De-merger) Deleveraged Sell Out: la "conversione" dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione. *Le Società*, 2012, p. 282, afferma che convertire i crediti in Sfp "risulti spesso porsi come estrema ratio, prima dello stralcio, allorché non risultino percorribili altre, meno radicali, strade per il raggiungimento dell'auspicato equilibrio economico-finanziario della società in stato di crisi e, in particolare allorché i soci esistenti non si dimostrino disponibili ad investire nuove risorse finanziari nell'operazione di salvataggio (sotto forma di equity, quasi-equity o finanziamento) finalizzate in primis alla ripatrimonializzazione della società, né vi siano terzi investitori disposti ad intervenire, rilevando così il controllo della stessa".

I creditori sarebbero, inoltre, beneficiari di diritti amministrativi che consentirebbero loro non soltanto di influire nelle scelte afferenti la gestione societaria, ma anche di vigilare sul rispetto dell'accordo da parte della società.

A tal proposito, si pensi al succitato art. 2351 comma 5 c.c.¹⁰² che attribuisce ai titolari di strumenti finanziari partecipativi il diritto di nominare un componente dell'organo amministrativo o di controllo che permetta agli investitori di monitorare dall'interno l'andamento della società.¹⁰³

Da parte sua, la società ridurrebbe i propri debiti ritornando in una condizione di equilibrio finanziario e i soci non sarebbero estromessi dalla compagine sociale.

In aggiunta, non trattandosi di una procedura concorsuale, i creditori rimasti estranei all'accordo di trasformazione dei crediti in strumenti finanziari partecipativi, trarrebbero vantaggio dal fatto che la società rimarrebbe operativa e potrebbe quindi essere agevolata nell'adempiere alla propria esposizione debitoria.

Ad ogni modo, oggi la presenza di tali accordi si riscontra proprio all'interno di procedure concorsuali, quali il piano di concordato preventivo e concordato fallimentare ovvero accordi di ristrutturazione del debito, cosicché è opportuno valutare vantaggi e svantaggi all'interno di questo contesto.

Alla luce di quanto fin qui evidenziato, si è già accennato alla non sempre agevole conciliazione fra diritto societario e materia concorsuale ed è quindi opportuno ricordare come - anche in tali circostanze - l'emissione di Sfp debba - in ogni caso -

¹⁰² Art. 2351, comma 5, c.c. *“Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano.”*

¹⁰³ LIMATOLA C. Strumenti finanziari “ibridi” e risanamento dell'impresa. *Banca Borsa e Titoli di Credito*. Giuffrè, 2019, p. 232, così sul punto: *“L'eventualità che agli investitori sia riconosciuta una seppur limitata facoltà di intervento sull'amministrazione non è del tutto pacifica ed è pertanto, evidente come la soluzione al problema possa influire sull'appetibilità dell'istituto nel caso di sottoscrizioni di strumenti finanziari in occasione di operazioni di salvataggio di imprese in crisi”*

osservare la disciplina prevista dagli artt. 2346 e ss c.c. in tema di regole di emissione e natura delle relative controprestazioni.

La natura degli apporti ¹⁰⁴, ad esempio, è tema ampiamente discusso in dottrina, tuttavia pare prevalere un orientamento basato principalmente su un'interpretazione letterale dell'art. 2346, comma 6, c.c.

Pertanto gli apporti possono avere ad oggetto sia beni oggetto di conferimento, ex art. 2342 c.c. ¹⁰⁵, sia altre prestazioni non conferibili, tra le quali vengono espressamente previste le opere e i servizi.

Questo comporta che lo spettro di utilità che possono qualificarsi come apporto a fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi è ben più ampio rispetto a quanto concerne beni conferibili in cambio di azioni. ¹⁰⁶

Ad avviso della Corte di cassazione è legittima la compensazione fra prestazione a titolo di apporto in sede di aumento di capitale e credito vantato nei confronti della società stessa. ¹⁰⁷ Pertanto tale posizione assunta dalla Suprema Corte pare potersi

¹⁰⁴ Cap I § 3.2

¹⁰⁵ Art 2342 c.c. *“Se nell’atto costitutivo non è stabilito diversamente il conferimento deve farsi in denaro.*

Alla sottoscrizione dell’atto costitutivo deve essere versato presso una banca almeno il venticinque per cento dei conferimenti in danaro o, nel caso di costituzione con atto unilaterale, il loro intero ammontare.

Per i conferimenti di beni in natura e di crediti si osservano le disposizioni degli articoli 2254 e 2255. Le azioni corrispondenti a tali conferimenti devono essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione.

Se viene meno la pluralità dei soci, i versamenti ancora dovuti devono essere effettuati entro novanta giorni.

Non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opere o di servizi.”

¹⁰⁶ PERCOCO G. La conversione dei crediti bancari in strumenti finanziari partecipativi quale strategia durante la crisi temporanea dell'impresa societaria. Il Diritto fallimentare e delle società commerciali, 2017, p. 1435 e ss

¹⁰⁷ Cass. n. 6711/2009 *“l’obbligo del socio di conferire in danaro il valore delle azioni sottoscritte in occasione di un aumento del capitale sociale è un debito pecuniario che può essere estinto anche per compensazione con un corrispondente credito pecuniario nei confronti della società”*, disponibile presso il sito www.cortedicassazione.it

riferire - senza eccessivi sforzi ermeneutici - anche al caso in questione: il credito vantato nei confronti di una società in difficoltà economica viene considerato come apporto a fronte della emissione degli Sfp da parte dalla società stessa.

La peculiarità nell'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di *restructuring* è proprio questa: *“l'apporto di risorse da parte del sottoscrittore non è mai rappresentata da nuova finanza o altri beni, ma piuttosto dalla conversione totale o parziale di precedenti crediti (spesso finanziari) in Sfp”*.¹⁰⁸

Pertanto, il risultato si riflette sull'assetto patrimoniale e finanziario della società, non essendoci effetti sul piano della liquidità.

Infatti, l'obiettivo cui mira la conversione dei crediti in Sfp è ottenere contestualmente la riduzione della leva finanziaria e l'incremento del patrimonio netto del debitore; la liquidità aziendale non subisce cambiamenti trattandosi sempre di debiti scaduti.

La prassi oggi dimostra come un più frequente utilizzo degli Sfp in queste modalità si realizza nei casi intermedi tra stralcio definitivo del credito - nel qual caso la società registra la relativa sopravvenienza attiva - e pagamento integrale.

Laddove, infatti, la società versi in una condizione patrimoniale di generale squilibrio (patrimonio netto negativo), gli amministratori possono adottare due provvedimenti alternativi al fine di riacquisire mezzi propri in misura almeno pari al minimo legale: *i)* stralcio definitivo - totale o parziale - del credito ovvero *ii)* conversione dei debiti in strumenti finanziari partecipativi.

Si permetterà così, allo stesso tempo, alla società debitrice di riacquisire l'equilibrio patrimoniale e al creditore di beneficiare dei diritti patrimoniali annessi alla titolarità dello strumento. Se quindi è vero che attraverso la conversione il credito si estingue, non è meno vero che in via indiretta esso “risorge” per mezzo dei diritti patrimoniali annessi agli Sfp.¹⁰⁹

¹⁰⁸ RINALDI P. Strumenti finanziari partecipativi come modalità soddisfattiva principale nel concordato preventivo in continuità. Il Fallimento, 2021, p. 90

¹⁰⁹ RINALDI P. op. cit, p. 91

Lo strumentista diventa quindi creditore non di una determinata prestazione, ma di flussi di dividendi variabili ed eventuali.

La società debitrice, allora, fisserà un piano in cui gli altri creditori saranno destinatari dei flussi di cassa e i titolari di strumenti finanziari partecipativi riceveranno gli *excess cash flow* (extra performance da piano).

Appare dunque chiara la compressione della pretesa restitutoria dello strumentista, ragione per la quale la conversione dei crediti in Sfp, all'interno di operazioni di salvataggio dell'impresa, è il più delle volte parziale piuttosto che integrale.

Si prevedrà, dunque, una conversione del credito in misura sufficiente a colmare il *deficit* patrimoniale tale da riportare in positivo il patrimonio netto.

In tal modo la società avrà raggiunto i propri scopi di patrimonializzazione e i creditori non subiranno eccessive lesioni alla loro legittima pretesa.

Rimane da specificare l'ipotesi in cui gli strumenti finanziari non siano emessi dalla società debitrice in crisi bensì da un soggetto differente, come ad esempio la new.co conferitaria dell'azienda o la società incorporante o beneficiaria della scissione.¹¹⁰

Lo schema della new.co è stato adottato nel celebre caso Parmalat che di fatto ha in seguito costituito il modello di riferimento per il legislatore nel rinnovare gli artt. 160 e 124 l. fall.

Al fine di illustrare il funzionamento di tale modello, si parta con il dire che il primo passo da compiere consiste nel conferire l'azienda in una *newly established company*. Le azioni rappresentative il capitale di tale società vengono, quindi, assegnate ai creditori dell'azienda conferita. Dall'applicazione di tale schema deriva contestualmente la ristrutturazione del debito e la riorganizzazione attraverso l'allocazione dell'azienda in un nuovo soggetto.

¹¹⁰ BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolter Kluwer, 2016, p. 300 e ss.

Il caso Parmalat ¹¹¹, per quel che qui interessa, costituisce una nuova modalità soddisfacente per i creditori basata sull'assegnazione di strumenti finanziari. Infatti, il modello proposto si compone di due operazioni straordinarie: la prima consiste nello scorporo dell'azienda e nel conferimento della stessa - comprensiva dei suoi debiti - in un *newly established company*; la seconda operazione prevede, invece, l'aumento di capitale della *new.co* che viene sottoscritto dai creditori della società trasferita attraverso la compensazione dei crediti da conferimento con i nuovi crediti. ¹¹²

Alla luce di quanto detto emerge che, come per le altre ipotesi prospettate di assegnazione di Sfp ai creditori di società in stato di crisi, anche in quest'ultimo contesto i creditori spostano il loro diritto dai beni oggetto di conferimento alle azioni o quote della società.

2. I vantaggi dell'utilizzo degli SFP nella crisi d'impresa

2.1 Il profilo patrimoniale

Sino a questo punto si è evidenziato come gli strumenti partecipativi oggi vengano per lo più utilizzati nell'ambito della crisi d'impresa e quindi nei processi di ristrutturazione del debito attraverso gli accordi di ristrutturazione del debito ¹¹³ ovvero

¹¹¹ Così BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolter Kluwer, 2016, p. 301, sul caso Parmalat: *“Nel caso Parmalat si è avuta un'ipotesi di concordato straordinario con assuntore, dove la veste di assuntore è stata presa da una società costituita dal commissario straordinario e conferitaria delle aziende del gruppo. Alla nuova Parmalat è stato conferito non solo l'attivo delle sedici società partecipanti al concordato, ma anche una quota di debiti di ammontare pari all'attivo conferito. I creditori chirografari hanno usato la parte dei debiti assunti dalla nuova Parmalat per sottoscrivere un aumento di capitale e, con il concordato, hanno rinunciato al credito residuo. La nuova Parmalat è stata quotata in borsa e gran parte dei creditori hanno subito venduto le azioni, ricavando ben più di quello che avrebbero ottenuto in caso di vendita del patrimonio al miglior offerente.”*

¹¹² BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolter Kluwer, 2016, cit. p. 302

¹¹³ Art. 182-bis l. fall *“L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'articolo 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei*

debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista, designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d) sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei nel rispetto dei seguenti termini:

- a) entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a quella data;*
- b) entro centoventi giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti alla data dell'omologazione.*

L'accordo è pubblicato nel registro delle imprese e acquista efficacia dal giorno della sua pubblicazione.

Dalla data della pubblicazione e per sessanta giorni i creditori per titolo e causa anteriore a tale data non possono iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore, né acquisire titoli di prelazione se non concordati. Si applica l'articolo 168 secondo comma.

Entro trenta giorni dalla pubblicazione i creditori e ogni altro interessato possono proporre opposizione. Il tribunale, decise le opposizioni, procede all'omologazione in camera di consiglio con decreto motivato. Il tribunale omologa l'accordo anche in mancanza di adesione da parte dell'amministrazione finanziaria o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie quando l'adesione è decisiva ai fini del raggiungimento della percentuale di cui al primo comma e quando, anche sulla base delle risultanze della relazione del professionista di cui al medesimo comma, la proposta di soddisfacimento della predetta amministrazione o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie è conveniente rispetto all'alternativa liquidatoria. Ai fini di cui al periodo che precede, l'eventuale adesione deve intervenire entro novanta giorni dal deposito della proposta di soddisfacimento.

Il decreto del tribunale è reclamabile alla corte di appello ai sensi dell'art. 183, in quanto applicabile, entro quindici giorni dalla sua pubblicazione nel registro delle imprese.

Il divieto di iniziare o proseguire le azioni cautelari o esecutive di cui al terzo comma può essere richiesto dall'imprenditore anche nel corso delle trattative e prima della formalizzazione dell'accordo di cui al presente articolo, depositando presso il tribunale competente ai sensi dell'articolo 9 la documentazione di cui all'articolo 161, primo e secondo comma, lettere a), b), c) e d) e una proposta di accordo corredata da una dichiarazione dell'imprenditore, avente valore di autocertificazione, attestante che sulla proposta sono in corso trattative con i creditori che rappresentano almeno il sessanta per cento dei crediti e da una dichiarazione del professionista avente i requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d), circa la idoneità della proposta, se accettata, ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori con i quali non sono in corso trattative o che hanno comunque negato la propria disponibilità a trattare. L'istanza di sospensione di cui al presente comma è pubblicata nel registro delle imprese e produce l'effetto del divieto di inizio o prosecuzione delle azioni esecutive e cautelari, nonché del divieto di acquisire titoli di prelazione, se non concordati, dalla pubblicazione.

Il tribunale, verificata la completezza della documentazione depositata, fissa con decreto l'udienza entro il termine di trenta giorni dal deposito dell'istanza di cui al sesto comma, disponendo la comunicazione ai creditori della documentazione stessa. Nel corso dell'udienza, riscontrata la sussistenza dei presupposti per pervenire a un accordo di

i piani attestati di risanamento ¹¹⁴. È opportuno anticipare in questa sede che la più recente giurisprudenza ¹¹⁵ abbia aperto le porte ad un utilizzo degli stessi anche nel

ristrutturazione dei debiti con le maggioranze di cui al primo comma e delle condizioni per l'integrale pagamento dei creditori con i quali non sono in corso trattative o che hanno comunque negato la propria disponibilità a trattare, dispone con decreto motivato il divieto di iniziare o proseguire le azioni cautelari o esecutive e di acquisire titoli di prelazione se non concordati assegnando il termine di non oltre sessanta giorni per il deposito dell'accordo di ristrutturazione e della relazione redatta dal professionista a norma del primo comma. Il decreto del precedente periodo è reclamabile a norma del quinto comma in quanto applicabile.

Se prima dell'omologazione intervengono modifiche sostanziali del piano, è rinnovata l'attestazione di cui al primo comma e il debitore chiede il rinnovo delle manifestazioni di consenso ai creditori parti degli accordi. L'attestazione deve essere rinnovata anche in caso di modifiche sostanziali degli accordi. Qualora dopo l'omologazione si rendano necessarie modifiche sostanziali del piano, l'imprenditore vi apporta le modifiche idonee ad assicurare l'esecuzione degli accordi, richiedendo al professionista indicato all'articolo 67, terzo comma, lettera d) il rinnovo dell'attestazione. In tal caso, il piano modificato e l'attestazione sono pubblicati nel registro delle imprese e della pubblicazione è dato avviso ai creditori a mezzo di lettera raccomandata o posta elettronica certificata. Entro trenta giorni dalla ricezione dell'avviso è ammessa opposizione avanti al tribunale, nelle forme di cui al quarto comma. A seguito del deposito di un accordo di ristrutturazione dei debiti nei termini assegnati dal tribunale trovano applicazione le disposizioni di cui al secondo, terzo, quarto e quinto comma. Se nel medesimo termine è depositata una domanda di concordato preventivo, si conservano gli effetti di cui ai commi sesto e settimo.”

¹¹⁴ Art. 67, comma 2, lett. d), l. fall. “ Gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria; un professionista indipendente designato dal debitore, iscritto nel registro dei revisori legali ed in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 28, lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano; il professionista è indipendente quando non è legato all'impresa e a coloro che hanno interesse all'operazione di risanamento da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio; in ogni caso, il professionista deve essere in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 2399 del codice civile e non deve, neanche per il tramite di soggetti con i quali è unito in associazione professionale, avere prestatato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo; il piano può essere pubblicato nel registro delle imprese su richiesta del debitore.”

¹¹⁵ Trib. Ravenna, Sez. fall., Decr., 29/05/2020 *One Legale - Wolters Kluwer*

contesto del concordato preventivo con continuità aziendale, prevedendo la *datio in solutum* a favore dei creditori o di singole classi di essi (*Segue* cap. III, § 4.1).

Assistendo al successo di questi strumenti in un contesto e con finalità differenti rispetto a quelle per le quali erano stati introdotti dal Legislatore nell'ordinamento, verrebbe da chiedersi quali siano i risultati a cui porta il risanamento dell'impresa mediante tali modalità. La risposta al quesito è triplice: infatti, l'utilizzo degli Sfp nelle operazioni di *restructuring* porta vantaggi sul piano patrimoniale, finanziario e funzionale.¹¹⁶

Iniziando l'analisi dal profilo patrimoniale, il risultato a cui mira la conversione dei crediti in strumenti finanziari partecipativi consiste nel riportare in positivo il netto patrimoniale attraverso lo stralcio delle posizioni debitorie corrispondenti e l'appostazione di una posta nel patrimonio netto del medesimo valore dei debiti convertiti.

In aggiunta, l'obiettivo viene conseguito potendo trascurare - anche oltre il limite temporale fissato dall'art. 182 sexies l. fall.¹¹⁷ - le prescrizioni relative alla riduzione del capitale al di sotto del minimo legale. Ad ogni modo, laddove non vi sia necessità di riportare in positivo il netto patrimoniale, la conversione dei debiti della società in Sfp comporta in ogni caso un rafforzamento sul piano patrimoniale.

A differenza di azioni, quote e obbligazioni, gli strumenti finanziari partecipativi, ex art. 2346, comma 6, c.c., presentano una naturale idoneità rispetto al

¹¹⁶ D'ATTORE G. Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d'impresa. *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali* 2017, p. 333 e ss.

¹¹⁷ Art 182 sexies l. fall. "Dalla data del deposito della domanda per l'ammissione al concordato preventivo, anche a norma dell'articolo 161, sesto comma, della domanda per l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione di cui all'articolo 182-bis ovvero della proposta di accordo a norma del sesto comma dello stesso articolo e sino all'omologazione non si applicano gli articoli 2446, commi secondo e terzo, 2447, 2482-bis, commi quarto, quinto e sesto, e 2482-ter del codice civile. Per lo stesso periodo non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, n. 4, e 2545-duodecies del codice civile. Resta ferma, per il periodo anteriore al deposito delle domande e della proposta di cui al primo comma, l'applicazione dell'articolo 2486 del codice civile."

perseguimento delle summenzionate finalità in quanto si caratterizzano, come già si è detto, per straordinaria duttilità e quindi per la riconosciuta autonomia statutaria nella previsione e disciplina dei diritti amministrativi e patrimoniali.

Nel caso di specie, si provvede a riconoscere all'apporto natura di rischio e non di debito e quindi a contabilizzarlo in un'apposita riserva del patrimonio netto (c.d. riserva "targata").

2.2 *Il profilo finanziario*

La conversione dei crediti in strumenti finanziari partecipativi come mezzo di risoluzione della crisi d'impresa comporta benefici anche sul piano finanziario.

La società dovrà sopportare oneri finanziari minori rispetto agli adempimenti che sarebbero stati richiesti se non si fosse percorsa questa via.

Infatti la maggioranza degli statuti ovvero dei regolamenti di emissione stabilisce che l'esercizio dei diritti patrimoniali sia legato ai risultati d'esercizio della società, non riconoscendo un diritto al rimborso fisso.

Il raggiungimento di tale risultato è quindi permesso mediante la previsione che la remunerazione degli Sfp sia rappresentata non già dalla restituzione (non pare neppure una possibilità ammissibile)¹¹⁸ - alla scadenza - del capitale versato come apporto, bensì in relazione ai risultati economici della società.

Pertanto, tra i diritti annoverabili si può menzionare, a titolo di esempio *i*) il diritto al pagamento degli interessi, *ii*) il diritto alla restituzione di quanto versato a titolo di apporto sia condizionato dal risultato economico dell'impresa, *iii*) il diritto

¹¹⁸ In tal senso, BUSANI A., SAGLIOCCA M. I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp), *Le Società*, 2012, p. 1192 "Dovrebbero senz'altro avere natura partecipativa, risultando perciò idonei a qualificare lo strumento finanziario come partecipativo ex art. 2346, ultimo comma, c.c., tutti quei diritti che siano rapportati agli utili conseguiti dall'emittente (ad esempio, il diritto dei titolari di Sfp di beneficiare della distribuzione di una data aliquota dell'utile conseguito (...)) Non sembra, di contro, avere natura partecipativa il diritto al rimborso dell'apporto effettuato dal sottoscrittore in sede di emissione degli Sfp: invero tale diritto non sembra potersi annoverare tra i possibili diritti patrimoniali partecipativi".

alla partecipazione agli utili, iv) il diritto di conversione degli strumenti in azioni della società debitrice subordinato al verificarsi di eventi predeterminati.

2.3 Il profilo funzionale

Come si è anticipato, si riscontrano vantaggi dalla conversione delle posizioni debitorie della società in strumenti finanziari partecipativi anche sul piano funzionale.

I creditori divenuti titolari di Sfp, infatti, godono di diritti amministrativi che permettono loro di “*controllare le scelte gestionali delle società che beneficiano di questi piani di ristrutturazione*”.¹¹⁹

Tale obiettivo viene perseguito mediante l’attribuzione, ad esempio, del diritto di nomina di un amministratore indipendente o anche del diritto di esprimere il gradimento rispetto alla nomina di un componente sindacale, ovvero poteri di *voice* in merito a specifiche scelte operate dall’assemblea dei soci.

In particolare, nell’ambito di tali procedure di risanamento, i creditori, spesso le banche, pretendono la nomina di “propri uomini” nei ruoli manageriali chiave, ad esempio, Cfo oppure mediante l’istituzione della figura del *Chief Restructuring Officer*, cui viene affidato un ruolo determinante nelle decisioni gestionali successive all’approvazione del piano di ristrutturazione.¹²⁰

3. Gli aspetti critici relativi all’utilizzo degli SFP

Gli strumenti finanziari partecipativi rappresentano una risorsa alternativa ai tradizionali mezzi di risoluzione della crisi poiché garantiscono efficienza e allo stesso tempo flessibilità nella modulazione del loro contenuto.

¹¹⁹ BUSANI A, SAGLIOCCA M. Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di *restructuring*. *Le Società*, 2011, cit. p. 925

¹²⁰ v. cap. I, § 2, nota 19

Ad ogni modo se i pregi di tali strumenti in questa cornice si sono tradotti nella prassi un assai frequente utilizzo, d'altra parte non è possibile ignorare gli aspetti critici che comporta l'applicazione congiunta del diritto societario e della materia concorsuale.

L'aspetto problematico di maggior rilievo concerne le perdite subite dalla società emittente gli strumenti finanziari partecipativi. Il tema è di assoluto interesse poiché una società protagonista in operazioni di *restructuring*, versa senz'altro in una situazione economica di squilibrio e, pertanto, è probabile il rischio che si verifichino perdite durante l'esecuzione degli accordi di risanamento.¹²¹

Rispetto alla criticità relativa alla summenzionata questione, è opportuno stabilire in che misura le perdite maturate dalla società emittente incidano sugli Sfp e se un eventuale azzeramento della relativa riserva, possa di riflesso significare il ridimensionamento o la perdita dei diritti connessi.

Uno dei primi arresti giurisprudenziali in tema di strumenti finanziari partecipativi si sofferma sulla problematica in analisi. Il Tribunale di Napoli, infatti, con ordinanza n. 31414/2016, ha per prima cosa stabilito che le perdite gravano sui diversi "strati" del netto patrimoniale secondo un ordine che parte dalle voci meno vincolate a garanzia dei creditori e procede verso quelle più vincolate.¹²²

Il Tribunale ha classificato la riserva "targata" Sfp tra quelle statutarie e pertanto colpita dalle perdite in via prioritaria rispetto al capitale sociale.

