

Università degli Studi di Napoli Federico II



Dipartimento di Giurisprudenza

Dottorato di Ricerca in Diritto delle Persone, delle Imprese e dei Mercati

(XXIX ciclo)

Tesi di Dottorato

**La rilevanza dell'elemento volontaristico**

**nell'acquisizione della qualità di socio**

**(Bail in e dintorni)**

Coordinatore

Ch.mo Prof. Enrico Quadri

Dottorando

Dott. Enrico Locascio Aliberti

Tutor

Ch.mo Prof. Antonio Blandini

Anno accademico 2016/2017

La rilevanza dell'elemento volontaristico  
nell'acquisizione della qualità di socio  
(Bail in e dintorni)

INDICE

Prefazione.....6

CAPITOLO I

Riorganizzazione di impresa

e acquisizione della qualità di socio: profili generali.

1. Crisi economica e neo istituzionalismo.....8  
2. Il ruolo dei creditori nelle operazioni di corporate reorganization: dalla  
negoziiazione alla coercizione.....19  
3