L'Autorità giudiziaria, essendosi correttamente limitata a decidere il caso di specie - ritenendo illegittima la conversione di Sfp in azioni al lordo delle perdite subite dalla società - non ha tuttavia chiarito se all'eventuale azzeramento della riserva "targata" segua in automatico la perdita o la limitazione all'esercizio del diritto di conversione.

¹²¹ D'ATTORE G. Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d'impresa. *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali* 2017, p. 337 e ss

¹²² v. cap. II § 2.1, dove il caso è stato già esaminato in dettaglio.

La decisione del Tribunale, pur corretta nella motivazione in quanto legata allo statuto della società emittente nel caso concreto, pare non condurre ad un risultato coerente rispetto ai principi su cui si fonda il diritto societario.

Da tale ordinanza emerge, infatti, che gli strumentisti risultano esposti alle perdite previamente rispetto ai soci, in quando le perdite colpiscono, nell'ordine, prima le riserve (e quindi quella statutaria costituita grazie gli apporti forniti a fronte dell'emissione) e per ultimo il capitale.

Una soluzione di tale genere sovverte l'incontestabile principio secondo cui gli azionisti sono da considerarsi *residual claimants* e quindi non possono beneficiare della postergazione nelle perdite rispetto a finanziatori esterni della società.

Questo si spiega alla luce del rapporto potere - rischio su cui si fonda la società per azioni: *“l'azionista è il soggetto che nutre maggiore interesse alla gestione della società, in quanto beneficia dei guadagni e sopporta in via prioritaria le perdite, così da apparire razionale attribuire allo stesso la gestione della società attraverso il diritto di voto”*.¹²³

Contraddicendo tale principio di riferimento del diritto societario si potrebbe arrivare al risultato paradossale per cui laddove le perdite venissero del tutto assorbite dalla riserva Sfp, gli azionisti arriverebbero a distribuire perfino gli utili, godendo di indebito vantaggio a discapito degli strumentisti.

A quanto fin qui detto si aggiunga che i creditori considererebbero come inaccettabile l'essere antergati nella sopportazione delle perdite rispetto agli azionisti di una società in crisi; una simile prospettiva avrebbe come naturale conseguenza l'abbandono degli strumenti finanziari partecipativi quale mezzo di supporto nelle operazioni di ristrutturazione del debito.

Alla luce delle criticità rilevate, sembra doveroso individuare un diverso criterio di esposizione alle perdite che riformuli il rapporto fra soci e strumentisti.

¹²³ D'ATTORE G. Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d'impresa. *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali* 2017, p. 344

I differenti approcci della dottrina al problema della “diluizione” degli strumenti finanziari a causa delle perdite sono già stati diffusamente affrontati ¹²⁴ e pertanto ci si limiterà - in questa sede - a riportare i risultati a cui il dibattito ha condotto.

Laddove lo statuto ovvero il regolamento di emissione non prevedano diversamente, è stata individuato un regime applicabile di *default* che consiste nella sopportazione sincronica (*pari passu*) delle perdite da parte di azionisti e finanziatori esterni.

Da una siffatta lettura scaturisce che la riserva formatasi attraverso gli apporti dei titolari di Sfp venga erosa dalle perdite solo dopo l’azzeramento di tutte le altre riserve e in pari misura rispetto al capitale. Le modalità concrete attraverso cui questa teoria anti-diluitiva prende forma prevedono un assorbimento proporzionale delle perdite rispetto all’ammontare del capitale sociale e della riserva da strumenti finanziari partecipativi.

Tale regime di esposizione alle perdite risulta essere condivisibile nella misura in cui garantisce una più approfondita protezione per i titolari di Sfp specialmente nel caso in cui la società maturi perdite e gli strumenti in questione siano frutto di conversione in sede di risanamento dell’impresa rispetto ad una posizione creditoria precedente.

Se è vero che la teoria della sopportazione *pari passu* è da considerarsi quella preferibile tra le proposte avanzate dalla dottrina, non è meno vero che presenti dei limiti poiché fornisce una tutela senz’altro significativa, ma non ancora sufficiente.

Al fine di porre rimedio alla problematica fin qui descritta, taluni autori riconoscono la soluzione nella separazione del profilo contabile, ossia la rappresentazione del valore degli Sfp nel bilancio della società emittente, dal profilo dei rapporti tra titolari di questi strumenti ed azionisti in punto di sopportazione delle perdite. ¹²⁵

¹²⁴ v. cap. II § 4

¹²⁵ ABRIANI N. Le azioni e gli altri strumenti finanziari. *Il nuovo diritto societario*, Zanichelli, Bologna, 2004, in nota 366: “la circostanza che il valore degli apporti effettuati a

*“Il dato contabile è rilevante nella misura in cui serve a rappresentare l’esistenza o meno di un obbligo di rimborso della società emittente rispetto all’apporto dei titolari degli strumenti finanziari, riflettendo all’esterno la differenza tra apporti che incrementano l’indebitamento della società e apporti che rafforzano il patrimonio, ma non può comunque sovvertire il sistema verticale di distribuzione del patrimonio della società, che vede i soci collocati in ultima posizione, sopportando le perdite prima di tutti gli altri fornitori di capitale, sia di debito, che di rischio”.*¹²⁶

Questa sembra la migliore strada da percorrere per evitare il sovvertimento del principio di corrispondenza potere - rischio secondo cui i soggetti che gestiscono la società sono gli stessi che risultano per primi esposti alla sopportazione delle perdite: diversamente a beneficiare o ad essere danneggiati dalle scelte di direzione sociale sarebbero soggetti altri rispetto a coloro i quali se ne occupano (nel caso in questione si sarebbe trattato dei titolari di Sfp).

Alla luce di quanto fin qui sostenuto, alla domanda riguardante il destino dei diritti connessi agli Sfp in caso azzeramento della riserva, la dottrina risponde ammettendo la possibilità che questi ultimi “sopravvivano”. Solo attraverso questa opzione si assicura che le decisioni di gestione sociale ricadano prima sui soci poi su tutti gli altri.

Ad ogni modo la sopravvivenza si realizza nella misura in cui questa è possibile: laddove, ad esempio, le perdite determinino un azzeramento del capitale sociale - tenendo conto anche dell’aumento di capitale a servizio della conversione - non è possibile per i titolari esercitare il diritto alla conversione degli strumenti finanziari

vantaggio della società a fronte dell’assegnazione di strumenti finanziari partecipativi sia stato imputato a riserva (...) non sembra destinata ad incidere sulla perdurante postergazione nella partecipazione alle perdite dei portatori degli strumenti in esame rispetto ai soci. In particolare, l’incidenza contabile delle perdite sulle riserve anteriormente rispetto al capitale, e dunque annullamento delle prime anteriormente al secondo, non sembrerebbe determinare l’annullamento, in via automatica e prioritaria, degli strumenti finanziari che quella riserva contribuirono storicamente a formare”

¹²⁶ D’ATTORE G. Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d’impresa. *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2017, cit. p. 344

partecipativi in azioni (rimarrebbe invece invariato l'esercizio degli altri diritti amministrativi e patrimoniali previsti).¹²⁷

Una seconda criticità legata all'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi come mezzo di risoluzione della crisi attiene alla possibile violazione della *par condicio creditorum*.

Si è detto che le modalità attraverso cui gli Sfp si propongono di risanare l'impresa attraverso la conversione del credito sono svariate. Fin qui però non si è evidenziato come l'attribuzione di tali strumenti ai creditori possa determinare una violazione della *par condicio creditorum*, principio che presiede al trattamento dei creditori appartenenti alla medesima classe.¹²⁸

Così come avviene per le azioni, anche nel caso degli strumenti finanziari partecipativi, il reale valore di cui dispone lo strumentista si può determinare solo in relazione alla totalità degli altri strumenti finanziari partecipativi.

In altre parole, *“la perimetrazione dello status di titolare di Sfp, inteso come espressione riassuntiva dei suoi diritti e d obblighi, si può infatti tracciare solo all'esito di un'operazione di tipo relazionale, che guardi ai diritti attribuiti a singolo titolare in relazione a tutti i diritti attribuiti agli altri titolari di Sfp e soci”*.¹²⁹

Per tali ragioni, non pare possibile compiere un'esatta valutazione in merito alla *par condicio creditorum* se si prende in considerazione solo l'ammontare di Sfp e dei relativi diritti amministrativi e patrimoniali in capo ad un finanziatore, senza guardare al rapporto che c'è fra questi e il numero complessivo di strumenti emessi dalla società.

¹²⁷ D'ATTORE G. Perdita della società e tutela dei titoli di strumenti finanziari partecipativi. Notariato, 2016, p. 279

¹²⁸ D'ATTORE G. op. cit. p. 349 e ss.

¹²⁹ D'ATTORE G. op. cit. p. 350

Il tema in questione era stato in passato affrontato in merito ad azioni o quote ¹³⁰ della società ed era stato sottolineato come la violazione della *par condicio creditorum* si compisse solo sotto il profilo economico.

Infatti, sul piano giuridico, una diversa attribuzione dei diritti ai soci è il risultato della coerente applicazione delle regole di diritto societario, non certo una lesione delle legittime pretese dei creditori ad essere soddisfatti in misura uguale.

Si giunge alla medesima conclusione rispetto all'ipotesi in cui i finanziatori ricevono utilità diverse dalle partecipazioni sociali in funzione della loro condizione soggettiva: tale elemento rileva solo al fine di determinare la convenienza della proposta e del conseguente voto.

La problematica in questione emerge solo in relazione al profilo economico, in quanto il valore economico di azioni o quote attribuite al socio, preso in considerazione rispetto al rapporto con la totalità delle azioni o quote, può causare la violazione della *par condicio* fra creditori.

Ai fini della nostra trattazione in tema di strumenti finanziari partecipativi, si deve notare che - a differenza delle azioni - tali strumenti non necessariamente riconoscono al loro titolare diritti amministrativi. Da ciò consegue che l'assenza di *par condicio creditorum* sia legata ad un'indagine caso per caso sulla presenza dei diritti amministrativi.

Laddove questi non siano riconosciuti al titolare di Sfp, senz'altro non potranno avere luogo i casi in cui si formano posizioni di controllo e quindi si determinano attribuzioni di un plusvalore di controllo da cui deriva la violazione del principio di pari trattamento fra i creditori.

Tornando adesso al caso in cui gli Sfp vengano utilizzati come mezzo di risoluzione della crisi, è necessario che il numero di Sfp assegnato al singolo creditore sia proporzionale al credito vantato dallo stesso nei confronti della società. È, tuttavia, possibile che - considerando nel complesso l'ammontare degli strumenti finanziari

¹³⁰ D'ATTORE L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra *par condicio creditorum* e principi di uguaglianza tra soci. *Riv. Società*, 2011, p. 852 e ss

partecipativi e i relativi diritti amministrativi e patrimoniali - si formi un plusvalore economico da controllo.

Nel caso di specie, dunque, la violazione della *par condicio creditorum* si verifica laddove un creditore benefici di un “pacchetto” di Sfp più che proporzionale, tenendo conto dei benefici riconosciuti dai diritti annessi, a differenza di altri creditori che ottengono un valore effettivo meno che proporzionale.

Devono essere respinte le due, opposte, posizioni della dottrina: un primo orientamento sostiene come l’assegnazione dei diritti amministrativi ai titolari di Sfp sia per natura incompatibile con la *par condicio creditorum*, in quanto il valore di mercato degli stessi è sempre differente. Tale orientamento non risulta sufficientemente persuasivo, in quanto comporterebbe l’abrogazione implicita dell’istituto della *datio in solutum* degli strumenti recanti in dotazione diritti amministrativi. All’opposto, ma parimenti non condivisibile, la differente ricostruzione secondo cui il valore di mercato assume un ruolo secondario rispetto al valore nominale dei titoli; questo, tuttavia, comporterebbe il rispetto del principio della *par condicio creditorum* esclusivamente sul piano formale, ma non anche su quello sostanziale.

È preferibile la tesi che riconosce la violazione della *par condicio creditorum* ogni qual volta il valore economico degli strumenti - indipendentemente dal numero o dal valore nominale - sia più che proporzionale rispetto al credito vantato all’interno della procedura concorsuale in atto. Questo può sfociare nel controllo dell’assemblea a cui partecipano i titolari di Sfp per mezzo del “plusvalore” o “premio” connesso al possesso di una certa quota percentuale della totalità di strumenti finanziari partecipativi della società (c.d. premio di maggioranza).

Il Tribunale competente nella procedura concorsuale dovrà verificare - in sede di valutazione dei presupposti di ammissibilità della proposta di concordato ¹³¹ e di

¹³¹ Art. 162 l. fall. “Il Tribunale può concedere al debitore un termine non superiore a quindici giorni per apportare integrazioni al piano e produrre nuovi documenti. Il tribunale, se all’esito del procedimento verifica che non ricorrono i presupposti di cui agli articoli 160, commi primo e secondo, e 161, sentito il debitore in camera di consiglio, con decreto non soggetto a reclamo dichiara inammissibile la proposta di concordato. In tali casi

conseguente giudizio di omologazione¹³² - il rispetto del principio della *par condicio creditorum* che si pone come inderogabile.

il Tribunale, su istanza del creditore o su richiesta del pubblico ministero, accertati i presupposti di cui agli articoli 1 e 5 dichiara il fallimento del debitore.

Contro la sentenza che dichiara fallimento è proponibile reclamo a norma dell'articolo 18. Con il reclamo possono farsi valere anche motivi attinenti all'ammissibilità della proposta di concordato."

¹³² Art. 180 l. fall. *"Se il concordato è stato approvato a norma del primo comma dell'articolo 177, il giudice delegato riferisce al tribunale il quale fissa un'udienza in camera di consiglio per la comparizione delle parti e del commissario giudiziale, disponendo che il provvedimento venga pubblicato a norma dell'articolo 17 e notificato, a cura del debitore, al commissario giudiziale e agli eventuali creditori dissenzienti.*

Il debitore, il commissario giudiziale, gli eventuali creditori dissenzienti e qualsiasi interessato devono costituirsi almeno dieci giorni prima dell'udienza fissata. Nel medesimo termine il commissario giudiziale deve depositare il proprio motivato parere.

Se non sono proposte opposizioni, il tribunale, verificata la regolarità della procedura e l'esito della votazione omologa il concordato con decreto motivato non soggetto a gravame.

Se sono state proposte opposizioni, il Tribunale assume i mezzi istruttori richiesti dalle parti o disposti di ufficio, anche delegando uno dei componenti del collegio. Nell'ipotesi di cui al secondo periodo del primo comma dell'articolo 177 se un creditore appartenente ad una classe dissenziente ovvero, nell'ipotesi di mancata formazione delle classi, i creditori dissenzienti che rappresentano il 20% dei crediti ammessi al voto, contestano la convenienza della proposta, il tribunale può omologare il concordato qualora ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili. Il tribunale omologa il concordato preventivo anche in mancanza di adesione da parte dell'amministrazione finanziaria o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie quando l'adesione è determinante ai fini del raggiungimento delle maggioranze di cui all'articolo 177 e quando, anche sulla base delle risultanze della relazione del professionista di cui all'articolo 161, terzo comma, la proposta di soddisfacimento della predetta amministrazione o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie è conveniente rispetto all'alternativa liquidatoria.

Il tribunale provvede con decreto motivato comunicato al debitore e al commissario giudiziale, che provvede a darne notizia ai creditori. Il decreto è pubblicato a norma dell'articolo 17 ed è provvisoriamente esecutivo.

Le somme spettanti ai creditori contestati, condizionali o irreperibili sono depositate nei modi stabiliti dal tribunale, che fissa altresì le condizioni e le modalità per lo svincolo.

Il tribunale, se respinge il concordato, su istanza del creditore o su richiesta del pubblico ministero, accertati i presupposti di cui gli articoli 1 e 5, dichiara il fallimento del debitore, con separata sentenza, emessa contestualmente al decreto."

4. Tribunale di Ravenna, Sez. fall., Decr., 29/05/2020

Negli ultimi tempi un numero sempre maggiore di procedure di concordato preventivo in continuità si caratterizzano per la proposta effettuata nei confronti dei creditori di attribuzione degli Sfp mediante *datio in solutum* soddisfattiva.

Tale modalità esecutiva della proposta concordataria è stata riconosciuta come ammissibile per la prima volta in giurisprudenza dal Tribunale di Ravenna.¹³³

Pare, pertanto, opportuno prendere le mosse da tale decreto per illustrare il fenomeno a cui si sta assistendo e che sta garantendo grande successo agli strumenti finanziari partecipativi.

Una nota società del ravennatese chiedeva di essere ammessa alla procedura del concordato preventivo in continuità aziendale proponendo ai creditori un piano che prevedesse modalità soddisfattive differenti a seconda della natura del credito stesso.

Infatti, i creditori muniti di privilegio speciale e generale e i chirografari “strategici” sarebbero stati soddisfatti integralmente, mentre i restanti crediti chirografari sarebbero stati ripagati solo parzialmente e non in via monetaria: si prevedeva l’assegnazione di strumenti finanziari partecipativi convertibili in obbligazioni. Il regolamento di emissione degli Sfp fissava un diritto al rimborso che si realizzava mediante la distribuzione annuale di dividendi e riserve nella misura minima garantita del 10% rispetto al valore dei crediti convertiti.¹³⁴

La titolarità degli strumenti comportava il diritto di convertire gli Sfp in obbligazioni, ma l’esercizio di tale diritto risultava essere estraneo rispetto all’esecuzione del concordato, in quanto era praticabile a seguito dell’omologazione, quando il credito era stato ormai estinto mediante *datio in solutum* degli strumenti stessi.

¹³³ Trib. Ravenna, Sez. fall., Decr., 29/05/2020 *One Legale - Wolters Kluwer*

¹³⁴ SIGNORELLI F. Strumenti finanziari e tecniche di composizione della crisi d’impresa. Il Fallimentarista, 2020, p 3

La proposta precisava, allo stesso modo, che anche i rimborsi effettuati a favore degli strumentisti non attenevano all'esecuzione del concordato ed erano da considerarsi successivi all'esecuzione del piano.¹³⁵

Il Tribunale respingeva così tutte le opposizioni presentate dai creditori - compresa quella relativa all'illegittimità del soddisfacimento in forma non monetaria dei creditori chirografari e omologava il concordato preventivo in continuità aziendale.

Parafrasando la sentenza in commento, il Tribunale ha dimostrato di condividere la posizione assunta dal ricorrente, ammettendo la *datio in solutum* fra le possibili vie da intraprendere per soddisfare i creditori concorsuali e ritenendo come successivi all'esecuzione concordataria i meccanismi di distribuzione dei dividendi e dei rimborsi obbligazionari.¹³⁶

¹³⁵ PORTINARO D. Il soddisfacimento dei creditori nel concordato preventivo mediante strumenti finanziari partecipativi. *Il Fallimentarista*, 2020, p. 3

¹³⁶ Nelle censure del tribunale alle opposizioni presentate da taluni creditori si rinviene l'*iter* motivazionale che ha condotto alla decisione in analisi. Tali argomentazioni sono ripercorse dalla rivista *il Fallimento* 1/2021, p. 83 e ss. e qui riportate nelle loro parti più significative: "Le sintetizzate opposizioni non possono trovare accoglimento, alla luce delle seguenti considerazioni che, per ragioni espositive, si raggruppano per categoria omogenea di censure: (i) Sulla contestata legittimità del soddisfacimento in forma non monetaria dei crediti chirografari, pure sostenuta da alcune opposenti, giova considerare che la proposta si muove nel solco di quanto previsto dall'art. 160 co. 1 lett. a) l. fall., secondo cui "*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, acollo, 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*".

La norma costituisce una delle più importanti novità della riforma della legge fallimentare avvenuta negli anni 2006- 2007, tale da sancire il c.d. principio di atipicità della proposta concordataria. [...] (ii) Nei limiti consentiti dal presente provvedimento, per quanto riguarda gli strumenti finanziari partecipativi, più in particolare, l'addentellato normativo circa la loro utilizzabilità in sede di concordato preventivo va ricercato - oltre che nel già citato art. 160 comma 1 l. fall., ove parla espressamente di "*attribuzione ai creditori di ... altri strumenti finanziari e titoli di debito*" - nell'art. 2346 c.c., il cui ultimo comma afferma che "*resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto*

Il decreto rimarca come la proposta concordataria - ai sensi dell'art. 160 comma 1, l a), l. fall.¹³⁷ - possa senza dubbio consistere nella realizzazione di operazioni a carattere straordinario. Appare quindi plausibile l'utilizzo in tale contesto degli strumenti finanziari partecipativi, in quanto astrattamente idonei a soddisfare le pretese dei creditori.

ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione” [...] Ai fini della verifica della fattibilità giuridica dell'operazione, si ricorda inoltre che lo statuto di prevede all'art. 37-bis che la competenza all'emissione degli SFP spetta esclusivamente all'Assemblea straordinaria, la quale può limitarsi a deliberare l'emissione degli SFP, approvando “l'importo o il numero massimo di SFP da emettere e i limiti temporali massimi dell'emissione, anche in più tranches, ed il relativo regolamento ... delegando ogni ulteriore determinazione e attività - nel rispetto dei suddetti limiti di importo o numero e di tempo previsti dalla delibera di emissione - al Consiglio di Amministrazione”. [...] (iii) Più in particolare l'organo commissariale ha rilevato che secondo una valutazione di ragionevolezza la proposta di concordato in continuità di possa ritenersi preferibile nell'ottica del soddisfacimento dei creditori a qualsiasi altra procedura di carattere liquidatorio. L'abbandono della continuità concordataria avrebbe infatti quale conseguenza pressoché immediata la risoluzione in danno delle commesse da parte dei committenti e quindi l'escussione delle garanzie rilasciate ai clienti che produrrebbe un maggior debito chirografario. [...] Non soltanto, quindi, la prescrizione dell'art. 186 bis l. fall. risulta osservata dal punto di vista documentale, ma la stessa appare integrata anche dal punto di sostanziale, avendo la S.C. recentemente affermato che “Il criterio della migliore soddisfazione dei creditori (solo di recente espressamente codificato, sempre con specifico riguardo al concordato con continuità aziendale, oltre che dall'articolo 182-quinquies, comma 4, legge fall., anche nel primo comma del medesimo articolo, nonché nell'art. 186-bis), individua una sorta di clausola generale applicabile in via analogica a tutte le tipologie di concordato, ivi compreso quello meramente liquidatorio, quale regola di scrutinio della legittimità degli atti compiuti dal debitore ammesso alla procedura. Alla luce di tale criterio può agevolmente escludersi non solo che il compimento dell'atto non autorizzato conduca all'automatica revoca del concordato, ma anche che il disvalore oggettivo di tale atto (pregiudizio che esso arreca alla consistenza del patrimonio del debitore) sia ricavabile, sic et simpliciter, dalla violazione della regola della par condicio, essendo, per contro, ben possibile che il pagamento di crediti anteriori si risolva in un accrescimento, anziché in una diminuzione, della garanzia patrimoniale offerta ai creditori e tenda dunque all'obiettivo della loro migliore soddisfazione” (Corte di Cassazione n. 3324/2016).”

¹³⁷ Art. 160, comma 1, lett. a) l. fall. “L'imprenditore che si trova in stato di crisi può proporre ai creditori un concordato preventivo sulla base di un piano che può prevedere: la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, o anche 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.”

Difatti, mediante la riforma del 2015, il Legislatore ha rinnovato l'art. 160 l. fall prevedendo che la proposta di concordato possa avere ad oggetto *“la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma anche mediante cessione di 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 o titoli di debito”*.

Quanto si afferma in tale disposizione risulta coerente con l'impianto normativo tratteggiato dal Legislatore. Gli stessi artt. 104-bis¹³⁸ e 105¹³⁹ l. fall. vanno nella

¹³⁸ Art. 104-bis l. fall. *“Anche prima della presentazione del programma di liquidazione di cui all'articolo 104-ter su proposta del curatore, il giudice delegato, previo parere favorevole del comitato dei creditori, autorizza l'affitto dell'azienda del fallito a terzi anche limitatamente a specifici rami quando appaia utile al fine della più proficua vendita dell'azienda o di parti della stessa.*

La scelta dell'affittuario è effettuata dal curatore a norma dell'articolo 107, sulla base di stima, assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati. La scelta dell'affittuario deve tenere conto, oltre che dell'ammontare del canone offerto, delle garanzie prestate e della attendibilità del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali, avuto riguardo alla conservazione dei livelli occupazionali.

Il contratto di affitto stipulato dal curatore nelle forme previste dall'articolo 2556 del codice civile deve prevedere il diritto del curatore di procedere alla ispezione della azienda, la prestazione di idonee garanzie per tutte le obbligazioni dell'affittuario derivanti dal contratto e dalla legge, il diritto di recesso del curatore dal contratto che può essere esercitato, sentito il comitato dei creditori, con la corresponsione all'affittuario di un giusto indennizzo da corrispondere ai sensi dell'articolo 111, primo comma, n. 1).

La durata dell'affitto deve essere compatibile con le esigenze della liquidazione dei beni.

Il diritto di prelazione a favore dell'affittuario può essere concesso convenzionalmente, previa espressa autorizzazione del giudice delegato e previo parere favorevole del comitato dei creditori. In tale caso, esaurito il procedimento di determinazione del prezzo di vendita dell'azienda o del singolo ramo, il curatore, entro dieci giorni, lo comunica all'affittuario, il quale può esercitare il diritto di prelazione entro cinque giorni dal ricevimento della comunicazione.

La retrocessione al fallimento di aziende, o rami di aziende, non comporta la responsabilità della procedura per i debiti maturati sino alla retrocessione, in deroga a quanto previsto dagli articoli 2112 e 2560 del codice civile. Ai rapporti pendenti al momento della retrocessione si applicano le disposizioni di cui alla sezione IV del Capo III del titolo II.”

¹³⁹ Art 105 l. fall. *“La liquidazione dei singoli beni ai sensi degli articoli seguenti del presente capo è disposta quando risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori.*

medesima direzione ammettendo in fase di liquidazione gli istituti dell'affitto e della vendita d'azienda, come pure la cessione di beni o rapporti giuridici in blocco.

La portata innovativa dell'art. 160 è ciò su cui si fonda il successo che nella prassi sta riscuotendo l'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi nella proposta di concordato preventivo. Consentendo, infatti, al debitore di soddisfare i propri debiti non solo mediante denaro, ma anche tramite la cessione di beni, acollo e altri strumenti - tra i quali si prevedono espressamente gli strumenti finanziari ex art. 2346 c.c. - ben si comprende la ragione per la quale tali strumenti vengono tanto utilizzati in questo contesto: non vi sono ostacoli legislativi e anzi si tratta di uno strumento previsto.

La vendita del complesso aziendale o di rami dello stesso è effettuata con le modalità di cui all'articolo 107, in conformità a quanto disposto dall'articolo 2556 del codice civile.

Nell'ambito delle consultazioni sindacali relative al trasferimento d'azienda, il curatore, l'acquirente e i rappresentanti dei lavoratori possono convenire il trasferimento solo parziale dei lavoratori alle dipendenze dell'acquirente e le ulteriori modifiche del rapporto di lavoro consentite dalle norme vigenti.

Salva diversa convenzione, è esclusa la responsabilità dell'acquirente per i debiti relativi all'esercizio delle aziende cedute, sorti prima del trasferimento.

Il curatore può procedere altresì alla cessione delle attività e delle passività dell'azienda o dei suoi rami, nonché di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco, esclusa comunque la responsabilità dell'alienante prevista dall'articolo 2560 del codice civile.

La cessione dei crediti relativi alle aziende cedute, anche in mancanza di notifica al debitore o di sua accettazione, ha effetto, nei confronti dei terzi, dal momento dell'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese. Tuttavia il debitore ceduto è liberato se paga in buona fede al cedente.

I privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestate o comunque esistenti a favore del cedente, conservano la loro validità e il loro grado a favore del cessionario.

Il curatore può procedere alla liquidazione anche mediante il conferimento in una o più società, eventualmente di nuova costituzione, dell'azienda o di rami della stessa, ovvero di beni o crediti, con i relativi rapporti contrattuali in corso, esclusa la responsabilità dell'alienante ai sensi dell'articolo 2560 del codice civile ed osservate le disposizioni inderogabili contenute nella presente sezione. Sono salve le diverse disposizioni previste in leggi speciali.

Il pagamento del prezzo può essere effettuato mediante acollo di debiti da parte dell'acquirente solo se non viene alterata la graduazione dei crediti.”

Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (D. Lgs. 14/2019, CCI), recentemente entrato in vigore ¹⁴⁰, ha riconosciuto la centralità della previsione e ne ha riprodotto il contenuto all'art. 87, comma 1, lett.d. ¹⁴¹

4.1 *Un utilizzo satisfattivo peculiare: la datio in solutum nel concordato preventivo*

Il decreto appena commentato rappresenta, senza dubbio, un punto di svolta nella storia degli strumenti finanziari partecipativi.

A partire da tale arresto giurisprudenziale, infatti, oggi sono assai più frequenti rispetto al passato le proposte concordatarie che si muovono nel solco dettato dall'art. 160 comma 1, lett. a) l. fall e che quindi si caratterizzano per una maggiore libertà nelle modalità satisfattive adottate. ¹⁴²

Difatti si registra un sempre più frequente ricorso a forme di adempimento che prevedono l'attribuzione ai creditori di titoli, partecipazioni o strumenti finanziari, con piena valenza satisfattiva.

Fino a questo punto avevamo analizzato solo operazioni di restructuring - ai sensi degli artt. 67 e 182-bis l. fall - in cui gli Sfp venivano emessi a favore di creditori per lo più appartenenti al ceto bancario.

¹⁴⁰ In particolare, il D.Lgs 83/2022 ha modificato il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza al fine di recepire la direttiva UE 2019/1023 (c.d. Direttiva "insolvency").

¹⁴¹ Art. 87 comma 1, lett.d CCI "il debitore presenta, con la proposta di concordato e unitamente alla documentazione prevista all'art.39, un piano contenente: [...] le modalità di ristrutturazione dei debiti e di 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 queste partecipate di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito."

¹⁴² INNOCENTI F. Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza. Le società, 2022, p. 380 e ss.

Il decreto di omologazione emesso dal Tribunale di Ravenna invece, si contraddistingue poiché riconosce, per la prima volta, la legittimità della *datio in solutum* come modalità esecutiva del concordato volta a soddisfare la generalità dei creditori sociali, non limitandosi a quelli bancari.

Come si è anticipato, l'utilizzo di tali strumenti in un campo applicativo differente rispetto a quello per il quale sono stati introdotti dal Legislatore, pone una serie di problematiche sia per gli operatori che per gli interpreti.

Questo perché i creditori si trovano in una posizione differente rispetto a quella rivestita in concordati con altre modalità di soddisfazione e, in più, gli strumenti finanziari partecipativi hanno caratteristiche peculiari al punto da non poter comparare il loro impiego rispetto a quello di azioni e obbligazioni.

Dalla disciplina normativa, difatti, emerge l'autonomia riconosciuta allo statuto o al regolamento di emissione di plasmare gli strumenti finanziari partecipativi poiché, per loro natura, sono “vuoti di contenuti”.¹⁴³

Autonomia statutaria nel modellare i contenuti e i confini di tali strumenti si traduce nell'autonomia contrattuale delle parti che sono chiamate a forgiare gli strumenti secondo le necessità.

Tipicamente nel caso di concordato preventivo, la proposta assume una fisionomia differente in quanto risulta del tutto mancante la fase di negoziazione fra le parti, al cui posto si prevede un meccanismo di voto - *take or leave* - che quindi permette al solo debitore di delineare i caratteri costitutivi dell'offerta e, in particolare degli stessi strumenti finanziari partecipativi.

Tuttavia i creditori manifestando indirettamente di non gradire i termini della proposta prima di esprimere il voto, permettono al debitore di riformulare le condizioni della proposta stessa. Questa sembra l'unica strada attraverso cui i creditori possono incidere nel contenuto dell'offerta che viene a loro rivolta.

Si focalizzi, a questo punto, l'attenzione sulle concrete dinamiche che si innescano a seguito dell'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi in un contesto

¹⁴³ RINALDI P. Strumenti finanziari partecipativi come modalità soddisfattiva principale nel concordato preventivo in continuità. Il Fallimento, 2021, p. 89 e ss.

ben più strutturato rispetto a quello degli accordi tra società e intermediari finanziari che si è in precedenza trattato.¹⁴⁴

La peculiare presenza degli organi della procedura concorsuale, i quali svolgono un compito di controllo circa l'esecuzione del concordato, impone maggiore accortezza nell'utilizzo degli Sfp e risulta fondamentale l'apparato informativo che viene garantito ai creditori in relazione a tali strumenti.¹⁴⁵

Gli organi di controllo, tra le funzioni svolte in occasione di concordato preventivo, vi è senz'altro quella di valutare la fattibilità giuridica ed economica del piano presentato dal debitore.

In particolare, per quello che qui interessa, tali organi si limitano ad assicurare la legittimità dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi e che la conseguente *datio in solutum* sia lecita.

Il tribunale potrà quindi al più investigare circa l'esistenza e la validità della delibera di emissione degli Sfp, la legittimità del relativo regolamento e le procedure di conversione; non è invece ammesso un giudizio da parte dell'organo giurisdizionale riguardante la convenienza o meno sottesa alla conversione dei crediti in strumenti finanziari partecipativi.

Il commissario giudiziale vedrà quindi limitata la propria capacità di sindacare sull'opportunità per i creditori di accettare o meno la proposta avanzata da parte del debitore.

Solo le parti, pertanto, potranno stabilire in piena libertà se la *datio in solutum* possa in concreto soddisfare le pretese dei creditori e quindi risolvere la posizione debitoria del proponente.

Questo è possibile in quanto è lo stesso art. 160 l. fall a stabilirlo poiché riconosce valenza soddisfattiva, all'interno del concordato preventivo, non solo al denaro, ma anche agli strumenti finanziari e ai titoli di debito.

¹⁴⁴ v. cap. III, § 1

¹⁴⁵ v. cap. III, § 4.3

Come già emergeva nel caso trattato dal Tribunale di Ravenna, non tutti i creditori vengono soddisfatti tramite le stesse modalità esecutive. Pertanto si genera un doppio binario che divide la proposta concordataria in due parti: da una parte ci sono i creditori che vengono ripagati con il denaro e di conseguenza sono interessati ai flussi di cassa; dall'altra, invece, coloro che vengono soddisfatti mediante *datio in solutum* e quindi avranno interesse esclusivamente al piano industriale legato all'offerta, a nulla rilevando i flussi che derivano dal piano concordatario.

Saranno infatti le prospettive economiche e finanziarie della società emittente a generare flussi di cassa e di reddito oggetto del diritto patrimoniale associato agli strumenti finanziari partecipativi.¹⁴⁶

La differenza che a questo punto si evidenzia, assume rilevanza pratica se si pensa ai succitati controlli del tribunale della procedura concorsuale: la fattibilità economica e giuridica viene valutata solo in merito ai pagamenti in denaro, mentre nel caso di coloro che sono soddisfatti mediante *datio in solutum* per mezzo di Sfp, allora il controllo non può spingersi oltre la verifica sulla validità formale dell'emissione e delle procedure di conversione.

Allo stesso modo il giudizio di fattibilità economica, per questa porzione di piano, è da considerarsi automatico. La distribuzione dei dividendi e dei rimborsi obbligazionari, come si anticipava, è successiva all'esecuzione del piano concordatario e pertanto non può essere oggetto di giudizio dell'organo della procedura.

Sino a questo punto si sono posti in risalto i vantaggi che derivano dall'applicazione della *datio in solutum* - mediante strumenti finanziari partecipativi - nel concordato preventivo con continuità. È allo stesso modo interessante esaminare le criticità che l'applicazione degli Sfp in tale contesto comporta.

Non si pongono problematiche rilevanti nel caso in cui i creditori destinatari degli strumenti finanziari partecipativi siano le banche o altri soggetti qualificati.

¹⁴⁶ MARCONCIN G. Concordato preventivo e strumenti finanziari partecipativi. Euroconference Legal, 2021, cit. p. 4

Diversamente nel caso in cui gli Sfp vengano riconosciuti, mediante *datio in solutum*, a creditori che non abbiano natura finanziaria (si pensi, ad esempio, a fornitori, enti pubblici ed altri soggetti simili) si presentano criticità legate a due aspetti: la mancanza di classi particolari per questa categoria e la selezione di trattamenti migliorativi rispetto alla media.

Soffermandoci in questo frangente sulla prima circostanza, la mancanza di classi apposite rischia di determinare l'assoggettamento alla volontà delle banche che, se rappresentano la maggioranza dei creditori, attraverso l'espressione del voto manifestano la loro supremazia.

Al fine di ovviare alla iniziale mancanza di fiducia dei creditori nei confronti degli Sfp, spesso le società hanno previsto nella proposta concordataria la convertibilità degli strumenti finanziari partecipativi in obbligazioni.

Questo perché se è vero che le obbligazioni presentano un rendimento più basso, non è meno vero che il rendimento stesso è determinato e ha una scadenza più breve.

Tale prospettiva ha permesso, in particolare agli istituti di credito, di accogliere con maggiore fiducia l'offerta avanzata dalla parte debitrice poiché maggiormente coerente con le finalità che tali istituti si pongono.

Cambiando adesso punto di osservazione, ma continuando ad analizzare il medesimo tema che ha per oggetto l'assegnazione di strumenti finanziari ai creditori in occasione del concordato preventivo in continuità, ci si soffermi sul momento strettamente esecutivo.

La delibera di aumento di capitale può essere posta in essere per raggiungere scopi differenti: infatti non si esegue unicamente per ripristinare il capitale inciso da perdite maturate dalla società, bensì può attuarsi allo scopo di assegnare azioni o quote ai creditori.¹⁴⁷

Rispetto alla prima finalità che viene qui prospettata, i soci - a seguito dell'omologazione, ai sensi dell'art. 182-sexies l. fall., operata dal tribunale in relazione al concordato preventivo - adottano una delibera di aumento di capitale.

¹⁴⁷ BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolters Kluwer, 2016, p. 303 e ss.

Laddove i soci rimangano inerti, provvederà il Tribunale stesso ¹⁴⁸ ad adeguare il capitale alle effettive perdite subite. Pertanto non si presentano criticità significative rispetto alla mancata attività degli azionisti poiché l'organo giurisdizionale della procedura concorsuale può sostituirsi ad essi e raggiungere il medesimo risultato in via coattiva.

Ben altre sono invece le condizioni nel caso in cui l'aumento di capitale si colloca all'interno di una proposta concordataria.

Come si anticipava, difatti, al fine di attribuire ai creditori concorsuali gli strumenti finanziari partecipativi è necessaria l'adozione di una delibera assembleare di aumento di capitale sociale. Il problema emerge nel caso in cui tale delibera, senz'altro condizionata all'omologazione del concordato, non venga adottata prima della presentazione della domanda o, al più tardi, durante lo svolgimento della procedura concorsuale. Immediata conseguenza di tale inerzia è l'incertezza e la mancanza di fiducia da parte dei creditori. La situazione si presenta come critica poiché, a differenza dello scenario sopra riportato, in tale circostanza, ad oggi, non si prevede alcuna sostituzione ai soci da parte degli organi della procedura che eseguirebbero l'aumento di capitale in modo coattivo.

In assenza di un rimedio all'inerzia dei soci in tale direzione, può scaturire un rapporto conflittuale tra i creditori della società e i soci stessi. ¹⁴⁹ Tanto avviene poiché le parti in questione sono portatrici di interessi spesso antitetici: i primi infatti mirano

¹⁴⁸ Art 2446, comma 2, c.c. *“Se entro l'esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, l'assemblea ordinaria o il consiglio di sorveglianza che approva il bilancio di tale esercizio deve ridurre il capitale in proporzione alle perdite accertate. In mancanza gli amministratori e i sindaci o il consiglio di sorveglianza devono chiedere al tribunale che venga disposta la riduzione del capitale in ragione delle perdite risultanti dal bilancio. Il tribunale provvede, sentito il pubblico ministero, con decreto soggetto a reclamo, che deve essere iscritto nel registro delle imprese a cura degli amministratori.”*

¹⁴⁹ BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolters Kluwer, 2016, p. 304

a vedere soddisfatta la propria legittima pretesa, i secondi, spesso, sono riluttanti a cedere il controllo della società in crisi.

Quanto fin qui illustrato appare già di per sé complesso, ma le criticità aumentano nel caso in cui il valore dell'azienda sia essenzialmente incentrato a tal punto sul suo avviamento che le disponibilità liquide non costituiscono un'alternativa altrettanto soddisfacente rispetto all'attribuzione di azioni o quote.

L'unica soluzione a tale criticità è rappresentata dalla risoluzione del concordato, ma l'incertezza che ne consegue finisce per disincentivare l'utilizzo degli Sfp in questo contesto.

Il D. L. 27/06/2015, n. 83, conv. L. n. 132/2015, si proponeva tra i propri obiettivi quello di rimediare all'eventuale inerzia dei soci nella fase esecutiva del concordato, dettando una disposizione proprio con riferimento alle delibere di aumento del capitale sociale, ma limitatamente all'ipotesi in cui la proposta approvata ed omologata sia quella concorrente dei creditori che rappresentino il dieci per cento.¹⁵⁰

Tra gli aspetti più innovativi trattati dal decreto di riforma, vi è senza dubbio la disciplina sull'intervento sostitutivo di organi propri della procedura concorsuale che si occupano di vigilare sul corretto andamento della fase esecutiva del concordato.

Nella parte di recente innovazione, l'art 185 l. fall.¹⁵¹ infatti, attribuisce al tribunale nuovi poteri che permettono allo stesso, mediante il commissario giudiziale, di garantire l'esatto adempimento della proposta del terzo.

¹⁵⁰ BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolter Kluwer, 2016, cit. p. 305

¹⁵¹ Art. 185, commi 3-4-5, l. fall. *“Nel caso in cui il commissario giudiziale rilevi che il debitore non sta provvedendo al compimento degli atti necessari a dare esecuzione alla suddetta proposta o ne sta ritardando il compimento, deve senza indugio riferire al tribunale. Il tribunale, sentito il debitore, può attribuire al commissario giudiziale i poteri necessari a provvedere in luogo del debitore al compimento degli atti a questo richiesti. Il soggetto che ha presentato la proposta di concordato approvata e omologata dai creditori può denunciare al tribunale i ritardi o le omissioni da parte del debitore, mediante ricorso al tribunale notificato al debitore e al commissario giudiziale, con il quale può chiedere al tribunale di attribuire al commissario giudiziale i poteri necessari a provvedere in luogo del debitore al compimento degli atti a questo richiesti.*

Dalla lettera della norma emerge con chiarezza che l'amministratore giudiziario, non si limita a convocare l'assemblea straordinaria, ma può spingersi sino a deliberare l'aumento di capitale previsto nella proposta.¹⁵²

Tuttavia rimane oscuro se possa l'amministratore giudiziario sostituirsi direttamente ai soci rimasti inerti e che quindi non abbiano adottato la delibera di aumento del capitale sociale.

Dal tenore della norma sembra che tale ostacolo sia superabile e che tra gli ampi poteri che il tribunale possa riconoscere al commissario giudiziale, si possa annoverare anche quello di sostituirsi, nel caso in cui non vi fossero alternative percorribili per raggiungere il risultato, al debitore rispetto al compimento degli atti della procedura.

Si potrebbe, tuttavia, obiettare che una tale soluzione non garantisca la dovuta tutela ai soci e che quindi sia confliggente con gli artt. 41¹⁵³ e 42¹⁵⁴ della Costituzione

Fermo restando il disposto dell'art 173, il tribunale, sentiti in camera di consiglio il debitore e il commissario giudiziale, può revocare l'organo amministrativo, se si tratta di società, e nominare un amministratore giudiziario stabilendo la durata del suo incarico e attribuendogli il potere di compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla suddetta proposta, ivi inclusi, qualora tale proposta preveda un aumento del capitale sociale del debitore, la convocazione dell'assemblea straordinaria dei soci avente ad oggetto la delibera di tale aumento di capitale e l'esercizio del voto nella stessa. Quando è stato nominato il liquidatore a norma dell'art 182, i compiti di amministratore giudiziario possono essere a lui attribuiti."

¹⁵² Il Sole 24 Ore "Amministratore giudiziario "pigliatutto"", 29 marzo 2017

¹⁵³ Art 41 Cost. "L'iniziativa economica privata è libera.

Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana.

La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali."

¹⁵⁴ Art 42 Cost. "La proprietà è pubblica o privata. I beni economici appartengono allo Stato, ad enti o a privati.

La proprietà privata è riconosciuta e garantita dalla legge, che ne determina i modi di acquisto, di godimento e i limiti allo scopo di assicurarne la funzione sociale e di renderla accessibile a tutti.

La proprietà stabilisce le norme ed i limiti della successione legittima e testamentaria e i diritti dello Stato sulle eredità.

nella misura in cui la società in concordato possa trovarsi in uno stato di crisi non irreversibile e pertanto non può qualificarsi come insolvente.

Altra problematica sollevata da una minore dottrina e legata al rinnovato art. 185 l. fall. consiste nel fatto che la sua applicazione è limitata all'ipotesi in cui la proposta di concordato sia stata effettuata dai creditori e che - a seguito dell'approvazione della maggioranza degli stessi - sia stata omologata dal tribunale.

Non si comprende, ad ogni modo, in che aspetto critico possa tradursi la circostanza secondo cui la proposta concordataria sia avanzata dai creditori piuttosto che dalla parte debitrice: il risultato è il medesimo e il conflitto d'interessi esistente fra le due posizioni rimane inalterato.

Alla luce di quanto detto emerge che, sebbene la riforma del 2015 avesse le migliori finalità, tuttavia la strada proposta dal legislatore per risolvere le criticità in questione non pare convincere né sotto il profilo sostanziale né sotto quello formale.

Sul piano sostanziale viene valorizzato il conflitto tra creditore proponente e debitore, soprassedendo al conflitto tra soci e creditori. Il vero aspetto critico che si doveva mirare a risolvere non attiene alla mancata attuazione da parte del debitore della proposta concordataria e quindi nella conseguente dichiarazione di fallimento, bensì nel fatto che dalla risoluzione del concordato deriva pregiudizio per i creditori.

Sotto il profilo formale invece, rimane non persuasiva la scelta del legislatore di regolare materie tanto delicate e complesse quali il diritto fallimentare, con decreti d'urgenza che, quindi, non sono in grado di assicurare organicità e coerenza all'attività di riforma.¹⁵⁵

A fronte di tale *vulnus*, il Legislatore ha risposto con l'introduzione del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, che all'art. 120-*quinquies* dispone: *“Il provvedimento di omologazione dello strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza determina la riduzione e l'aumento del capitale e le altre modificazioni statutarie nei termini previsti dal piano, demanda agli amministratori l'adozione di*

¹⁵⁵ BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolter Kluwer, 2016, p. 307 e ss.

ogni atto necessario a darvi esecuzione e li autorizza a porre in essere, nei successivi trenta giorni o nel diverso termine previsto dal piano, le ulteriori modificazioni statutarie programmate dal piano. In mancanza il tribunale, su richiesta di qualsiasi interessato e sentiti gli amministratori, può nominare un amministratore giudiziario, attribuendogli i poteri necessari a provvedere in luogo di costoro agli adempimenti di cui al presente articolo, e disporre la revoca per giusta causa degli amministratori.”

A tal riguardo, si noti che - a differenza della previgente normativa rappresentata dall'art. 185 l. fall. - non si opera alcuna distinzione tra l'ipotesi in cui la proposta concordataria sia presentata dal debitore piuttosto che dal creditore.

4.2 Il contenuto del piano e della proposta in relazione agli SFP: la regolamentazione dell'operazione di restructuring e la convertibilità in obbligazioni

Quanto fin qui è stato descritto in merito all'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi nell'ambito della crisi d'impresa e, più nello specifico, all'interno dei piani concordatari, permette di comprendere come tali operazioni rispondano ad una duplice finalità.

Consentire l'inserimento degli Sfp all'interno della proposta di concordato preventivo, difatti, non rappresenta solo una via esecutiva per soddisfare il diritto spettante ai creditori, ma anche la strada mediante cui la società in crisi si finanzia attraverso la conversione dei crediti o in capitale di rischio o in capitale di debito.¹⁵⁶

Il legislatore stesso ha di recente più volte riformato il diritto fallimentare con il chiaro scopo di favorire il risanamento dell'impresa in crisi attraverso diverse forme di finanziamento esterno.

¹⁵⁶ BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolter Kluwer, 2016, p. 289

In tal senso, possono leggersi gli interventi di riforma relativi al concordato preventivo (2005) e al concordato fallimentare (2006) e poi i più recenti nel 2010 e 2012 che hanno condotto all'introduzione degli artt. 182-*quater*¹⁵⁷ e 182-*quinquies*¹⁵⁸ l. fall. quest'ultimo rinnovato dalla riforma del 2015.

¹⁵⁷ Art. 182-*quater* l. fall. *“I crediti derivanti da finanziamenti in qualsiasi forma effettuati in esecuzione di un concordato preventivo di cui agli articoli 160 e seguenti ovvero di un accordo di ristrutturazione dei debiti omologato ai sensi dell'articolo 182-bis) sono prededucibili ai sensi e per gli effetti dell'articolo 111.*

Sono parificati ai crediti di cui al primo comma i crediti derivanti da finanziamenti erogati in funzione della presentazione della domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo o della domanda di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, qualora i finanziamenti siano previsti dal piano di cui all'articolo 160 o dall'accordo di ristrutturazione e purché la prededuzione sia espressamente disposta nel provvedimento con cui il tribunale accoglie la domanda di ammissione al concordato preventivo ovvero l'accordo sia omologato.

*In deroga agli articoli 2467 e 2497-*quinquies* del codice civile, il primo e il secondo comma del presente articolo si applicano anche ai finanziamenti effettuati dai soci fino alla concorrenza dell'80 per cento del loro ammontare. Si applicano i commi primo e secondo quando il finanziatore ha acquisito la qualità di socio in esecuzione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti o del concordato preventivo.*

(...)

Con riferimento ai crediti indicati al secondo comma, i creditori, anche se soci, sono esclusi dal voto e dal computo delle maggioranze per l'approvazione del comma, una domanda di ammissione al concordato preventivo o una domanda di omologazione concordato ai sensi dell'articolo 177 e dal computo della percentuale dei crediti prevista all'articolo 182-bis, primo e sesto comma.”

¹⁵⁸ Art. 182-*quinquies* *“Il debitore che presenta, anche ai sensi dell'articolo 161, sesto comma di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'articolo 182-bis, primo comma, o una proposta di accordo ai sensi dell'articolo 182-bis, sesto comma, può chiedere al tribunale di essere autorizzato, anche prima del deposito della documentazione di cui all'articolo 161, commi secondo e terzo assunte se del caso sommarie informazioni, a contrarre finanziamenti, prededucibili ai sensi dell'articolo 111, se un professionista designato dal debitore in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d), verificato il complessivo fabbisogno finanziario dell'impresa sino all'omologazione, attesta che tali finanziamenti sono funzionali alla migliore soddisfazione dei creditori.*

L'autorizzazione di cui al primo comma può riguardare anche finanziamenti individuati soltanto per tipologia ed entità, e non ancora oggetto di trattative.

Il debitore che presenta una domanda di ammissione al concordato preventivo ai sensi dell'articolo 161, sesto comma, anche in assenza del piano di cui all'articolo 161, secondo comma, lettera e), o una domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'articolo 182-bis, primo comma, o una proposta di accordo ai sensi dell'articolo 182-bis, sesto comma, può chiedere al tribunale di essere autorizzato in via d'urgenza a

Tali profili innovativi non sono stati sconfessati, bensì ribaditi nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.¹⁵⁹

contrarre finanziamenti, prededucibili ai sensi dell'articolo 111, funzionali a urgenti necessità relative all'esercizio dell'attività aziendale fino alla scadenza del termine fissato dal tribunale ai sensi dell'articolo 161, sesto comma, o all'udienza di omologazione di cui all'articolo 182-bis, quarto comma, o alla scadenza del termine di cui all'articolo 182-bis, settimo comma. Il ricorso deve specificare la destinazione dei finanziamenti, che il debitore non è in grado di reperire altrimenti tali finanziamenti e che, in assenza di tali finanziamenti, deriverebbe un pregiudizio imminente ed irreparabile all'azienda. Il tribunale, assunte sommarie informazioni sul piano e sulla proposta in corso di elaborazione, sentito il commissario giudiziale se nominato, e, se del caso, sentiti senza formalità i principali creditori, decide in camera di consiglio con decreto motivato, entro dieci giorni dal deposito dell'istanza di autorizzazione. La richiesta può avere ad oggetto anche il mantenimento di linee di credito autoliquidanti in essere al momento del deposito della domanda.

Il tribunale può autorizzare il debitore a concedere pegno o ipoteca o a cedere crediti a garanzia dei medesimi finanziamenti.

Il debitore che presenta domanda di ammissione al concordato preventivo con continuità aziendale, anche ai sensi dell'articolo 161, sesto comma, può chiedere al tribunale di essere autorizzato, assunte se del caso sommarie informazioni, a pagare crediti anteriori per prestazioni di beni o servizi, se un professionista in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d), attesta che tali prestazioni sono essenziali per la prosecuzione dell'attività di impresa e funzionali ad assicurare la migliore soddisfazione dei creditori. L'attestazione del professionista non è necessaria per pagamenti effettuati fino a concorrenza dell'ammontare di nuove risorse finanziarie che vengano apportate al debitore senza obbligo di restituzione o con obbligo di restituzione postergato alla soddisfazione dei creditori. Il tribunale può autorizzare il pagamento delle retribuzioni dovute per le mensilità antecedenti al deposito del ricorso ai lavoratori addetti all'attività di cui è prevista la continuazione.

Quando è prevista la continuazione dell'attività aziendale, la disciplina di cui al quinto comma si applica, in deroga al disposto dell'articolo 55, secondo comma, al rimborso, alla scadenza convenuta, delle rate a scadere del contratto di mutuo con garanzia reale gravante su beni strumentali all'esercizio dell'impresa, se il debitore, alla data della presentazione della domanda di ammissione al concordato, ha adempiuto le proprie obbligazioni o se il tribunale lo autorizza al pagamento del debito per capitale ed interessi scaduto a tale data. Il professionista in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d), attesta anche che il credito garantito potrebbe essere soddisfatto integralmente con il ricavato della liquidazione del bene effettuata a valore di mercato e che il rimborso delle rate a scadere non lede i diritti degli altri creditori.

Il debitore che presenta una domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'articolo 182-bis, primo comma, o una proposta di accordo ai sensi dell'articolo 182-bis, sesto comma, può chiedere al Tribunale di essere autorizzato, in presenza dei presupposti di cui al quinto comma del presente articolo, a pagare crediti anche anteriori per prestazioni di beni o servizi. In tal caso i pagamenti effettuati non sono soggetti all'azione revocatoria di cui all'articolo 67.”

Gli artt. 99¹⁶⁰ e 101¹⁶¹ CCI – al pari degli artt. 182-*quater* e 182-*quinquies* l. fall – affrontano rispettivamente i temi dei finanziamenti prededucibili autorizzati

¹⁵⁹ GU n. 38 del 14.02.2019

¹⁶⁰ Art. 99 CCI “*Il debitore, anche con la domanda di accesso di cui agli articoli 40 e 44 e nei casi previsti dagli articoli 57, 60, 61 e 87, quando è prevista la continuazione dell’attività aziendale, anche se unicamente in funzione della liquidazione, può chiedere con ricorso al tribunale di essere autorizzato, anche prima del deposito della documentazione che deve essere allegata alla domanda, a contrarre finanziamenti in qualsiasi forma, compresa la richiesta di emissione di garanzie, prededucibili, funzionali all’esercizio dell’attività aziendale sino all’omologa del concordato preventivo o degli accordi di ristrutturazione dei debiti ovvero all’apertura e allo svolgimento di tali procedure e in ogni caso funzionali alla miglior soddisfazione dei creditori.*

La richiesta può avere ad oggetto anche il mantenimento delle linee di credito autoliquidanti in essere al momento del deposito della domanda di cui al comma 1. Il ricorso deve specificare la destinazione dei finanziamenti, che il debitore non è in grado di reperirli altrimenti e indicare le ragioni per cui l’assenza di tali finanziamenti determinerebbe grave pregiudizio per l’attività aziendale o per il prosieguo della procedura. Il ricorso deve essere accompagnato dalla relazione di un professionista indipendente, che attesti la sussistenza dei requisiti di cui al comma 1, nonché che i finanziamenti sono funzionali alla migliore soddisfazione dei creditori. La relazione non è necessaria quando il tribunale ravvisa l’urgenza di provvedere per evitare un danno grave ed irreparabile all’attività aziendale.

Il tribunale, assunte sommarie informazioni, sentito il commissario giudiziale e, se lo ritiene opportuno, sentiti senza formalità i principali creditori, decide in camera di consiglio con decreto motivato entro dieci giorni dal deposito dell’istanza di autorizzazione.

Il tribunale può autorizzare il debitore a concedere pegno o ipoteca o a cedere crediti a garanzia dei finanziamenti autorizzati.

In caso di successiva apertura della procedura di liquidazione giudiziale, i finanziamenti autorizzati non beneficiano della prededuzione quando risulta congiuntamente che:
a) *il ricorso o l’attestazione di cui al comma 3 contengono dati falsi ovvero omettono informazioni rilevanti o comunque quando il debitore ha commesso altri atti in frode ai creditori per ottenere l’autorizzazione;*

b) *il curatore dimostra che i soggetti che hanno erogato i finanziamenti, alla data dell’erogazione, conoscevano le circostanze di cui alla lettera a).*

¹⁶¹ Art. 101 CCI “*Quando è prevista la continuazione dell’attività aziendale, i crediti derivanti da finanziamenti in qualsiasi forma effettuati, ivi compresa l’emissione di garanzie, in esecuzione di un concordato preventivo ovvero di accordi di ristrutturazione dei debiti omologati ed espressamente previsti nel piano ad essi sottostante sono prededucibili. In caso di successiva ammissione del debitore alla procedura di liquidazione giudiziale, i predetti finanziamenti non beneficiano della prededuzione quando il piano di concordato preventivo o dell’accordo di ristrutturazione dei debiti risulta, sulla base di una valutazione da riferirsi al momento del deposito, basato su dati falsi o sull’omissione di informazioni*

prima dell'omologazione del concordato preventivo o di accordi di ristrutturazione dei debiti e i finanziamenti prededucibili in esecuzione di concordato preventivo o di accordi di ristrutturazione dei debiti.

Sebbene si registri una differente formulazione, per quel che qui concerne, non sono tuttavia presenti innovazioni rilevanti. Unico elemento in tal senso significativo attiene alla previsione, presente in entrambi gli articoli, secondo cui, laddove il debitore venga successivamente ammesso alle procedure di liquidazione giudiziale, i predetti finanziamenti non saranno prededucibili se il concordato preventivo o l'accordo di ristrutturazione dei debiti risulta basato su dati falsi o sull'omissione di informazioni rilevanti o il debitore ha compiuto atti in frode ai creditori. Si rende, tuttavia, necessario che il curatore dimostri che i soggetti che hanno erogato il finanziamento conoscessero tali circostanze alla data di erogazione.

Sin dal principio di questa trattazione, si è sottolineato l'ampio spazio di manovra che la normativa ha da sempre riconosciuto allo statuto sociale in materia di caratterizzazione degli strumenti finanziari partecipativi. Tale autonomia e flessibilità nell'emissione degli sfp hanno senza dubbio dei riflessi anche quando gli stessi vengono adoperati come mezzi per il risanamento dell'impresa in crisi.

Laddove siano inseriti nella proposta concordataria, l'autonomia riconosciuta allo statuto nel plasmare gli Sfp fa sì che non vi siano particolari ostacoli all'approvazione in punto di fattibilità giuridica del piano da parte dell'organo concorsuale preposto. Sarà infatti più probabile che le criticità si riscontrino in merito alla valutazione di convenienza economica da parte dei creditori.

Per tale ragione, il debitore che formula la proposta concordataria, deve essere abile nello sfruttare l'autonomia statutaria prevista e plasmare degli Sfp che possano riscontrare l'interesse dei creditori e determinare il buon esito dell'operazione di risanamento.

Riscontrare l'interesse dei creditori si traduce, in altre parole, nel rendere l'offerta concordataria comprensiva di attribuzione di strumenti finanziari

rilevanti o il debitore ha compiuto atti in frode ai creditori e il curatore dimostra che i soggetti che hanno erogato i finanziamenti, alla data dell'erogazione, conoscevano tali circostanze.”

partecipativi più appetibile rispetto all'alternativa liquidazione atomistica del patrimonio sociale.

Sarà quindi onere del debitore - ai sensi dell'art. 161, comma 1, lett. e) l. fall ¹⁶² - fornire i dati concreti da cui emerge *“l'utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile procurata in favore di ciascun creditore”*.

In tal senso, laddove il concordato preveda la continuità aziendale, affinché i creditori considerino come vantaggiosa la proposta, sarà necessaria la predisposizione, da parte del debitore di un solido piano di risanamento e allo stesso tempo l'attestazione dei costi e dei ricavi connessi alla prosecuzione dell'attività d'impresa, nonché delle risorse finanziarie necessarie e della relativa copertura. ¹⁶³

Come si è anticipato, è possibile che si crei conflittualità tra i soci (debitori) e i creditori in ragione di interessi contrastanti che quindi spingono le parti a trovarsi in posizioni antitetiche.

I soci infatti sono interessati a mantenere il controllo sulla *governance* societaria e allo stesso tempo ad ottenere finanziamenti attraverso l'attribuzione al ceto creditorio di strumenti finanziari concepiti in modo da dilazionare il più possibile nel tempo il pagamento dei debiti.

All'opposto i creditori non possono accettare una modalità che pretenda di soddisfare il loro diritto se questa non porta quanto meno al controllo della società ovvero risulta che gli strumenti attribuiti dal piano concordatario non siano agevolmente scambiabili sul mercato secondario.

¹⁶² Art 161, comma 1, lett. e), l. fall. *“La domanda per l'ammissione alla procedura di concordato è proposta con ricorso, sottoscritto dal debitore, al tribunale del luogo in cui l'impresa ha l propria sede principale; il trasferimento della stessa intervenuto nell'anno antecedente al deposito del ricorso non rileva ai fini della individuazione della competenza. Il debitore deve presentare il ricorso con:*

e) un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta; in ogni caso, la proposta deve indicare l'utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile che il proponente si obbliga ad assicurare a ciascun creditore.”

¹⁶³ BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolter Kluwer, 2016, p. 290 e ss.

A questo punto è interessante volgere l'attenzione sul caso Socotherm,¹⁶⁴ su cui si è pronunciato il Tribunale di Vicenza nel 2010, che rappresenta un chiaro esempio del succitato contrasto che può instaurarsi fra debitore e creditore.

Il caso in commento permette, infatti, di operare una distinzione a seconda che l'operazione straordinaria sia inserita all'interno del piano o della proposta concordataria.

Nello specifico, le proposte avanzate dai debitori nei confronti dei creditori, erano due ed entrambe fondate su operazioni di aumento di capitale.

La prima prevedeva l'attribuzione ai creditori chirografari di azioni privilegiate convertibili in azioni ordinarie e la conversione di crediti in obbligazioni di durata decennale.

I creditori chirografari avrebbero, pertanto, ricevuto strumenti finanziari partecipativi e obbligazionari secondo modalità e forme dilatorie e orientate quindi a far sì, che il socio proponente non perdesse il controllo sulla *governance* societaria.

Emerge chiaramente la scarsa appetibilità della proposta in quanto da una parte i titoli partecipativi erano difficilmente riallocabili sul mercato e dall'altra i creditori non assumevano il controllo della società.

Il risultato sarebbe stato una riallocazione delle perdite della società a spese dei creditori i quali, in tale prospettiva, avrebbero anche sopportato il rischio derivante dalla continuazione dell'attività d'impresa.

La seconda, invece, consisteva in un aumento di capitale di cinquanta milioni di euro, prevedeva il pagamento dei ventidue per cento dei crediti chirografari, oltre all'integrale soddisfazione dei crediti in prededuzione e privilegiati. Il concordato fu, così, omologato da parte del Tribunale di Vicenza, con provvedimento del 29/10/2010.

L'operazione straordinaria sul capitale nella prima proposta risultava direttamente inserita all'interno di quest'ultima, mentre nella seconda era compresa nel piano.

¹⁶⁴ BONELLI F. Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara, in *Crisi di Imprese. Casi e materiali*, Milano, 2011, p. 17 e ss.

Le due proposte prese in considerazione tratteggiano due diverse vie di finanziamento dell'impresa in crisi: se l'operazione straordinaria viene compresa all'interno del piano concordatario, questo si traduce in un finanziamento di nuove risorse che divengono capitale di rischio; in alternativa, se l'aumento di capitale è inserito nella proposta di concordato preventivo, allora questo consente alla società in crisi di essere risanata mediante l'attribuzione ai creditori di strumenti finanziari.

4.3 *Le garanzie di trasparenza e di informazione per il ceto creditorio*

Un aspetto di assoluto rilievo rispetto all'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi nel concordato preventivo riguarda le garanzie di trasparenza e di informazione che vengono riconosciute al ceto creditorio.

Infatti, le informazioni fornite ai creditori sono determinanti al fine di determinare tanto la disponibilità di questi a votare, quanto la composizione debitoria.¹⁶⁵

Ogni dubbio e perplessità legata alla idoneità dello strumento a soddisfare tale peculiare esigenza viene meno se il debitore consegna al creditore documenti che attestino il valore degli Sfp mediante un piano industriale ovvero, laddove fosse possibile, attraverso una perizia.

Tale perizia si rivela indispensabile in quanto attesta il valore dello strumento alla data di omologazione, illustrando ai creditori il piano industriale e i relativi flussi e permette quindi agli stessi - ai sensi dell'art. 172 l. fall.¹⁶⁶ -

¹⁶⁵ RINALDI P. Strumenti finanziari partecipativi come modalità soddisfattiva principale nel concordato preventivo in continuità. *Il Fallimento*, 2021, pp. 96 - 97

¹⁶⁶ Art. 172 l. fall. *“Il commissario giudiziale redige l'inventario del patrimonio del debitore e una relazione particolareggiata sulle cause del dissesto, sulla condotta del debitore, sulle proposte di concordato e sulle garanzie offerte ai creditori, e la deposita in cancelleria almeno quarantacinque giorni prima dell'adunanza dei creditori. Nella relazione il commissario deve illustrare le utilità che, in caso di fallimento, possono essere apportate dalle azioni risarcitorie, recuperatorie o revocatorie che potrebbero essere promosse nei confronti di terzi.*

un giudizio comparativo con le altre alternative disponibili presentate dal Commissario Giudiziario.¹⁶⁷

La recente giurisprudenza ha approfondito ulteriori tematiche relative all'apporto informativo di cui deve beneficiare il creditore: in tal senso, ci si è domandati se potessero trovare applicazione - in quest'ambito - le disposizioni attinenti il prospetto informativo che è da ritenersi necessario ogni qual volta si offrano in sottoscrizione titoli ad investitori non qualificati, ai sensi dell'art. 94¹⁶⁸ e seguenti del T.U.F., poiché gli strumenti finanziari partecipativi sono senz'altro da considerarsi prodotti finanziari.

Nello stesso termine la comunica a mezzo posta elettronica certificata a norma dell'articolo 171, secondo comma.

Qualora nel termine di cui al quarto comma dell'articolo 163 siano depositate proposte concorrenti, il commissario giudiziale riferisce in merito ad esse con relazione integrativa da depositare in cancelleria e comunicare ai creditori, con le modalità di cui all'articolo 171, secondo comma, almeno dieci giorni prima dell'adunanza dei creditori. La relazione integrativa contiene, di regola, una particolareggiata comparazione tra tutte le proposte depositate. Le proposte di concordato, ivi compresa quella presentata dal debitore, possono essere modificate fino a quindici giorni prima dell'adunanza dei creditori. Analoga relazione integrativa viene redatta qualora emergano informazioni che i creditori devono conoscere ai fini dell'espressione del voto.

Su richiesta del commissario il giudice può nominare uno stimatore che lo assista nella valutazione dei beni.”

¹⁶⁷ INNOCENTI F. Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza. Le società, 2022, cit. p. 382

¹⁶⁸ Art 94 D. Lgs. n. 58/1998 (Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria): “*Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto. A tal fine, per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari comunitari nelle quali l'Italia è Stato membro d'origine e per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari, ne danno preventiva comunicazione alla Consob allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob. Nel caso di offerta al pubblico di quote o azioni di Oicr chiusi per le quali l'Italia è lo Stato membro d'origine, il prospetto è pubblicato quando si è conclusa la procedura prevista dall'articolo 43 o dall'articolo 44 e dalle relative disposizioni di attuazione.*

Il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla

La Consob ¹⁶⁹ è intervenuta sul tema chiarendo come la norma in questione non possa applicarsi poiché l'attribuzione di Sfp all'interno della

situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi la quale, concisamente e con linguaggio non tecnico, fornisce le informazioni chiave nella lingua in cui il prospetto è stato in origine redatto. Il formato e il contenuto della nota di sintesi forniscono, unitamente al prospetto, informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti.

Il prospetto per l'offerta di strumenti finanziari comunitari è redatto in conformità agli schemi previsti dai regolamenti comunitari che disciplinano la materia.

L'emittente o l'offerente può redigere il prospetto nella forma di un unico documento o di documenti distinti. Nel prospetto composto di documenti distinti, le informazioni richieste sono suddivise in un documento di registrazione, una nota informativa sugli strumenti e i prodotti offerti e una nota di sintesi.

Se è necessario per la tutela degli investitori, la Consob può esigere che l'emittente o l'offerente includa nel prospetto informazioni supplementari.

Se l'offerta ha ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari il cui prospetto non è disciplinato ai sensi dell'articolo 95, comma 1, lettera b), la Consob stabilisce, su richiesta dell'emittente o dell'offerente, il contenuto del prospetto.

Qualunque fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari e che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico deve essere menzionato in un supplemento del prospetto.

L'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso.

La responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista dal comma precedente.

Nessuno può essere ritenuto civilmente responsabile esclusivamente in base alla nota di sintesi, comprese le eventuali traduzioni, salvo che la nota di sintesi risulti fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme ad altre parti del prospetto oppure che essa, quando viene letta insieme con altre parti del prospetto, non contenga informazioni chiave che aiutino gli investitori nel valutare se investire nei prodotti finanziari offerti. La nota di sintesi contiene inoltre una chiara avvertenza a tale riguardo.

Le azioni risarcitorie sono esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di avere scoperto le falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione.”

proposta concordataria non può definirsi offerta pubblica d'acquisto sia perché il creditore non può accettare individualmente l'offerta, sia perché non è libero di selezionare gli strumenti da sottoscrivere.

Come già si è anticipato, si tratta di una modalità “*take or leave*” in cui il creditore non ha possibilità di modificare i termini della proposta del debitore se non in forma indiretta. Quanto detto quindi conduce all'esclusione della disciplina del T.U.F dal contesto in questione.

Ad ogni modo, la giurisprudenza si è misurata con le problematiche qui esposte e i punti di approdo sono stati inevitabilmente differenti.

Un primo caso di certo rilievo, è stato affrontato dal Tribunale Ravenna 29 maggio 2020 ¹⁷⁰, ed è stato risolto senza grandi difficoltà poiché la parte ricorrente - anche in assenza di un espresso obbligo dettato dalla normativa - aveva predisposto, a favore dei creditori assegnatari di Sfp (non strategici e non qualificati), un apposito piano industriale e una perizia, permettendo così ad essi di esercitare il voto dopo adeguata informativa.

Un secondo caso, sottoposto al Tribunale Roma 17 luglio 2020 ¹⁷¹, ha condotto ad una conclusione differente in quanto la criticità era stata risolta già in principio attribuendo gli strumenti finanziari partecipativi ai soli intermediari finanziari (investitori qualificati), tramite esplicita indicazione dell'autorità giudiziaria alla parte debitrice di depositare una perizia degli strumenti offerti.

Alla luce di quanto detto, emerge con chiarezza che, stante la non obbligatorietà di fornire un prospetto informativo, potrebbe non assicurarsi

¹⁶⁹ RINALDI P. Strumenti finanziari partecipativi come modalità soddisfattiva principale nel concordato preventivo in continuità. Il Fallimento, 2021, p. 97; nello stesso senso INNOCENTI F. Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza. Le società, 2022, p. 382

¹⁷⁰ Trib. Ravenna, Sez. fall., Decr., 29/05/2020 *One Legale - Wolters Kluwer*

¹⁷¹ Trib. Roma Sez. Fall. Decr. 2900/2020 consultabile al sito www.astaldi.com

l'adeguata trasparenza in tema di informazioni fornite ai creditori e, di conseguenza, il voto di questi potrebbe risultare viziato.

4.4 *Il ruolo dei creditori*

I creditori possono assumere più ruoli nei confronti della società debitrice nel caso in cui sia loro avanzata una proposta concordataria che comprenda l'assegnazione degli strumenti finanziari partecipativi.

Il buon esito dell'operazione di *restructuring* per mezzo di tale procedura concorsuale si basa per lo più sulla sua convenienza economica per i creditori.

È evidente che non sia cosa facile convincere i creditori dell'appetibilità dell'offerta, in quanto questi non soltanto riceveranno solo in parte la somma spettante, ma si vedranno attribuita una res diversa dall'oggetto originario dell'obbligazione, costituito da una somma di denaro.¹⁷² Otterranno, infatti, strumenti finanziari, in luogo di quanto era stato stabilito *ab initio*.

Al fine di raggiungere la maggioranza fra i creditori, sarà necessario che si risolva il conflitto d'interessi tra debitori e creditori stessi, in forza del comune obiettivo riconosciuto nel risanamento dell'impresa.

Può aversi una coincidenza di interessi e quindi una positiva valutazione da parte del creditore rispetto alla convenienza della proposta concordataria nel caso in cui il creditore si trasformi da *fixed claimant* in *residual claimant* mediante la partecipazione al capitale di rischio. È anche possibile che il creditore stesso ritenga che gli Sfp possano crescere nella loro valore economico o, ad ogni modo, siano facilmente allocabili sul mercato secondario, riconoscendo quindi la proposta come favorevole ai suoi interessi.

Come si è in precedenza illustrato, l'ampiezza statutaria di cui beneficia la società emittente è una risorsa preziosa poiché permette alla parte debitrice di

¹⁷² BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolter Kluwer, 2016, p. 294 e ss.

tratteggiare la proposta che - caso per caso - potrà risultare più conveniente per i creditori

Da una parte è possibile che vengano attribuiti strumenti finanziari in misura percentuale tale da poter garantire ai creditori il controllo delle scelte gestionali della società. L'offerta sarà quindi incentrata sui diritti amministrativi legati agli strumenti finanziari da attribuire che assicurino ai creditori il potere di incidere in termini di *governance*.

Dall'altra, gli Sfp compresi nella proposta concordataria, sebbene attribuiscono una partecipazione al capitale di rischio, potrebbero essere convenienti non sul piano dei diritti amministrativi bensì sotto il profilo patrimoniale, risultando vantaggioso il loro collocamento su mercato secondario.

È di recente introduzione la disciplina prevista all'art 182-*septies* l. fall attraverso cui il legislatore ha voluto agevolare la ristrutturazione del debito con gli intermediari finanziari e bancari, laddove l'impresa abbia debiti nei confronti di questi in misura non inferiore alla metà dell'indebitamento complessivo.

Si prevede infatti che *“la disciplina di cui all'art 182-bis¹⁷³ si applica (...) al caso in cui gli effetti dell'accordo siano estesi anche ai creditori non aderenti che*

¹⁷³ Art. 182-bis l. fall. *“L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'articolo 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista, designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d) sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei nel rispetto dei seguenti termini:*

a) entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a quella data;
b) entro centoventi giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti alla data dell'omologazione.

L'accordo è pubblicato nel registro delle imprese e acquista efficacia dal giorno della sua pubblicazione.

Dalla data della pubblicazione e per sessanta giorni i creditori per titolo e causa anteriore a tale data non possono iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore, né acquisire titoli di prelazione se non concordati. Si applica l'articolo 168 secondo comma.

Entro trenta giorni dalla pubblicazione i creditori e ogni altro interessato possono proporre opposizione. Il tribunale, decise le opposizioni, procede all'omologazione in camera di consiglio con decreto motivato. Il tribunale omologa l'accordo anche in mancanza di adesione

da parte dell'amministrazione finanziaria o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie quando l'adesione è decisiva ai fini del raggiungimento della percentuale di cui al primo comma e quando, anche sulla base delle risultanze della relazione del professionista di cui al medesimo comma, la proposta di soddisfacimento della predetta amministrazione o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie è conveniente rispetto all'alternativa liquidatoria. Ai fini di cui al periodo che precede, l'eventuale adesione deve intervenire entro novanta giorni dal deposito della proposta di soddisfacimento.

Il decreto del tribunale è reclamabile alla corte di appello ai sensi dell'art. 183, in quanto applicabile, entro quindici giorni dalla sua pubblicazione nel registro delle imprese.

Il divieto di iniziare o proseguire le azioni cautelari o esecutive di cui al terzo comma può essere richiesto dall'imprenditore anche nel corso delle trattative e prima della formalizzazione dell'accordo di cui al presente articolo, depositando presso il tribunale competente ai sensi dell'articolo 9 la documentazione di cui all'articolo 161, primo e secondo comma, lettere a), b), c) e d) e una proposta di accordo corredata da una dichiarazione dell'imprenditore, avente valore di autocertificazione, attestante che sulla proposta sono in corso trattative con i creditori che rappresentano almeno il sessanta per cento dei crediti e da una dichiarazione del professionista avente i requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d), circa la idoneità della proposta, se accettata, ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori con i quali non sono in corso trattative o che hanno comunque negato la propria disponibilità a trattare. L'istanza di sospensione di cui al presente comma è pubblicata nel registro delle imprese e produce l'effetto del divieto di inizio o prosecuzione delle azioni esecutive e cautelari, nonché del divieto di acquisire titoli di prelazione, se non concordati, dalla pubblicazione.

Il tribunale, verificata la completezza della documentazione depositata, fissa con decreto l'udienza entro il termine di trenta giorni dal deposito dell'istanza di cui al sesto comma, disponendo la comunicazione ai creditori della documentazione stessa. Nel corso dell'udienza, riscontrata la sussistenza dei presupposti per pervenire a un accordo di ristrutturazione dei debiti con le maggioranze di cui al primo comma e delle condizioni per l'integrale pagamento dei creditori con i quali non sono in corso trattative o che hanno comunque negato la propria disponibilità a trattare, dispone con decreto motivato il divieto di iniziare o proseguire le azioni cautelari o esecutive e di acquisire titoli di prelazione se non concordati assegnando il termine di non oltre sessanta giorni per il deposito dell'accordo di ristrutturazione e della relazione redatta dal professionista a norma del primo comma. Il decreto del precedente periodo è reclamabile a norma del quinto comma in quanto applicabile.

Se prima dell'omologazione intervengono modifiche sostanziali del piano, è rinnovata l'attestazione di cui al primo comma e il debitore chiede il rinnovo delle manifestazioni di consenso ai creditori parti degli accordi. L'attestazione deve essere rinnovata anche in caso di modifiche sostanziali degli accordi. Qualora dopo l'omologazione si rendano necessarie modifiche sostanziali del piano, l'imprenditore vi apporta le modifiche idonee ad assicurare l'esecuzione degli accordi, richiedendo al professionista indicato all'articolo 67, terzo comma, lettera d) il rinnovo dell'attestazione. In tal caso, il piano modificato e l'attestazione sono pubblicati nel registro delle imprese e della pubblicazione è dato avviso ai creditori a mezzo

*appartengono alla medesima categoria, individuata tenuto conto dell'omogeneità di posizione giuridica ed interessi economici.”*¹⁷⁴

Perché tale estensione si applichi, è richiesto che i creditori dissenzienti siano comunque stati informati dell'avvio delle trattative e siano stati messi in condizione di parteciparvi in buona fede; in aggiunta, tra le condizioni necessarie, i crediti delle banche e degli intermediari finanziari aderenti devono rappresentare il settantacinque per cento dei crediti della categoria.

La disposizione in commento si è dimostrata sin dalla propria introduzione estremamente utile al fine di superare il dissenso meramente egoistico di alcuni creditori appartenenti al mondo bancario e finanziario.¹⁷⁵

Una simile condotta può, difatti, risultare dannosa sia per la società in crisi, sia per i creditori stessi laddove venga compromessa la continuità dell'azienda.

In tal modo si assicura - attraverso una strada più agevole - una riorganizzazione del finanziamento, anche tramite accordi che prevedono l'attribuzione di strumenti finanziari al ceto creditorio, raggiungendo quindi l'obiettivo di risanare l'impresa in crisi.

di lettera raccomandata o posta elettronica certificata. Entro trenta giorni dalla ricezione dell'avviso è ammessa opposizione avanti al tribunale, nelle forme di cui al quarto comma. A seguito del deposito di un accordo di ristrutturazione dei debiti nei termini assegnati dal tribunale trovano applicazione le disposizioni di cui al secondo, terzo, quarto e quinto comma. Se nel medesimo termine è depositata una domanda di concordato preventivo, si conservano gli effetti di cui ai commi sesto e settimo.”

¹⁷⁴ BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolters Kluwer, 2016, cit. p. 298

¹⁷⁵ BASTIA P., BROGI R. Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. Wolters Kluwer, 2016, cit. p. 298

5. Tribunale di Bologna, Sez. IV, Decr. 1/10/2020

5.1 *Il caso*

Il Tribunale di Bologna ¹⁷⁶ si è pronunciato sul tema del trattamento dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., nell'ambito della procedura fallimentare della società che li ha emessi.

Il caso in commento prende le mosse dal ricorso in opposizione allo stato passivo proposto dal titolare di alcuni strumenti finanziari partecipativi. La società emittente successivamente dichiarata fallita, negava allo strumentista il rimborso di quanto versato al momento della sottoscrizione dei titoli. Il giudice delegato si era quindi espresso in merito legittimando la scelta della società in quanto, nel caso di specie, si trattava di strumenti irredimibili emessi a fronte di un apporto imputato a capitale di rischio e non quindi classificabile come debito. ^{177 178}

Si è sin qui più volte ribadita l'elasticità degli strumenti finanziari, il loro essere "plasmabili" alla luce del caso concreto, tenuto conto delle specifiche esigenze sottostanti alla loro emissione che possono variamente giustificare le norme che li regolamentano. Pertanto, la disciplina di tali titoli può essere ricavata esclusivamente

¹⁷⁶ TRIBUNALE BOLOGNA, Sez. IV, Decr, n. 2984 1/10/2020, *One Legale - Wolters Kluwers*

¹⁷⁷ GERBINI G. Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a. emittente. *Il Fallimentarista*, 2021, p. 3

¹⁷⁸ TRIBUNALE BOLOGNA, Sez. IV, Decr, n. 2984 1/10/2020, *One Legale - Wolters Kluwers* : "Si deve inoltre dare atto che per regolamento 'lo strumento finanziario partecipativo Kapitalmax è irredimibile' e trattasi di un 'apporto in denaro da versarsi contestualmente alla sottoscrizione (...) imputati ad una riserva (...) la quale costituisce una voce di patrimonio netto non distribuibile' e quindi costituisce un capitale di rischio come chiaramente evidenziato dai molteplici verbali di Assemblea Straordinaria che deliberarono detto strumento finanziario e modificarono il relativo regolamento, depositati presso il Registro delle Imprese."

dallo statuto sociale o da un eventuale regolamento, non potendosi applicare le normali regole contrattuali.

Il diritto alla restituzione negato dal giudice delegato prima e dal collegio poi, non è da escludersi *a priori*, bensì - riferendoci ancora all'autonomia statutaria di cui gode la società - è ammissibile ma deve essere espressamente previsto dalle parti, ossia dall'emittente e dal sottoscrittore.

In questi termini, il riflesso della scelta compiuta dalle parti si deve rinvenire sul piano contabile: infatti se gli strumenti finanziari partecipativi presuppongono un diritto alla restituzione di quanto versato in sede di apporto in capo al titolare, allora la posta deve essere contabilizzata nel passivo, tra le voci di debito del bilancio.

In alternativa, se l'apporto non ha natura di finanziamento in quanto partecipa al rischio d'impresa, non vi sarà alcun diritto di restituzione e verrà contabilizzato nel patrimonio netto.

Nel caso in commento, il regolamento di strumenti finanziari partecipativi ammetteva il diritto al rimborso solo nel caso in cui il titolare avesse esercitato il diritto di recesso, ad ogni modo non prima di cinque anni a partire dalla sottoscrizione del titolo, ovvero nell'ipotesi in cui l'emittente stessa provvedesse ad un rimborso anticipato.

Il Tribunale ha ritenuto che questa previsione si traducesse nella chiara "volontà della società di rendere partecipi i sottoscrittori del rischio d'impresa, Tanto viene ribadito nel punto in cui il regolamento sostiene che "gli apporti saranno integralmente imputati a una riserva denominata "riserva da strumenti finanziari partecipativi" la quale costituisce una voce del patrimonio netto dell'emittente non distribuibile tra gli azionisti"

Se questo è vero, non è meno vero che nel caso in commento il ricorrente non avrebbe potuto esercitare il diritto di recesso, non essendo ancora trascorsi i cinque anni dalla sottoscrizione, come richiesto dal regolamento.

Il tribunale pertanto disponeva la non comparabilità degli strumenti in questione con la disciplina delle obbligazioni riconoscendo, al contrario, la partecipazione al rischio d'impresa.

Non è stata quindi accolta la tesi dell'opponente che si fondava sull'irrazionalità delle condizioni prescritte dal regolamento a seguito del fallimento dell'emittente, in quanto il Tribunale sosteneva che fossero applicabili esclusivamente le disposizioni del regolamento e dello statuto della società emittente e non dovessero essere considerati i principi civilistici e le norme della legge fallimentare.

Si riteneva, dunque, che quanto previsto dal regolamento godesse di una sorta di immunità e questo comportava che il debitore non fosse tenuto a restituire quanto era stato versato a fronte dell'emissione dei titoli.¹⁷⁹

5.2 Conseguenze del fallimento della società emittente sugli strumenti finanziari partecipativi

Il decreto del Tribunale di Bologna rappresenta il primo caso in cui la giurisprudenza si sia pronunciata sugli effetti che determina il fallimento della società emittente sugli strumenti finanziari partecipativi. Prima di tale arresto giurisprudenziale il Tribunale di Napoli¹⁸⁰ si era interessato al tema, ma - in quel caso - si trattava di studiare le conseguenze generate dalle perdite maturate da una società in *bonis* sulle riserve di bilancio formatesi a seguito degli apporti eseguiti da parte dei sottoscrittori di titoli.

Il provvedimento adottato dal Tribunale di Bologna si pronuncia sull'opposizione al decreto di esecutività dello stato passivo della società fallita soffermandosi in un primo momento sulla natura degli strumenti in questione e in un secondo momento esprimendosi sul rapporto esistente tra il regolamento Sfp e le norme del diritto civile e fallimentare. Sotto il richiamato profilo, il provvedimento presenta rilevanti aspetti di novità, assumendo posizioni originali e fornendo soluzioni apprezzate dalla dottrina e che hanno riscontrato successo nella prassi.

¹⁷⁹ POTOTSCHING P., TREVISAN S. Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi. *Le Società*, 2021, p. 1235

¹⁸⁰ v. cap. 2, § 2.1

L'analisi condotta, in prima battuta, da parte del tribunale circa la natura degli Sfp permette di ripercorre, in breve, quali erano in merito le differenti prospettive da cui la dottrina guardava al tema.

Da una parte, sin da principio, si è ritenuto che le operazioni che avevano ad oggetto gli strumenti in analisi avessero natura di finanziamento e quindi fossero assimilabili alle obbligazioni, sussistendo in capo agli strumentisti un diritto alla restituzione di quanto versato a titolo di apporto.

Dall'altra, invece, si sosteneva che l'apporto versato a fronte dell'emissione di Sfp sia da imputare a capitale di rischio e quindi l'operazione sia riconducibile alla disciplina applicabile in caso di contratto di società.

Il Tribunale di Bologna ha aderito ad una terza posizione secondo la quale gli strumenti finanziari partecipativi devono intendersi come ibridi e, pertanto, la causa concreta dell'operazione è sottesa alle necessità che le parti manifestano nel caso di specie, non potendo così darne una qualificazione generalizzata.

Quanto deriva dall'interpretazione fatta dal tribunale rispetto alla natura degli Sfp si traduce nel considerare tali strumenti come veicolo sia di credito sia di capitale di rischio, a seconda di quanto è esplicitato nello statuto o nel loro regolamento.¹⁸¹

Taluna dottrina¹⁸² ritiene ormai superata la distinzione fra capitale di rischio e capitale di debito. Se questo è vero per la fase "attiva" della società, non lo è altrettanto per la sua fase patologica. Nel caso in cui la società venga dichiarata fallita, è di assoluto rilievo distinguere le operazioni che hanno natura di finanziamento e quindi per loro natura presuppongono il diritto alla restituzione di quanto versato, da quelle che, invece, hanno assunto il rischio di perdere quanto investito e pertanto non hanno alcun credito nei confronti della procedura concorsuale.¹⁸³

¹⁸¹ GERBINI G. Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a. emittente. *Il Fallimentarista*, 2021, p. 4 e ss.

¹⁸² MIOLA M. Gli strumenti finanziari partecipativi nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico. *Rivista Diritto Commerciale*, 2005, p. 438

¹⁸³ GERBINI G. Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a. emittente. *Il Fallimentarista*, 2021, p. 4 e ss.

Emerge quindi in modo chiaro che la dicotomia rischio-credito acquisti di nuovo significato in sede fallimentare, cioè quando si concretizza effettivamente il rischio d'impresa.

Rimanendo concentrati sulla sorte degli strumenti finanziari partecipativi a seguito del fallimento della società emittente, è interessante approfondire il tema riguardante l'art. 2467 c.c., in riferimento alla s.r.l., e il recente orientamento assunto in merito dalla Cassazione che ammette la possibilità di applicare tale articolo per analogia anche alle società per azioni c.d. chiuse.

Tradizionalmente i soci rappresentano i *residual claimants* e se è vero che vengono per primi incisi dalle perdite subite dalla società, non è meno vero che vengono rimborsati solo dopo che i creditori estranei alla società siano stati soddisfatti.

Allora l'art 2467 c.c.¹⁸⁴ mira ad impedire che i soci agiscano in danno ai finanziatori esterni in quanto, avendo un'approfondita conoscenza della situazione patrimoniale e finanziaria della società, possono eludere il rischio d'impresa preferendo apporti di credito piuttosto che conferimenti di capitale.

Alla luce di quanto detto non vi è ragione di ritenere che tale disciplina non si applichi al caso in cui, con le medesime finalità appena esposte, il socio sottoscriva strumenti finanziari partecipativi. Anche in tal caso, quindi, ai sensi dell'art. 2467 c.c., il socio sarà postergato nel rimborso e nell'eventuale restituzione di quanto versato a fronte dell'emissione degli Sfp.

La norma si applica agli strumenti finanziari partecipativi a patto che questi ultimi vengano considerati come titoli ibridi, poiché laddove si qualificassero come appartenenti alla categoria delle obbligazioni, allora la fattispecie sarebbe soggetta alla disciplina prevista dall'art 2411, comma 1, c.c., che ammette solo come facoltà e non

¹⁸⁴ Art. 2467 c.c. “*Il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori. Ai fini del precedente comma s'intendono finanziamenti dei soci a favore della società quelli, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento.*”

come regola imperativa, la postergazione dell'obbligazionista rispetto al capitale versato.

Il D. Lgs 14/2019 (Codice della crisi d'impresa) ha introdotto l'art. 164 CCI, così parzialmente modificando la disciplina appena descritta e prevista dall'art. 2467. Il secondo comma stabilisce che sono privi di effetto rispetto ai creditori i rimborsi ricevuti dai soci per i finanziamenti fatti a favore della società se sono stati eseguiti dal debitore a seguito del deposito della domanda da cui ha avuto inizio la procedura concorsuale ovvero nell'anno anteriore.

Quanto fin qui illustrato ha lo scopo di dimostrare il rilievo e le ripercussioni che ha la qualificazione degli Sfp come mezzi di mero finanziamento ovvero come strumenti che permettono la partecipazione al capitale di rischio o ancora, come stabilito dal Tribunale di Bologna, come ibridi.

Come si anticipava, lo stesso Tribunale, dopo aver inquadrato la natura di tali strumenti si è preoccupato di definire il rapporto che vige tra lo statuto sociale ovvero il regolamento Sfp e la normativa fallimentare e civilistica.

Si è già ribadito come nel caso di specie il regolamento prevedesse il diritto di rimborso a favore del titolare degli Sfp solo nei casi in cui la società avesse eseguito un rimborso anticipato ovvero nell'ipotesi in cui lo strumentista stesso avesse diritto di recesso.

Il fallimento della società emittente gli strumenti finanziari partecipativi non rientra allora fra le condizioni che legittimano l'esercizio del diritto di rimborso.

In tal senso si è allora pronunciato il tribunale, non accogliendo la tesi dell'opponente secondo cui il fallimento rendeva inapplicabile il regolamento e pertanto sarebbe stato opportuno far riferimento alla disciplina civilistica e fallimentare.

Ad avviso della Corte, infatti, *“in assenza di altre indicazioni statutarie, il regolamento rappresenta la piattaforma convenzionale all'interno della quale ci si deve muovere per stabilire le regole che disciplinano i rapporti tra titolare degli Sfp e società emittente. Se non si sono verificate le condizioni per il rimborso in caso di dichiarazione di insolvenza, questo deve essere escluso, con la conseguente e*

sostanziale cancellazione del debito, destinato a rivivere, si può aggiungere, solo in caso di un ritorno in bonis della società insolvente, e quindi in ipotesi pressoché scolastiche, sempre nel rispetto di quelle condizioni.”¹⁸⁵

Parafrasando quanto espresso dal tribunale, per quanto possa apparire poco convincente, si conclude che la regolamentazione degli strumenti finanziari partecipativi non possa mai avvenire per mezzo della normativa civilistica e fallimentare, laddove lo statuto o il regolamento non risultino concordanti.

Il Decreto in commento conduce a riflettere su un ultimo tema riguardante l’onere della prova che lo strumentista è tenuto ad assolvere per avvalersi del rimborso eventualmente previsto dal titolo.

Da una prima lettura del provvedimento sembrerebbe emergere che sia l’istante, ovvero il creditore, a dover dimostrare, tramite lo statuto sociale o il regolamento Sfp di essere titolare di un diritto di rimborso.

Una simile prospettiva sarebbe senz’altro coerente con l’art 2697 c.c. secondo il quale *“chi vuol far valere un diritto in giudizio deve provare i fatti che ne costituiscono fondamento”*.

Tuttavia non si può ignorare quella fattispecie in cui l’onere della prova debba trovare un temperamento nel principio di vicinanza della prova. Ciò che non può trascurarsi, nel caso di specie, è che la documentazione necessaria al fine di dimostrare la sussistenza del diritto in capo al creditore era in possesso proprio della società emittente.¹⁸⁶

Sono state le Sezioni Unite della Suprema Corte a suggellare, nella sentenza n. 13533/2001, il criterio della vicinanza sul piano probatorio, che si traduce

¹⁸⁵ POTOTSCHING P., TREVISAN S. Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi. *Le Società*, 2021, p. 1235

¹⁸⁶ POTOTSCHING P., TREVISAN S. Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi. *Le Società*, 2021, p 1241 e ss.

nell'attribuire l'onere della prova a carico della parte che sia in grado di provarlo più agevolmente in forza della stretta relazione materiale.

Secondo la Corte di Cassazione infatti è *“conforme all'esigenza di non rendere eccessivamente difficile l'esercizio del diritto del creditore a reagire all'inadempimento, senza peraltro paralizzare il diritto di difesa del debitore adempiente, fare applicazione del principio di riferibilità o di vicinanza della prova, ponendo in ogni caso l'onere della prova a carico del soggetto nella cui sfera si è prodotto l'inadempimento, e che è quindi in possesso degli elementi utili per paralizzare la pretesa del creditore, sia questa diretta all'adempimento, alla risoluzione o al risarcimento del danno, fornendo la prova del fatto estintivo o del diritto azionato, costituito dall'adempimento.”*¹⁸⁷

Tornando al caso in commento, il Tribunale di Bologna, ritenendo necessari ai fini probatori lo statuto o il regolamento Sfp, avrebbe dovuto più propriamente chiedere alla società la loro produzione in giudizio, in quanto rispetto al criterio appena citato, è da ritenersi la parte più “vicina” all'oggetto di prova.

Nell'ipotesi in cui, indipendentemente dalla ragione, non sia possibile beneficiare dell'ordinario regime di pubblicità del registro delle imprese ed estrarre il regolamento, rappresenta una corretta applicazione del criterio di vicinanza addossare l'onere della prova al curatore che agevolmente può produrre in giudizio la documentazione che regolamenti gli strumenti finanziari partecipativi.

5.3 Criticità nell'approccio consensualistico nell'interpretazione dei regolamenti degli strumenti finanziari partecipativi

Il decreto del Tribunale di Bologna qui in commento ha rappresentato uno snodo cruciale nella storia degli strumenti finanziari partecipativi, i quali, ponendo le basi su una disciplina normativa piuttosto scarna, si sono evoluti nelle forme e nelle loro applicazioni anche grazie a tali arresti giurisprudenziali.

¹⁸⁷ Corte di Cassazione S.S.U.U. n. 13533/2001, consultabile presso il sito www.cortedicassazione.it

Nel caso di specie, si è già sottolineato, come il Tribunale abbia inteso garantire alla disciplina degli strumenti finanziari partecipativi una sorta di impermeabilità la quale non può che derivare dallo statuto sociale ovvero dall'eventuale regolamento a nulla rilevando le disposizioni normative civilistiche o della materia fallimentare.

A tal punto viene spontaneo porsi la domanda se un simile approccio sia corretto o se la prospettiva assunta dal giudice bolognese non sia del tutto condivisibile.

Prima di provare a rispondere al quesito è opportuno ricordare che gli strumenti finanziari partecipativi rappresentano, per originaria volontà del legislatore, un canale di finanziamento per l'impresa, alternativo rispetto alle partecipazioni sociali e alle obbligazioni. Trattandosi di strumenti regolati solo in minima parte dalla normativa, la disciplina trova la sua fonte primaria nello statuto sociale ovvero nel apposito regolamento.

Da quanto si sta affermando emerge che sono le parti, ossia la società emittente e il finanziatore sottoscrittore, a riempire di contenuto tali strumenti che per loro natura sono pressoché "vuoti" e quindi li plasma prevedendo a seconda delle esigenze del caso concreto, diritti patrimoniali ed amministrativi.

Ciò che ne deriva sono titoli frutto di un rapporto che si fonda su una base consensuale: si può infatti considerare tale fattispecie equiparabile ad una proposta contrattuale non dissimile nello schema negoziale da una deliberazione di aumento di capitale o di emissione di un prestito obbligazionario, corredata dalle relative condizioni desumibili dalla deliberazione stessa o, *per relationem*, dall'atto che disciplina le regole destinate a governare il rapporto tra società e sottoscrittore.¹⁸⁸

È oggi largamente condivisa l'idea secondo cui gli atti societari sono da considerarsi frutto dell'autonomia privata e pertanto sottoposti, ex art 1362 c.c., alle

¹⁸⁸ POTOTSCHING P., TREVISAN S. Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi. *Le Società*, 2021, cit. p. 1237

regole dell'ermeneutica contrattuale e non all'interpretazione secondo la lettera della legge.¹⁸⁹

Alla luce di questo si può affermare che il sottoscrittore riceva una sorta di proposta negoziale che fa riferimento sia alla natura dell'operazione sia alle controprestazioni offerte dalla società a fronte dell'apporto, in termini di diritti patrimoniali e amministrativi di cui il sottoscrittore diventa titolare.

Ciò che si vuole sottolineare, è l'aspetto negoziale dell'operazione di emissione e sottoscrizione di Sfp e pertanto richiede un'interpretazione per mezzo dei tradizionali canoni ermeneutici che permettano di comprendere su quale disciplina le parti abbiano fatto affidamento nel prestare il loro consenso.

Se questo è vero, d'altra parte però non può aprioristicamente escludersi ai fini interpretativi la normativa civilistica e fallimentare ammettendo come unica fonte ermeneutica il regolamento Sfp ovvero lo statuto sociale.

Ritornando adesso al quesito che si era posto in apertura e quindi soffermandoci sul summenzionato decreto del Tribunale di Bologna, è opportuno rilevare un immediato difetto di coerenza che si coglie tra il contenuto del regolamento Sfp e l'approdo a cui giunge la Corte falsinea.

Ad avviso del tribunale si tratta di strumenti che, nel caso di specie non prevedono alcun diritto di rimborso a favore del titolare in quanto si tratta di titoli che rappresentano una partecipazione al capitale di rischio della società.

Tuttavia, il regolamento Sfp prevede, seppure astrattamente, la possibilità che gli strumentisti possano ricevere indietro dalla società quanto da loro versato a titolo di apporto nel caso in cui esercitino il diritto di recesso dopo che siano decorsi almeno cinque anni dalla sottoscrizione.

A questo punto si rileva la summenzionata incoerenza poiché se il regolamento ammette seppur in modo condizionato un diritto al rimborso, allora l'apporto non può considerarsi come capitale di rischio.

¹⁸⁹ In tal senso Corte di Cassazione n. 46/ 1991, Corte di Cassazione n. 26683/2006, Corte di Cassazione n. 14791/2007, Corte di Cassazione n. 4697/2016, consultabili presso il sito www.cortedicassazione.it

Ad ogni modo, quanto sostenuto dal Tribunale si giustifica sulla base del fatto che ogni valutazione fatta nel decreto attiene alla situazione in cui vertono gli strumenti finanziari partecipativi a seguito del fallimento della società emittente. In tal caso, infatti, sebbene astrattamente il diritto di rimborso sia ammissibile in conseguenza del recesso del titolare, la dichiarazione di fallimento durante il periodo al termine del quale il sottoscrittore avrebbe potuto esercitare il suo diritto di recesso, ha negato ogni prospettiva in tale direzione.

Nonostante il carattere di specialità che tipizza gli strumenti finanziari partecipativi, non convince l'esclusione di ogni regola desumibile dal diritto civile e fallimentare, salvo che siano state le parti a derogarvi espressamente.

Secondo autorevole dottrina ciò che in particolare non persuade è *“il risultato a cui conduce il provvedimento in commento, vale a dire il convincimento per cui, stabilito un termine per recedere dal rapporto e per chiedere il rimborso, un evento legato alle condizioni economiche della società emittente trasformerebbe una relazione giuridica regolata con una marcata causa di finanziamento in un conferimento inesigibile ed equiparabile ad un apporto come capitale di rischio”*.¹⁹⁰

Per tale ragione, mancando nell'accordo fra le parti un'espressa deroga alla disciplina civilistica non si riesce a comprendere perché nel caso in commento non si potesse far riferimento a quanto previsto dall'art 1186 c.c.¹⁹¹ in tema di decadenza dal beneficio del termine.

Parimenti non sembra persuasivo giustificare i termini di una tale decisione sostenendo che a seguito della dichiarazione di fallimento, i principi dettati dallo stesso diritto fallimentare non siano applicabili al negozio giuridico esistente fra la società emittente e il titolare di Sfp.

Anche in tale occasione, tuttavia, non si rinviene alcuna volontà derogatoria delle parti in merito alla disciplina fallimentare e quindi rimane oscura la motivazione

¹⁹⁰ POTOTSCHING P., TREVISAN S. Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi. *Le Società*, 2021, p. 1239

¹⁹¹ Art. 1186 c.c. “Quantunque il termine sia stabilito a favore del debitore, il creditore può esigere immediatamente la prestazione se il debitore è divenuto insolvente o a diminuito, per fatto proprio, le garanzie che aveva date o non ha dato le garanzie che aveva promesse.”

per cui non possa trovare applicazione l'art. 55 l. fall.¹⁹² che prevede un meccanismo speculare al succitato art. 1186 c.c.

La risposta al quesito che domandava se fosse o meno divisibile la posizione assunta dal Tribunale di Bologna sembra a questo punto emergere con chiarezza: si può ritenere legittima la richiesta di ammissione allo stato passivo in quanto il titolare di Sfp vantava un credito nei confronti della società insolvente.

La legge fallimentare riconosce la possibilità che i diritti di credito siano subordinati a termini o condizioni poiché l'art. 96, comma 2, l. fall.¹⁹³ disciplina espressamente, per casi simili, l'ammissione con riserva. Si pensi all'ipotesi in cui il termine quinquennale, al decorso del quale il regolamento Sfp riconosceva al titolare il diritto di recesso, fosse scaduto in corso di procedura. Ecco allora che il titolare avrebbe senz'altro avuto diritto a vedere riconosciuto il proprio credito nello stato passivo e quindi una decisione di simile natura, non può che disincentivare l'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi come canale di finanziamento alternativo dell'impresa.

¹⁹² Art. 55 l. fall. *“La dichiarazione di fallimento sospende il corso degli interessi convenzionali o legali, agli effetti del concorso, fino alla chiusura del fallimento a meno che i crediti non siano garantiti da ipoteca, da pegno o privilegio, salvo quanto è disposto dal terzo comma dell'articolo precedente.*

I debiti pecuniari del fallito si considerano scaduti, agli effetti del concorso, alla data di dichiarazione del fallimento.

I crediti condizionali partecipano al concorso, a norma degli artt. 96, 113, e 113-bis. Sono compresi tra i crediti condizionali quelli che non possono farsi valere contro il fallito, se non previa escussione di un obbligato principale.”

¹⁹³ Art 96, comma 2, l. fall *“Oltre che nei casi stabiliti dalla legge, sono ammessi con riserva:*

1) i crediti condizionati e quelli indicati nell'ultimo comma dell'art. 55;

2) i crediti per i quali la mancata produzione del titolo dipende da fatto non riferibile al creditore, salvo che la produzione avvenga nel termine assegnato dal giudice;

3) i crediti accertati con sentenza del giudice ordinario o speciale non passata in giudicato, pronunciata prima della dichiarazione di fallimento. Il curatore può proporre o proseguire il giudizio di impugnazione.”

CAPITOLO IV

CASE STUDY: IL CONCORDATO ASTALDI

Sommario: 1. La vicenda. - 2. Gli strumenti finanziari partecipativi nella proposta e nel piano concordatario. - 3. Convenienza della soluzione concordataria rispetto all'ipotesi alternativa dell'amministrazione straordinaria.

1. La vicenda

La trattazione ha portato, fin qui, ad indagare il peculiare utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi come mezzo per risanare l'impresa in crisi attraverso l'attribuzione degli strumenti stessi ai creditori.

Si è concentrata l'attenzione sulle posizioni più significative della dottrina formatesi rispetto agli arresti giurisprudenziali che più di altri hanno significato innovazione nell'applicazione concreta degli strumenti ex art. 2346, comma 6, c.c.

Significativo al riguardo è al caso Astaldi, laddove gli strumenti finanziari partecipativi sono stati previsti ed utilizzati quale mezzo "satisfattivo" dei creditori tramite *datio in solutum*.

Sembra opportuno, allora - prima di esaminare approfonditamente i tratti di un'operazione così complessa - prendere le mosse dall'inquadramento della società interessata e dalle vicende che ne hanno determinato la crisi.

Le radici storiche di Astaldi, società *holding* dell'omonimo "Gruppo Astaldi", si rinvergono negli anni '20 del ventesimo secolo, con la fondazione della ditta individuale da parte dell'Ing. Sante Astaldi, impegnata, in un primo periodo, nel settore nazionale degli appalti di opere pubbliche e, nella seconda metà del secolo scorso - attraverso la creazione della società Impresa Astaldi Estero s.p.a - anche sul

territorio internazionale (in particolare si ricorda l'attività svolta sul territorio africano, medio orientale, asiatico e dell'America centrale).¹⁹⁴

Al fine di comprendere la centralità del ruolo che riveste tale società nel panorama internazionale, si possono richiamare in via non esaustiva, ma chiarificatrice, taluni dei lavori più significativi: la realizzazione, nel corso degli anni '50 e '60, dell'Autostrada del Sole (realizzata principalmente da Astaldi), la costruzione, tra il 1968 e il 1978, della diga di Tarbela in Pakistan e l'impianto idroelettrico di Inga, nella Repubblica Democratica del Congo.

L'esperienza e il *know-how* acquisito tramite l'incorporazione di altre società di assoluto rilievo nel corso degli anni (si pensi a Gruppo Dipenta Costruzioni s.p.a e Italstrade s.p.a) hanno consentito alla società di affermarsi progressivamente sul mercato nazionale e internazionale quale principale *General Contractor* italiano nella progettazione, realizzazione e gestione di infrastrutture pubbliche e di grandi opere di ingegneria civile.

Tuttavia, nel corso degli ultimi anni, Astaldi ha fronteggiato una complessa crisi aziendale, al punto da rendere necessario una richiesta di accesso alla procedura concorsuale di cui si tratterà nel presente capitolo.

Astaldi si trovava a far i conti con un debito per cassa di 2,5 miliardi (900 milioni di *bond* più 1,6 miliardi di linee di credito) più linee di bondistica, ossia di garanzie legate a progetti internazionali, per altri 1,7 miliardi, a cui si sommano 500 milioni di *revolving credit facility*.¹⁹⁵

¹⁹⁴ Tribunale di Roma C.P. 63/2018 Astaldi s.p.a. - relazione ex art. 172 l. fall. Commissari giudiziali avv. Mascolo V, dott. Proia E, dott. Zampetti P., p 14

¹⁹⁵ “Si tratta di una linea di credito destinata ad aziende di buon *standing* e risponde ad esigenze di elasticità di cassa ben individuate che presentano una variabilità dettata da più fattori tali da non consentire di individuare a priori l'esatta tempistica degli utilizzi”. Tale definizione è consultabile presso il sito www.mps.corporate.finance.it

Un'esposizione rilevante a cui il gruppo, complice una contemporanea crisi di liquidità e l'impossibilità di dar seguito ad un precedente progetto di rafforzamento patrimoniale, non riusciva più a far fronte.¹⁹⁶

Le cause del dissesto che hanno condotto la società in un contesto di assai precario equilibrio, sono state illustrate dalla stessa in occasione della presentazione del ricorso contenente la proposta di concordato preventivo.

Astaldi, in primo luogo, ha fatto riferimento alla crisi che, sin dal primo decennio del secolo in corso, ha colpito duramente l'economia globale e, in particolare il settore economico-industriale nell'ambito del quale essa opera.

La società ha quindi individuato, tra gli elementi scatenanti che hanno dato luogo al dissesto di cui ci si sta occupando, i seguenti fattori: (i) l'allungamento dei tempi necessari ad ottenere i pagamenti per le commesse realizzate da parte degli enti pubblici e il mancato incasso dei crediti da parte degli enti appaltanti; (ii) la riduzione dei finanziamenti concessi dalle banche alle imprese, quale conseguenza della crisi economica del settore; (iii) l'incremento dei costi operativi connessi allo svolgimento dell'attività d'impresa, con conseguente riduzione dei margini di ricavo determinati dall'incremento dei ribassi di gara in sede di aggiudicazione.¹⁹⁷

Alla luce di ciò, il 28 settembre 2018, Astaldi s.p.a. ha presentato ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, ex dell'art. 161, comma 6, l. fall.¹⁹⁸, presso la cancelleria della sezione fallimentare del tribunale di Roma.

¹⁹⁶ GALVAGNI L., MANGANO M. Astaldi pronto il concordato in bianco, *il Sole 24 Ore*, 26. 09. 2018

¹⁹⁷ Tribunale di Roma C.P. 63/2018 Astaldi s.p.a. - relazione ex art. 172 l. fall. Commissari giudiziali avv. Mascolo V, dott. Proia E, dott. Zampetti P., p. 22

¹⁹⁸ Art. 161, comma 6, l. fall "L'imprenditore può depositare il ricorso contenente la domanda di concordato unitamente ai bilanci relativi agli ultimi tre esercizi e all'elenco nominativo dei creditori con l'indicazione dei rispettivi crediti, riservandosi di presentare la proposta, il piano e la documentazione di cui ai commi secondo e terzo entro un termine fissato dal giudice, compreso fra sessanta e centoventi giorni e prorogabile, in presenza di giustificati motivi, di non oltre sessanta giorni. Nello stesso termine, in alternativa e con conservazione sino all'omologazione degli effetti prodotti dal ricorso, il debitore può depositare domanda ai sensi dell'articolo 182-bis, primo comma. In mancanza, si applica l'articolo 162, commi

A partire dalla riforma del 2012, infatti, il debitore - ai sensi del succitato comma sesto dell'art. 161 l. fall. - può presentare una domanda di concordato con riserva o c.d. in bianco ¹⁹⁹, avvalendosi della facoltà di presentare successivamente la proposta, il piano e gli altri allegati richiesti dalla legge (si pensi alla (i) relazione aggiornata sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa, (ii) allo stato analitico delle attività con i relativi valori, (iii) all'elenco nominativo dei creditori e dei titolari di diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore, (iv) al piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta). ²⁰⁰

Il Tribunale, in data 17 ottobre 2018, concedeva un termine di sessanta giorni (successivamente esteso di ulteriori sessanta) per il deposito della suddetta

secondo e terzo. Con decreto motivato che fissa il termine di cui al primo periodo, il tribunale può nominare il commissario giudiziale di cui all'articolo 163, secondo comma, n. 3; si applica l'articolo 170, secondo comma. Il commissario giudiziale, quando accerta che il debitore ha posto in essere una delle condotte previste dall'articolo 173, deve riferirne immediatamente al tribunale che, nelle forme del procedimento di cui all'articolo 15 e verificata la sussistenza delle condotte stesse, può, con decreto, dichiarare improcedibile la domanda e, su istanza del creditore o su richiesta del pubblico ministero, accertati i presupposti di cui agli articoli 1 e 5, dichiara il fallimento del debitore con contestuale sentenza reclamabile a norma dell'articolo 18.”

¹⁹⁹ CAMPOBASSO G.F. Diritto commerciale 3 - Contratti titoli di credito procedure concorsuali. Utet, pp. 426 e 427

²⁰⁰ Art 161, commi 2 - 3, l. fall. “*Il debitore deve presentare con il ricorso:*
a) *una aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa;*
b) *uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione;*
c) *l'elenco dei titolari dei diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore;*
d) *il valore dei beni e i creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili;*
e) *un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta; in ogni caso, la proposta deve indicare l'utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile che il proponente si obbliga ad assicurare a ciascun creditore.*
Il piano e la documentazione di cui ai commi precedenti devono essere accompagnati dalla relazione di un professionista, designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d), che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo. Analoga relazione deve essere presentata nel caso di modifiche sostanziali della proposta o del piano.”

documentazione, ovvero per procedere ai sensi dell'art. 182 bis²⁰¹ (o septies)²⁰², il quale prevede il raggiungimento di un'intesa di tipo negoziale ma con garanzie costituite da una verifica e da un'omologa di tribunale.

²⁰¹ Art. 182-bis “L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'articolo 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista, designato dal debitore, in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d) sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei nel rispetto dei seguenti termini:

- a) entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a quella data;
- b) entro centoventi giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti alla data dell'omologazione.

L'accordo è pubblicato nel registro delle imprese e acquista efficacia dal giorno della sua pubblicazione.

Dalla data della pubblicazione e per sessanta giorni i creditori per titolo e causa anteriore a tale data non possono iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore, nè acquisire titoli di prelazione se non concordati. Si applica l'articolo 168 secondo comma.

Entro trenta giorni dalla pubblicazione i creditori e ogni altro interessato possono proporre opposizione. Il tribunale, decise le opposizioni, procede all'omologazione in camera di consiglio con decreto motivato. Il tribunale omologa l'accordo anche in mancanza di adesione da parte dell'amministrazione finanziaria o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie quando l'adesione è decisiva ai fini del raggiungimento della percentuale di cui al primo comma e quando, anche sulla base delle risultanze della relazione del professionista di cui al medesimo comma, la proposta di soddisfacimento della predetta amministrazione o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie è conveniente rispetto all'alternativa liquidatoria. Ai fini di cui al periodo che precede, l'eventuale adesione deve intervenire entro novanta giorni dal deposito della proposta di soddisfacimento.

Il decreto del tribunale è reclamabile alla corte di appello ai sensi dell'art. 183, in quanto applicabile, entro quindici giorni dalla sua pubblicazione nel registro delle imprese.

Il divieto di iniziare o proseguire le azioni cautelari o esecutive di cui al terzo comma può essere richiesto dall'imprenditore anche nel corso delle trattative e prima della formalizzazione dell'accordo di cui al presente articolo, depositando presso il tribunale competente ai sensi dell'articolo 9 la documentazione di cui all'articolo 161, primo e secondo comma, lettere a), b), c) e d) e una proposta di accordo corredata da una dichiarazione dell'imprenditore, avente valore di autocertificazione, attestante che sulla proposta sono in corso trattative con i creditori che rappresentano almeno il sessanta per cento dei crediti e da una dichiarazione del professionista avente i requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d), circa la idoneità della proposta, se accettata, ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori con i quali non sono in corso trattative o che hanno comunque negato la propria

disponibilità a trattare. L'istanza di sospensione di cui al presente comma è pubblicata nel registro delle imprese e produce l'effetto del divieto di inizio o prosecuzione delle azioni esecutive e cautelari, nonché del divieto di acquisire titoli di prelazione, se non concordati, dalla pubblicazione.

Il tribunale, verificata la completezza della documentazione depositata, fissa con decreto l'udienza entro il termine di trenta giorni dal deposito dell'istanza di cui al sesto comma, disponendo la comunicazione ai creditori della documentazione stessa. Nel corso dell'udienza, riscontrata la sussistenza dei presupposti per pervenire a un accordo di ristrutturazione dei debiti con le maggioranze di cui al primo comma e delle condizioni per l'integrale pagamento dei creditori con i quali non sono in corso trattative o che hanno comunque negato la propria disponibilità a trattare, dispone con decreto motivato il divieto di iniziare o proseguire le azioni cautelari o esecutive e di acquisire titoli di prelazione se non concordati assegnando il termine di non oltre sessanta giorni per il deposito dell'accordo di ristrutturazione e della relazione redatta dal professionista a norma del primo comma. Il decreto del precedente periodo è reclamabile a norma del quinto comma in quanto applicabile.

Se prima dell'omologazione intervengono modifiche sostanziali del piano, è rinnovata l'attestazione di cui al primo comma e il debitore chiede il rinnovo delle manifestazioni di consenso ai creditori parti degli accordi. L'attestazione deve essere rinnovata anche in caso di modifiche sostanziali degli accordi. Qualora dopo l'omologazione si rendano necessarie modifiche sostanziali del piano, l'imprenditore vi apporta le modifiche idonee ad assicurare l'esecuzione degli accordi, richiedendo al professionista indicato all'articolo 67, terzo comma, lettera d) il rinnovo dell'attestazione. In tal caso, il piano modificato e l'attestazione sono pubblicati nel registro delle imprese e della pubblicazione è dato avviso ai creditori a mezzo di lettera raccomandata o posta elettronica certificata. Entro trenta giorni dalla ricezione dell'avviso è ammessa opposizione avanti al tribunale, nelle forme di cui al quarto comma.

A seguito del deposito di un accordo di ristrutturazione dei debiti nei termini assegnati dal tribunale trovano applicazione le disposizioni di cui al secondo, terzo, quarto e quinto comma. Se nel medesimo termine è depositata una domanda di concordato preventivo, si conservano gli effetti di cui ai commi sesto e settimo.”

²⁰² Art. 182-septies “La disciplina di cui all'articolo 182-bis si applica, in deroga agli articoli 1372 e 1411 del codice civile, al caso in cui gli effetti dell'accordo siano estesi anche ai creditori non aderenti che appartengano alla medesima categoria, individuata tenuto conto dell'omogeneità di posizione giuridica ed interessi economici.

Ai fini di cui al primo comma occorre che:

- a) tutti i creditori appartenenti alla categoria siano stati informati dell'avvio delle trattative, siano stati messi in condizione di parteciparvi in buona fede e abbiano ricevuto complete e aggiornate informazioni sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del debitore nonché sull'accordo e sui suoi effetti;
- b) l'accordo preveda la prosecuzione dell'attività d'impresa in via diretta o indiretta;
- c) i crediti dei creditori aderenti appartenenti alla categoria rappresentino il 75 per cento di tutti i creditori appartenenti alla categoria, fermo restando che un creditore può essere titolare di crediti inseriti in più di una categoria;

Nei termini prescritti dalla Corte, la società depositava il ricorso contenente la proposta e il piano di concordato preventivo in continuità aziendale ai sensi dell'art. 186 bis l. fall.

Il Tribunale, tuttavia, evidenziando taluni aspetti problematici nella proposta e nel piano, invitava Astaldi a modificare la documentazione.

In estrema sintesi, come si avrà modo di approfondire nel prossimo paragrafo della presente trattazione, la nuova e definitiva proposta formulata dalla società prevedeva un piano in continuità aziendale e intendeva soddisfare l'onere concordatario in un orizzonte temporale di tre anni e mezzo dalla data di omologazione della proposta concordataria, attraverso:

- (i) la prosecuzione dell'attività d'impresa da parte della stessa Astaldi, volta a garantire la continuità della Società attraverso la sua gestione diretta;
- (ii) il rafforzamento patrimoniale e finanziario, mediante l'erogazione di alcuni finanziamenti prededucibili;

d) i creditori della medesima categoria non aderenti ai quali sono estesi gli effetti dell'accordo possano risultare soddisfatti in base all'accordo stesso in misura non inferiore rispetto all'alternativa liquidatoria;

e) il debitore abbia notificato l'accordo, la domanda di omologazione e i documenti allegati ai creditori nei confronti dei quali chiede di estendere gli effetti dell'accordo.

Per i creditori della medesima categoria non aderenti ai quali il debitore chiede di estendere gli effetti dell'accordo il termine per proporre opposizione decorre dalla data della notifica di cui al secondo comma.

In nessun caso, per effetto dell'accordo di ristrutturazione, ai creditori ai quali è stato esteso l'accordo possono essere imposti l'esecuzione di nuove prestazioni, la concessione di affidamenti, il mantenimento della possibilità di utilizzare affidamenti esistenti o l'erogazione di nuovi finanziamenti. Non è considerata nuova prestazione la prosecuzione della concessione del godimento di beni oggetto di contratti di locazione finanziaria già stipulati.

Quando un'impresa ha debiti verso banche e intermediari finanziari in misura non inferiore alla metà dell'indebitamento complessivo, l'accordo di ristrutturazione dei debiti può individuare una o più categorie tra tali tipologie di creditori che abbiano fra loro posizione giuridica ed interessi economici omogenei. In tal caso il debitore, con la domanda di cui all'articolo 182-bis, può chiedere, anche se non ricorre la condizione prevista dal secondo comma, lettera b), del presente articolo, che gli effetti dell'accordo siano estesi anche ai creditori non aderenti appartenenti alla medesima categoria. Restano fermi i diritti dei creditori diversi da banche e intermediari finanziari.

Ai fini dell'accordo non si tiene conto delle ipoteche giudiziali iscritte nei novanta giorni che precedono la data di pubblicazione del ricorso nel registro delle imprese.”

- (iii) l'aumento di capitale di 323,5 milioni (di cui Euro 225 milioni riservato a Salini Impreglio ed Euro 98,5 milioni riservato ai creditori chirografari, con esclusione del diritto di opzione, per effetto della conversione del relativo credito);
- (iv) la costituzione di un patrimonio destinato, composto da attività oggetto di liquidazione in favore dei creditori.²⁰³

Come ampiamente pronosticabile, il piano veniva prontamente accolto dalla maggioranza dei creditori, composti per lo più da appartenenti al ceto bancario e, pertanto, comprensibilmente favorevoli ad una soluzione alternativa rispetto alla prospettiva liquidatoria.²⁰⁴

In data 17 luglio 2020, il tribunale - all'esito della verifica della regolarità della procedura e dei risultati della votazione dei creditori - pubblicava il decreto di omologa del concordato preventivo ponendo fine ad un complesso *iter* durato due anni.

Tale esito positivo rappresentava la possibilità di dare continuità ad una realtà industriale di rilievo internazionale, di salvaguardare i livelli occupazionali e di continuare a contribuire allo sviluppo infrastrutturale del Paese.

2. Gli strumenti finanziari partecipativi nella proposta e nel piano concordatario

Il contenuto e le modalità in cui si presenta la proposta di concordato formulata da Astaldi s.p.a. costituisce un'innovativa soluzione giuridica della crisi d'impresa, secondo uno schema noto, ma di rado attuato nel panorama giurisprudenziale italiano.

È, difatti, significativo riportare quanto espresso dal tribunale all'interno del decreto di ammissione al concordato, nel punto in cui sostiene come "*appare evidente che la riforma del 2006 ed i successivi interventi in tema di concordato in continuità, prendendo atto che nell'economia capitalistica avanzata il risanamento delle imprese*

²⁰³ Tribunale di Roma C.P. 63/2018 Astaldi s.p.a. - relazione ex art. 172 l. fall. Commissari giudiziali avv. Mascolo V, dott. Proia E, dott. Zampetti P., p. 9

²⁰⁴ Redazione, Il Sole 24 Ore "Astaldi, passa il concordato: 58% di voti favorevoli", 9 aprile 2020

*è spesso attuabile solo con strumenti diversi ed innovativi rispetto a quelli tradizionali basati sulla mera liquidazione dei beni o sull'intervento di un terzo assuntore, ha espressamente chiarito che le operazioni sul capitale sono pienamente legittime e consentite, non contrastando con i principi e le regole proprie del sistema concorsuale. In particolare la continuità aziendale, in un sistema economico e finanziario altamente interconnesso e in rapida evoluzione, non può prescindere, in molti casi, da soluzioni e piani industriali sofisticati che necessitano delle più varie forme d'interrelazione con altri soggetti rispetto alla società proponente, attuabili anche con forme incidenti sul capitale sociale. Le operazioni straordinarie non costituiscono dunque iniziative viste dalla legge con sospetto, ma appartengono alla normale attività delle imprese, fisiologicamente intrinseca alle moderne forme dell'economia ed alle strutture imprenditoriali più complesse.”*²⁰⁵

Nel caso Astaldi si supera la crisi trasformando tutti gli *stakeholders* in *shareholders*, attraverso la conversione dei crediti in titoli rappresentativi di partecipazione sia al capitale sociale sia al ricavato delle cessioni dei beni non strumentali.

In questo modo le partecipazioni sociali non sono più considerate quali beni autonomi della società, ma come strumenti rappresentativi del valore effettivo dell'impresa, comprendente anche il c.d. *surplus* generato dal disegno concordatario.²⁰⁶

Esaminando, a questo punto, in modo più analitico la proposta, formulata nei confronti dei creditori, tramite cui Astaldi intendeva superare la violenta crisi che si trovava ad attraversare. Tale proposta prevedeva:

- (i) la continuazione dell'attività d'impresa, con la sola eccezione di alcuni *assets* specificamente individuati che saranno

²⁰⁵ Decreto di ammissione al concordato preventivo in continuità aziendale - C.P. n. 63/2018, p. 20, consultabile presso www.astaldi.com

²⁰⁶ Tribunale di Roma C.P. 63/2018 Astaldi s.p.a. - relazione ex art. 172 l. fall. Commissari giudiziali avv. Mascolo V, dott. Proia E, dott. Zampetti P., p. 12

ricompresi nel patrimonio destinato ex art 2447 *bis* c.c.²⁰⁷ di cui è prevista la liquidazione;

(ii) l'aumento di capitale di Astaldi s.p.a., per euro 225.000.000,00, da liberarsi in denaro riservato a WeBuild s.p.a. (già Salini Impregilo s.p.a.), che si è impegnata a sottoscriverlo irrevocabilmente, ma condizionatamente all'omologa definitiva del concordato, senza diritto di opzione ai vecchi azionisti;

(iii) un ulteriore aumento di capitale per euro 98.653.846,00, destinato a servizio della conversione in azioni dei debiti chirografari della società;

(iv) l'emissione da parte di Astaldi di strumenti finanziari partecipativi destinati ad attribuire ai creditori chirografari di Astaldi i proventi netti derivanti dalla progressiva dismissione di attività autonomamente liquidabili in parte facenti capo in via diretta ad Astaldi ed in parte facenti capo alla società Astaldi Concessioni (interamente posseduta da Astaldi), di cui era prevista la scissione parziale.

Il piano concordatario prevede che il concordato debba considerarsi adempiuto:

(i) con il pagamento, in denaro, dei debiti preeducibili e privilegiati;

(ii) con l'attribuzione ai creditori chirografari delle azioni di nuova emissione secondo le quantità sopra previste;

(iii) con l'attribuzione ai creditori chirografari degli strumenti finanziari partecipativi.

²⁰⁷ Art. 2447 *bis* "La società può:

a) *Costituire uno o più patrimoni destinati ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare;*

b) *Convenire che nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano destinati i proventi dell'affare stesso, o parte di essi.*

Salvo quanto disposto da leggi speciali, i patrimoni destinati ai sensi della lettera a) del primo comma non possono essere costituiti per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società e non possono comunque essere costituiti per l'esercizio di affari attinenti ad attività riservate in base alle leggi speciali."

È, quindi, previsto che i creditori chirografari siano soddisfatti tramite l'attribuzione sia di azioni che di strumenti finanziari partecipativi. Per quanto attiene alle prime, si tratta di azioni di nuova emissione, che saranno assegnate ai creditori chirografari in ragione di n.12,493 azioni per ogni 100 Euro di credito.

Sul fronte strumenti finanziari partecipativi invece, questi attribuiranno al creditore il diritto di concorrere al ricavato netto della liquidazione dei beni ricompresi nel sopracitato patrimonio destinato e saranno assegnati ai creditori in ragione di n. 1 Sfp per ogni euro di credito vantato.

Si prosegue affermando che l'assegnazione di tali titoli sarà completata entro 120 giorni dall'omologazione del tribunale.²⁰⁸

Per quel che qui concerne, è allora di assoluto interesse approfondire gli aspetti che caratterizzano l'offerta di strumenti finanziari partecipativi. Per tale studio, sarà necessario soffermarsi non unicamente sulla proposta formulata dai Astaldi ai creditori, ma osservare da vicino il Regolamento Sfp il quale disciplina le modalità, i termini, le condizioni di emissione, le caratteristiche, il regime di circolazione, nonché i diritti patrimoniali e amministrativi degli strumenti.²⁰⁹

Come si è anticipato nel corso della trattazione²¹⁰, nel caso in cui gli strumenti finanziari partecipativi vengano attribuiti ai creditori, non vi è da parte di questi ultimi un apporto che possa qualificarsi come entrata di nuove risorse finanziarie nelle casse della società in crisi.

²⁰⁸ Decreto di ammissione al concordato preventivo in continuità aziendale - C.P. n. 63/2018, p. 3 e ss., consultabile presso www.astaldi.com

²⁰⁹ REGOLAMENTO SFP – ASTALDI consultabile al sito www.astaldi.com, par. 1 “*il presente regolamento (il “Regolamento”) disciplina le modalità, i termini e le condizioni di emissione, le caratteristiche, il regime di circolazione, nonché i diritti patrimoniali e amministrativi degli strumenti finanziari partecipativi, equity like, privi di valore nominale (gli “SFP”) la cui emissione è stata deliberata con delibera del Consiglio d’Amministrazione di Astaldi S.p.A. (“la Società”) tenutasi in data 24 maggio 2020, avente ad oggetto, inter alia, la costituzione del patrimonio destinato ai sensi degli artt. 2447-bis del Codice Civile e la emissione degli SFP (la “Delibera di Emissione”) in esecuzione del piano concordatario con continuità diretta della Società (“il Piano di Concordato”).*”

²¹⁰ v. cap. III § 4.1

Si tratta, evidentemente, di una *datio in solutum*, che consente alla società emittente di estinguere la propria posizione debitoria a seguito della cessione degli Sfp ai creditori.

Il Regolamento in commento prevede, in tal senso, che l'emissione di Sfp, privi di valore nominale, avvenga a fronte di un apporto di valore complessivo pari all'importo complessivo di tutti i crediti vantati dai creditori chirografari riconosciuti, ossia coloro che risultavano dal piano concordatario per titolo o causa anteriore alla pubblicazione del ricorso di pre-concordato della società.

Quanto detto è da riferirsi alla c.d. prima emissione, le successive - come stabilito al paragrafo 3.3 ²¹¹ - sono deliberate dal consiglio d'amministrazione della società a fronte di un apporto di valore di volta in volta pari ai crediti vantati dai creditori chirografari riconosciuti successivamente per effetto e a far data rispettivamente *i*) dall'avvenuto riconoscimento scritto del credito da parte della società o *ii*) dal passaggio in giudicato o dalla provvisoria esecutività del provvedimento giurisdizionale che accerta l'esistenza e l'ammontare del suddetto credito.

Si tratta di strumenti che hanno natura partecipativa e, pertanto, gli ulteriori apporti eventualmente effettuati dai sottoscrittori per l'emissione di Sfp, si considerano a fondo perduto e sono contabilizzati in un'apposita riserva indisponibile di patrimonio netto.

Nel Regolamento Astaldi s.p.a. si prevede che gli Sfp attribuiscono ai rispettivi titolari il diritto di percepire i proventi netti di liquidazione a ciascuna distribuzione.

²¹¹ REGOLAMENTO SFP – ASTALDI consultabile al sito www.astaldi.com, par. 3.3. *“Ulteriori emissioni di SFP (le “Ulteriori Emissioni”) saranno deliberate dal Consiglio di Amministrazione della Società a fronte di un apporto di valore di volta in volta pari ai crediti vantati dai Creditori Chirografari Riconosciuti Successivamente per effetto e a far data rispettivamente (i) dall'avvenuto riconoscimento scritto del credito da parte della Società o (ii) dal passaggio in giudicato o dalla provvisoria esecutività del provvedimento giurisdizionale che accerta l'esistenza e l'ammontare del suddetto credito (ciascuno un “Ulteriore Apporto” e complessivamente gli “Ulteriori Apporti”). Anche le Ulteriori Emissioni si intendono automaticamente sottoscritte e liberate dai Creditori Chirografari Riconosciuti Successivamente per effetto dell’Omologa Definitiva.”*

Pertanto non vi è alcun diritto di ricevere un importo a titolo di restituzione del capitale esistente ovvero delle riserve di capitale.

Tali proventi netti di liquidazione che via via si realizzano come esito delle cessioni previste dalla liquidazione del patrimonio destinato saranno, quindi, oggetto di distribuzione a favore degli strumentisti per tutta la durata degli Sfp.

Il paragrafo 8²¹² specifica che gli Sfp durano sino alla data di integrale ripartizione del residuo di liquidazione del patrimonio destinato.

Il Regolamento conclude, in tema di diritti patrimoniali, che in caso di un accordo transattivo autorizzato nel contesto della procedura di concordato della società ovvero di sentenza (anche provvisoriamente esecutiva) che riconosca, anche solo parzialmente, la natura di privilegiata o prededucibile dei crediti contestati, il procuratore, su semplice richiesta della società, dovrà effettuare l'immediato pagamento di quanto previsto.

Tanto avverrà secondo quanto previsto dalle risultanze dell'accordo transattivo ovvero dalla sentenza, a valere su flussi di cassa del patrimonio destinato e con l'utilizzo degli importi a titolo di accantonamento crediti contestati.

Oltre ai diritti patrimoniali di cui sopra, gli strumenti finanziari partecipativi attribuiscono ai rispettivi titolari anche i seguenti diritti di natura amministrativa:

- (i) il diritto di partecipare ed esprimere il proprio voto nell'assemblea speciale degli Sfp ai sensi dell'art. 2447 *bis* c.c. Quest'ultima verrà chiamata a deliberare su specifiche materie, tra cui in particolare la nomina e revoca del Rappresentante Comune dei titolari di Sfp, sull'azione di responsabilità nei confronti dello stesso, sull'eventuale costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi, etc.;²¹³

²¹² REGOLAMENTO SFP – ASTALDI consultabile al sito www.astaldi.com, par. 8 “*Gli SFP hanno una durata fino alla data di integrale ripartizione del Residuo di Liquidazione del Patrimonio Destinato*”

²¹³ Si rimanda per completezza a REGOLAMENTO SFP – ASTALDI consultabile al sito www.astaldi.com, par. 7

(ii) il diritto di ricevere, a mezzo di trasmissione al Rappresentante Comune Sfp, entro 30 giorni dalla loro predisposizione, le relazioni illustrative annuali, predisposte dai Procuratori, in ordine allo stato e alle prospettive di attuazione del piano di liquidazione del Patrimonio Destinato;

(iii) il diritto di ricevere, a mezzo di trasmissione al Rappresentante Comune Sfp, entro 30 giorni dalla loro predisposizione, il rendiconto separato del Patrimonio Destinato previsto dall'art. 2447 *septies* c.c.²¹⁴ da allegarsi al bilancio della società, nonché il rendiconto finale del patrimonio separato ex art. 2447 *novies* c.c.²¹⁵;

²¹⁴ Art. 2447 *septies* c.c. “*I beni e i rapporti compresi nei patrimoni destinati ai sensi della lettera a) del primo comma dell'articolo 2447-bis sono distintamente indicati nello stato patrimoniale della società.*

Per ciascun patrimonio destinato gli amministratori redigono un separato rendiconto, allegato al bilancio, secondo quanto previsto dagli articoli 2423 e seguenti.

Nella nota integrativa del bilancio della società gli amministratori devono illustrare il valore e la tipologia dei beni e dei rapporti giuridici compresi in ciascun patrimonio destinato, ivi inclusi quelli apportati da terzi, i criteri adottati per la imputazione degli elementi comuni di costo e di ricavo, nonché il corrispondente regime della responsabilità.

Qualora la deliberazione costitutiva del patrimonio destinato preveda una responsabilità illimitata della società per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare, l'impegno da ciò derivante deve risultare in calce allo stato patrimoniale e formare oggetto di valutazione secondo criteri da illustrare nella nota integrativa.”

²¹⁵ Art 2447 *novies* c.c. “*Quando si realizza ovvero è divenuto impossibile l'affare cui è stato destinato un patrimonio ai sensi della lettera a) del primo comma dell'articolo 2447-bis, gli amministratori redigono un rendiconto finale che, accompagnato da una relazione dei sindaci e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, deve essere depositato presso l'ufficio del registro delle imprese.*

Nel caso in cui non siano state integralmente soddisfatte le obbligazioni contratte per lo svolgimento dello specifico affare cui era destinato il patrimonio, i relativi creditori possono chiederne la liquidazione mediante lettera raccomandata da inviare alla società entro novanta giorni dal deposito di cui al comma precedente. In tale caso, si applicano esclusivamente le disposizioni sulla liquidazione delle società di cui al capo VIII del presente titolo, in quanto compatibili.

Sono comunque salvi, con riferimento ai beni e rapporti compresi nel patrimonio destinato, i diritti dei creditori previsti dall'articolo 2447-quinquies.

La deliberazione costitutiva del patrimonio destinato può prevedere anche altri casi di cessazione della destinazione del patrimonio allo specifico affare. In tali ipotesi ed in quella di fallimento della società si applicano le disposizioni del presente articolo.”

(iv) il diritto di ricevere, a mezzo di trasmissione al Rappresentante Comune Sfp entro 15 giorni dalla loro predisposizione, i prospetti di distribuzione dei Proventi Netti di Liquidazione.

Infine, si prevede che gli strumenti finanziari partecipativi potranno essere liberamente trasferiti per il tramite degli intermediari autorizzati aderenti al sistema di gestione accentrata Monte Titoli s.p.a.

In funzione di quando appena previsto, Astaldi ha dunque provveduto a redigere il piano economico-finanziario del Patrimonio Destinato per il periodo compreso tra il 2020 e il 2023.

Per concludere, i vantaggi che si riscontrano nell'assegnazione ai creditori chirografari di tali strumenti in sede di concordato sono immediatamente evidenti. Se lato creditori i benefici verranno in seguito illustrati (v. § 3), i vantaggi riscontrabili per l'impresa attengono ai piani temporale e patrimoniale.

Per quanto riguarda il primo, non può non apparire appetibile agli occhi dell'impresa la possibilità di estinguere la propria posizione debitoria in via istantanea, al momento dell'omologazione. La dazione di Sfp, difatti, fa venire meno il rapporto di credito nel momento stesso in cui il creditore diviene titolare delle partecipazioni della società.

Il secondo aspetto, invece, concerne il profilo patrimoniale: infatti la *datio in solutum* con ad oggetto gli strumenti finanziari partecipativi permette alla società di soddisfare i creditori chirografari (i quali rappresentano la fetta più grande della categoria) senza esborso di denaro, potendo allora orientare le disponibilità liquide a favore dei creditori privilegiati.

Avendo osservato da vicino la proposta e il piano concordatario, si dimostra interessante un approfondimento riguardante l'attività dei giudici in sede di omologazione.

In tale contesto, il tribunale effettua un controllo sulla regolarità della procedura e del risultato della votazione. L'attuale disciplina non prevede più invece un controllo di merito sulla convenienza economica del concordato per i creditori, sulla sicurezza

delle garanzie offerte o sulla sufficienza dei beni.²¹⁶ La vantaggiosità del concordato resta, pertanto, rimessa alla sola valutazione dei creditori.²¹⁷

Nonostante quanto appena sostenuto, il Tribunale di Roma, nel caso in esame, ha ritenuto di dover procedere ad un controllo di legittimità sostanziale, dovendo svolgere una funzione di tutela dell'interesse pubblico.

Infatti sebbene l'istituto del concordato preventivo presenti una natura di tipo negoziale, nella relativa disciplina sono individuabili evidenti manifestazioni di riflessi pubblicistici, suggeriti dall'avvertita esigenza di tener conto anche degli interessi di soggetti tipicamente non aderenti alla proposta, ma comunque esposti agli effetti di una sua non condivisa approvazione, ed attuati mediante la fissazione di una serie di regole processuali inderogabili, finalizzate alla corretta formazione dell'accordo tra debitore e creditori, nonché con il potenziamento dei margini di intervento del giudice in chiave di garanzia.²¹⁸

Il controllo dei giudici, dunque, in tale fase di omologazione, si traduce innanzitutto nella valutazione dell'effettiva idoneità del piano ad assicurare il soddisfacimento della causa della procedura, ossia ad assicurare un pur minimo soddisfacimento dei creditori chirografari (ossia che nel controllo non vi siano motivi ostativi in diritto, quali ad esempio la liquidazione di beni di terzi ovvero qualsiasi altra ragione di illegittimità).

In secondo luogo il Tribunale è chiamato a vagliare l'effettiva idoneità del piano ad assicurare il soddisfacimento della causa della procedura, ossia ad assicurare un pur minimo soddisfacimento dei creditori chirografari.

²¹⁶ CAMPOBASSO G.F. Diritto commerciale 3 - Contratti titoli di credito procedure concorsuali. *Utet*, p. 434

²¹⁷ Se ne deduce, benché il punto non sia pacifico, che in mancanza di opposizioni il tribunale non può rifiutare l'omologazione quando ritenga la proposta concordataria irrealizzabile perché anche l'alea concernente il raggiungimento degli obiettivi promessi rientra nelle valutazioni di merito riservate ai creditori. (Corte di Cassazione n.18987/2011, consultabile presso www.cortedicassazione.it)

²¹⁸ In tal senso, Corte di Cassazione S.S.U.U. n. 1521/2013

Questo si traduce nella competenza dei giudici nel verificare non solo la sussistenza dei requisiti di regolarità della procedura, ma anche di appurare la fattibilità giuridica del piano.²¹⁹

Ad avviso del Tribunale, la limitazione degli interessi dei soggetti coinvolti rispetto a quelli dell'imprenditore di uscire dallo stato di crisi, può rinvenire fondamento giustificativo nel caso in cui ricorrano entrambi le seguenti condizioni: (i) che lo svolgimento del procedimento avvenga nel rispetto delle indicazioni del legislatore, vale a dire consentendo ai creditori, dapprima di votare avendo conoscenza (o avendo avuto la possibilità di conoscere) di tutti i dati a tal fine necessari e, quindi, di esprimere le eventuali riserve nel giudizio di omologazione; (ii) che la conseguente definizione si realizzi con il raggiungimento della duplice finalità perseguita con l'instaurazione della menzionata procedura, consistente nel superamento della situazione di crisi dell'imprenditore, da una parte e nel riconoscimento in favore dei creditori di una sia pur minimale consistenza del credito da essi vantato in tempi di realizzazione ragionevolmente contenuti, dall'altra.

Sotto altro profilo si osserva che la proposta formulata dalla società non prevede la suddivisione in classi, prevedendo infatti il medesimo trattamento per tutti i creditori.

Viene infatti stabilito che i creditori privilegiati vengano soddisfatti tramite pagamento in denaro, mentre si offre un compendio di azioni e strumenti finanziari partecipativi per i creditori chirografari.

Quanto appena espresso, tuttavia non contrasta con alcuna previsione normativa, poiché il Legislatore non prevede un obbligo di formazione delle classi, né stabilisce alcun criterio specifico in merito alla suddivisione dei creditori chirografari, limitandosi ad indicare che le classi, se formate, debbano essere composte "*secondo posizione giuridica e interessi economici omogeni*". (art 160, comma 1, lett. c)

Né, in ogni caso, si ravvisa un trattamento disomogeneo in quanto la proposta concordataria in esame assicura il medesimo trattamento ai creditori del medesimo

²¹⁹ Decreto di ammissione al concordato preventivo in continuità aziendale - C.P. n. 63/2018, p. 7 e ss., consultabile presso www.astaldi.com

grado: pagamento in denaro per i creditori privilegiati e offerta di un compendio di azioni e strumenti finanziari partecipativi per i creditori chirografari.²²⁰

3. Convenienza della soluzione concordataria rispetto all'ipotesi alternativa dell'amministrazione straordinaria

Nella relazione che i commissari giudiziali sono chiamati a redigere ex art. 172 l. fall., si rinviene un'analisi comparatistica tra l'adottata procedura di concordato preventivo in continuità e la prospettiva alternativa di natura liquidatoria.

Lo scenario che si presenterebbe quale plausibile alternativa al concordato è senz'altro rappresentato dalla procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi ai sensi del D.L. 347/2003 (conv. in L. n. 39/2004, c.d. "Marzano"), di cui Astaldi possiede i requisiti fissati all'art.1.²²¹

La procedura di amministrazione straordinaria che dovesse instaurarsi prenderebbe avvio dalla necessaria revisione dei budget di commessa in quanto verosimilmente prive, a quel punto del sostegno finanziario previsto dall'aumento di capitale fornito da Salini.²²²

²²⁰ Decreto di ammissione al concordato preventivo in continuità aziendale - C.P. n. 63/2018, p. 10 e ss., consultabile presso www.astaldi.com

²²¹ Art. 1 D.L. 347/2003 (conv. in L. n. 39/2004, c.d. "Marzano") *"Le disposizioni del presente decreto si applicano alle imprese soggette alle disposizioni sul fallimento in stato di insolvenza che intendono avvalersi della procedura di ristrutturazione economica e finanziaria di cui all'articolo 27, comma 2, lettera b), del decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270 di seguito denominato: "decreto legislativo n. 270" purché abbiano, congiuntamente, i seguenti requisiti:*

a) lavoratori subordinati, compresi quelli ammessi al trattamento di integrazione dei guadagni, non inferiori a mille da almeno un anno;
b) debiti, inclusi quelli derivanti da garanzie rilasciate, per un ammontare complessivo non inferiore a un miliardo di euro."

²²² Tribunale di Roma C.P. 63/2018 Astaldi s.p.a. - relazione ex art. 172 l. fall. Commissari giudiziali avv. Mascolo V, dott. Proia E, dott. Zampetti P., p. 996 e ss.

È pur vero che potrebbe farsi ricorso, come avvenuto nel caso Condotte, all'autorizzazione ai sensi della normativa europea in materia di aiuti di stato - ex art 107, comma 3, lett. c) del TFUE ²²³ - allo scopo di ottenere un finanziamento bancario assistito dalla garanzia statale (ai sensi dell'art. 2 *bis* D.L. n. 26/1979) al fine di sostenere l'operatività dell'impresa durante la procedura concorsuale.

Si tratterebbe, tuttavia, di importi non paragonabili a quelli messi a disposizione dal *pool* di banche nel concordato; questo certamente avrebbe effetti pregiudizievoli sulla continuità aziendale agevolmente intuibili.

²²³ Art. 107 TFUE “*Salvo deroghe contemplate dai trattati, sono incompatibili con il mercato interno, nella misura in cui incidano sugli scambi tra Stati membri, gli aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsino o minaccino di falsare la concorrenza.*”

Sono compatibili con il mercato interno:

a) gli aiuti a carattere sociale concessi ai singoli consumatori, a condizione che siano accordati senza discriminazioni determinate dall'origine dei prodotti;

b) gli aiuti destinati a ovviare ai danni arrecati dalle calamità naturali oppure da altri eventi eccezionali;

c) gli aiuti concessi all'economia di determinate regioni della Repubblica federale di Germania che risentono della divisione della Germania, nella misura in cui sono necessari a compensare gli svantaggi economici provocati da tale divisione. Cinque anni dopo l'entrata in vigore del trattato di Lisbona, il Consiglio, su proposta della Commissione, può adottare una decisione che abroga la presente lettera.

Possono considerarsi compatibili con il mercato interno:

a) gli aiuti destinati a favorire lo sviluppo economico delle regioni ove il tenore di vita sia anormalmente basso, oppure si abbia una grave forma di sottoccupazione, nonché quello delle regioni di cui all'articolo 349, tenuto conto della loro situazione strutturale, economica e sociale;

b) gli aiuti destinati a promuovere la realizzazione di un importante progetto di comune interesse europeo oppure a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro;

c) gli aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse;

d) gli aiuti destinati a promuovere la cultura e la conservazione del patrimonio, quando non alterino le condizioni degli scambi e della concorrenza nell'Unione in misura contraria all'interesse comune;

e) le altre categorie di aiuti, determinate con decisione del Consiglio, su proposta della Commissione.

Operando un confronto tra i due scenari, dunque, l'utilità promessa ai creditori tramite concordato in continuità si dimostra assai più conveniente di quanto invece gli stessi otterrebbero mediante la procedura di liquidazione, atteso che nel contesto "coattivo" l'attivo distribuibile ai creditori scaturirebbe dal prezzo dell'azienda nel suo complesso - o dei suoi rami ceduti separatamente - e dalla liquidità generata dalla prosecuzione dell'attività sino alle vendite.²²⁴

Tale liquidità risulta però irrinunciabile alla luce delle necessità attinenti alla copertura degli ingenti costi correnti, al rimborso della finanza prededucibile già erogata e, in definitiva, al mantenimento dei contratti soprattutto laddove vengano a mancare i sostegni finanziari da parte delle banche nella fase a cavallo dell'omologa del concordato.

La procedura di amministrazione straordinaria si pone come primario obiettivo la salvaguardia del patrimonio d'impresa attraverso la prosecuzione o cessione dei complessi aziendali sulla base di un programma disciplinato dagli artt. 54 e ss. D. Lgs. 270/99.

Ad ogni modo, è ben evidente che tale procedura non sia volta al migliore soddisfacimento del ceto creditorio, come invece si propone di fare il concordato, bensì al contemperamento dei vari interessi coinvolti. (si pensi, tra gli altri, alla salvaguardia dell'occupazione, elemento tipicamente rilevante in simili procedure).

Quanto sin qui affermato si traduce in una divergenza radicale ed ontologica fra le due procedure poste in comparazione.

Infine, non sembra che lo scenario alternativo dell'amministrazione straordinaria possa costituire un approdo più conveniente a vantaggio dei creditori chirografari: si constata infatti la possibilità di perdere le commesse acquisite per un importo di *backlog* sicuramente superiore a 5 miliardi, con contestuale perdite delle garanzie in essere, per un ammontare pari a 4,4 miliardi.

²²⁴ Tribunale di Roma C.P. 63/2018 Astaldi s.p.a. - relazione ex art. 172 l. fall. Commissari giudiziali avv. Mascolo V, dott. Proia E, dott. Zampetti P., p. 997.

Si ribadisce, pertanto, che la procedura di concordato risulta più vantaggiosa per i creditori chirografari.

CONCLUSIONI

Lo studio condotto nel presente contributo ha consentito di porre in evidenza i caratteri degli strumenti finanziari partecipativi e le maggiori funzioni a cui hanno assolto dalla loro introduzione sino ai tempi più recenti.

Appare chiaro dall'analisi condotta che la natura essenziale della disciplina normativa abbia avuto come logica ed immediata conseguenza una maggiore libertà riconosciuta all'organo sociale emittente nel plasmare le figure in questione secondo le esigenze del caso di specie.

Oggi, pertanto, ci si confronta con strumenti finanziari partecipativi che presentano le proprietà più varie, assumendo talvolta le caratteristiche distintive della categoria delle azioni e talaltra le peculiarità proprie della figura delle obbligazioni.

Tale fluidità nel "forgiare" gli strumenti - riscontrata nelle esperienze pratiche che si sono attenzionate, quali ad esempio il Regolamento Sfp Astaldi S.p.A e il Regolamento Sfp Digital Magics S.p.A. - se, da una parte, ha reso complesso l'inquadramento sistematico della figura, dall'altra ha consentito l'utilizzazione degli stessi secondo finalità non preventivate dal Legislatore.

L'intenzione originaria rispondeva all'esigenza di introdurre un nuovo canale di finanziamento per le imprese, senza, tuttavia, mai trovare forza e fortuna sufficienti per imporsi nella prassi, a differenza di quanto si è riscontrato con riferimento agli *Genußrechte* tedeschi e alle *parts bénéficiaire* belga.

Nel corso della trattazione si è mostrato come il poco interesse manifestato dagli operatori negli anni immediatamente successivi alla loro introduzione abbia determinato, in tempi più recenti, un *revirement*, un cambiamento di rotta, nelle finalità e negli obiettivi sottesi all'impiego di tali strumenti.

La giurisprudenza ha, pertanto, prontamente fotografato e accolto tale mutamento che si stava registrando nella prassi, espressione di rinnovate esigenze.

La crisi economico-finanziaria iniziata nel primo decennio del secolo in corso, e ancora oggi significativa al punto di orientare scelte di sistema, imponeva la ricerca di nuove vie per risollevare le sorti delle imprese che presentavano situazioni patrimoniali e finanziarie avverse.

Nel corso della trattazione si è rimarcata, in più circostanze, la duttilità di tali strumenti, elemento chiave nella scelta degli operatori di impiegarli nell'ambito dell'attività di *restructuring*.

Tale nuovo sbocco applicativo ha rappresentato il cuore del presente contributo e il tema su cui si sono concentrati i principali sforzi interpretativi della dottrina, tesi delineare una disciplina mai fissata dal legislatore e che, piuttosto, si rinviene nella prassi giurisprudenziale.

L'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi nel contesto della crisi d'impresa pur essendo ammesso, non è mai stato regolamentato dal Legislatore e, pertanto, tale laconicità ha creato non poche incertezze nella fase applicativa.

I succitati profili patrimoniale, finanziario e funzionale rappresentano i pregi e, quindi, i benefici di cui godono gli operatori impiegando gli strumenti finanziari partecipativi nelle procedure di ristrutturazione del debito.

Non si possono, allora, ignorare tali aspetti quali lo stralcio delle posizioni debitorie riportando quindi in positivo il netto patrimoniale, oneri finanziari ridotti prevedendo non un diritto al rimborso fisso, bensì il riconoscimento di diritti patrimoniali legati ai risultati d'esercizio della società. In aggiunta, i creditori che optano per la conversione della propria pretesa in strumenti finanziari partecipativi, vedono loro riconosciuto il diritto a partecipare all'attività di *governance* e, quindi, ad orientare le scelte di politica governativa della società debitrice.

In definitiva, appare chiaro che il creditore possa accettare una soddisfazione alternativa - ossia la conversione del credito in titoli partecipativi - a quella stabilita in principio, solo laddove la proposta della società debitrice si riveli altrettanto vantaggiosa.

Nel presente contributo si è, difatti, studiato il concordato Astaldi. Tale procedura concorsuale assume rilievo poiché provvede a soddisfare i creditori chirografari tramite un compendio di azioni e strumenti finanziari partecipativi. Siffatta scelta rappresenta una novità nel panorama giurisprudenziale nazionale soprattutto per le dimensioni dell'impresa coinvolta e, conseguentemente, per l'ammontare del credito convertito in titoli societari.

Una tale opzione è stata applicabile grazie alla elasticità e duttilità di cui godono gli Sfp e, pertanto, sarebbe auspicabile che - nonostante sia esponenzialmente in

crescita il numero delle operazioni di *restructuring* condotte in tali modalità - il Legislatore mantenga inalterato lo spazio di manovra attualmente riconosciuto alla società debitrice e, quindi, emittente gli strumenti finanziari partecipativi.

Se da una parte l'assenza della lettera della legge in quest'ambito può far temere abusi in un contesto mai concretamente definito, dall'altra si permette alle parti di poter di volta in volta venire incontro alle reciproche esigenze, costituendo, così, operazioni *ad hoc*.

Alla crisi economica e finanziaria degli ultimi anni, alla quale si è fatto riferimento in più occasioni, si devono oggi, in aggiunta, considerare le drammatiche conseguenze originate dalla pandemia Covid.

In tale cornice si sono moltiplicate le imprese incapaci di assolvere regolarmente alle proprie posizioni debitorie e, pertanto, il Legislatore si è adoperato al fine di fornire quanti più strumenti possibili per risanare le attività in difficoltà.

Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d.lgs. 14/2019) si muove, difatti, in questa direzione, apportando modifiche ad una materia che presenta oggi rinnovate necessità, non solo sul piano della nomenclatura, ma anche sotto il profilo sostanziale. Appare evidente la volontà del Legislatore di anticipare l'intervento teso a risanare l'impresa laddove si manifestino criticità che, se non prontamente risolte, possono sfociare in un effettivo stato di crisi.

Tale intervento tempestivo finalizzato a scongiurare l'aggravamento dello stato di dissesto, si traduce in un sempre più frequente ricorso alle procedure di ristrutturazione del debito.

Difatti, l'obiettivo principale della novellata disciplina è la conservazione dell'impresa in funzionamento, per cui il fallimento, da strumento cardine della materia è ridotto ad istituto di *extrema ratio* in caso di antieconomicità, inutilità ed impossibilità di proseguire l'attività di impresa.

Ecco allora la centralità degli strumenti finanziari partecipativi nelle procedure di crisi: la ferma volontà di evitare che il dissesto dell'impresa determini in ogni caso la dichiarazione di fallimento restituisce centralità alle procedure di risanamento e, di riflesso, agli strumenti finanziari partecipativi che oggi, in questo contesto, ricoprono un ruolo chiave.

BIBLIOGRAFIA

ABRIANI N. (2004) Le azioni e gli altri strumenti finanziari. *Il nuovo diritto societario*, Zanichelli, Bologna.

ACCORNERO A., ROBBIANO C. (2011) Strategie societarie per la ristrutturazione del debito bancario. *Le Società*.

BASTIA P., BROGI R. (2016) Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa. *Wolters Kluwer*.

BONATO F. (2017) L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto. *Le Società*.

BONELLI F. (2011) Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara. *Crisi di Imprese. Casi e materiali*

BUSANI A., SAGLIOCCA M. (2011) Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di *restructuring*. *Le Società*.

BUSANI A., SAGLIOCCA M. (2012) I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (sfp). *Le Società*.

BUSANI A., SMANIOTTO E. (2016) Sfp non convertibili se ci sono perdite. *Il Sole 24 Ore*, 10 marzo 2016

BUSI C.A. (2018) Le modifiche statutarie per la gestione del crowdfunding nelle srl pmi. *Società e contratti, bilancio e revisione*.

BUSSOLETTI M (2007) L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati), *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*

CAMPOBASSO G.F. (2013) Diritto commerciale 3 - Contratti titoli di credito procedure concorsuali. UTET

CARRIERE P. (2012) Dal Merger Leveraged buy out al (De-merger) Deleveraged Sell Out: la “conversione” dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione. *Le Società*.

CARRIERE P. (2014) I *minibond* e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico *Le Società*.

CIAN M. (2006) Strumenti finanziari partecipativi e poteri di *Voice*. *Giuffrè Editore*.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ* – 163. Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.)

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ* – 164. Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art 2346, comma 6, c.c.)

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ* –
165. Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi (art 2346, comma 6, e 2349, comma 2, c.c.)

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ* –
166. Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt 2346, comma 6, c.c.)

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ* –
167. Diritto di voto degli strumenti finanziari (art 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.)

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ* –
168. Diritto di nomina di amministratori e sindaci (art 2346, comma 6, e 2351 comma 5, c.c.)

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ* –
169. Emissione di azioni e conversione in azioni, senza aumento di capitale sociale (art 2438, 2439, 2440, e 2440 bis, comma 2, c.c.)

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ* –
184. Attribuzione di diritti diversi al ricorrere di condizioni “sogettive” dei soci (art 2348, 2351 e 2468 c.c.; artt 127- quater e 127 quinquies, TUF)

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ* –
195. Voto “determinante” e deliberazioni unanimi nel consiglio di amministrazione

COVINO G., JEANTET L. (2014) – Concordato: conversione di crediti in equity, risoluzione e obbligazione pecuniaria originaria nel fallimento susseguente. *Il Societario*

CUCINELLA G. (2016) La partecipazione alle perdite d'impresa del titolare di strumenti finanziari. *Il Societario*.

D'ATTORE G (2007) Il principio di eguaglianza tra società per azioni. *Giuffrè*.

D'ATTORE G. (2011) L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra *par condicio creditorum* e principi di uguaglianza tra soci. *Riv. Società*

D'ATTORE G. (2017) Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d'impresa. *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*

D'ATTORE. G. (2016) Perdita della società e tutela dei titoli di strumenti finanziari partecipativi. *Notariato*.

FREGONARA E. (2020) *Start up innovativa. Il Societario - Giuffrè*, Milano, p. 3 e ss.

FREGONARA E. (2021) Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte. *Orizzonti del Diritto Commerciale*.

GALVAGNI L., MANGANO M. Astaldi pronto il concordato in bianco, *il Sole 24 Ore*, 26. 09. 2018

GERBINI G. (2021) Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a. emittente. *Il Fallimentarista*

GIAMPIERI A. (2011) Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni. *Le acquisizioni societarie*, Zanichelli, Bologna

HÜFFER (2004) Aktiengesetz, 6 ed, München.

INNOCENTI F. (2022) Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza. *Le Società*.

LAMANDINI M. (2003) Autonomia negoziale e vincoli di sistema. *Banca, borsa, titoli di credito*

LAMANDINI M. (2016) Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite. *Le Società*.

LAMANDINI M. (2017) Nuovi orientamenti su strumenti finanziari irredimibili e incidenza delle perdite *Commento alla massima n.164 Consiglio Notarile di Milano novembre 2017*.

LANCIA R. (2021) Strumenti finanziari “ibridi” profili di qualificazione e disallineamento da ibridi. *Diritto e pratica tributaria*.

LIBONATI B. (2007) Gli strumenti finanziari partecipativi in BALZARINI-CARCANO-VENTURAZZO (a cura di) *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*

LIMATOLA C. (2019) Strumenti finanziari “ibridi” e risanamento dell’impresa. *Banca Borsa e Titoli di Credito Giuffrè*.

LONATO B., TOMMASI G. (2020) Gli strumenti finanziari partecipativi, un'alternativa per le s.p.a, per le s.r.l. innovative e per le società quotate. *Il Societario*.

MAGLIULO F. (2004) Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a. *IPSOA*.

MANULI M. (2013) Gli strumenti finanziari partecipativi nella s.p.a.: riflessioni critiche. *Le Società*.

MARCONCIN G. (2021) Concordato preventivo e strumenti finanziari partecipativi. *Euroconference Legal*.

MIGNONE G. (2017) Strumenti finanziari partecipativi del genere “mezzanino”: se sei riserva non puoi fare il capita...le. *Banca Borsa e Titoli di credito Giuffrè*

MIOLA M. (2004) I conferimenti in natura. *G.E. Colombo – G.B. Portale, Trattato delle società per azioni*, Torino.

MOSCO G. (2013) La raccolta di capitali in un nuovo manuale sulla società per azioni. *Le Società*

NOTARI M. (2002) Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili della disciplina. *Testo dell'intervento al Convegno di studi sul tema “Verso il nuovo diritto societario. Dubbi ed atteste”*, Firenze, il 16 novembre 2002.

NOTARI M. (2018) Gli strumenti finanziari: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese. *Rivista delle società*.

NOTARI M., GIANNELLI A. (2008) Strumenti finanziari partecipativi (commento all'art 2346, comma 6, c.c. *Egea – Giuffrè*)

ORIENTAMENTO DELL'OSSERVATORIO SOCIETARIO DEL CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PRATO E PISTOIA PRESENTATO DURANTE IL CONVEGNO TENUTOSI A FIRENZE IL 2 MARZO 2018 – Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite

PALMIERI M. (2016) La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni. *Le Società*

PERCOCO G. (2017) La conversione dei crediti bancari in strumenti finanziari partecipativi quale strategia durante la crisi temporanea dell'impresa societaria. *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali.*

PORTINARO D. (2020) Il soddisfacimento dei creditori nel concordato preventivo mediante strumenti finanziari partecipativi. *Il Fallimentarista.*

POTOTSCHNIG P., TREVISAN S. (2021) Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi. *Le Società*

REDAZIONE, Il Sole 24 Ore “Amministratore giudiziario “pigliatutto””, 29 marzo 2017

REDAZIONE, Il Sole 24 Ore “Astaldi, passa il concordato: 58% di voti favorevoli”, 9 aprile 2020

REGOLAMENTO SFP – ASTALDI

REGOLAMENTO SFP – DIGITAL MAGICS S.p.a. 2020

RINALDI P. (2021) Strumenti finanziari partecipativi come modalità soddisfattiva principale nel concordato preventivo in continuità. *Il Fallimento*

SAGLIOCCA M. (2013) Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo della società per azioni. *Rivista del diritto societario*.

SCARPA D. (2016) Strumento finanziario partecipativo come titolo rappresentativo. *Il nuovo diritto delle società*.

SIGNORELLI F. (2017) Strumenti finanziari partecipativi. *Il Societario*.

SIGNORELLI F. (2020) Strumenti finanziari e tecniche di composizione della crisi d'impresa. *Il Fallimentarista*

SOLIDORO A., SCAPOLO P. (2020) Gli strumenti finanziari nelle operazioni di ristrutturazione del debito: spunti dalla legislazione emergenziale. *Crisi e risanamento*

STANGHELLINI L. (2016) Commento agli articoli 2446 e 2447. *Abbadessa-Portale*

TOMBARI U. Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e i diritti amministrativi nella società per azioni. *Studio 5571/I/2005 Consiglio Nazionale del Notariato*

VALZER A. (2012) Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni. *G. Giappichelli Editore*.

SITOGRAFIA

www.astaldi.com

www.cortedicassazione.it

www.onelegale.wolterskluwer.it

www.mps.corporate.finance.it

www.digitalmagic.com

GIURISPRUDENZA

CORTE DI CASSAZIONE n. 14791/2007

CORTE DI CASSAZIONE n. 26683/2006

CORTE DI CASSAZIONE n. 3324/2016

CORTE DI CASSAZIONE n. 46/ 1991

CORTE DI CASSAZIONE n. 4697/2016

CORTE DI CASSAZIONE n.18987/2011

CORTE DI CASSAZIONE S.S.U.U. n. 13533/2001

CORTE DI CASSAZIONE, n. 8221/2007

CORTE DI CASSAZIONE, S.S.U.U. n. 1521/2013

CORTE DI CASSAZIONE. n. 12347 del 1999

CORTE DI CASSAZIONE. n. 23269/2005

CORTE DI CASSAZIONE. n. 6711/2009

TRIBUNALE BOLOGNA, Sez. IV, Decr. 1/10/2020

TRIBUNALE DI ROMA C.P. 63/2018 Astaldi s.p.a. - relazione ex art. 172 l. fall.
Commissari giudiziali avv. Mascolo V, dott. Proia E, dott. Zampetti P.

TRIBUNALE NAPOLI, Ordinanza n. 31414/2016

TRIBUNALE RAVENNA, Sez. fall., Decr., 29/05/2021

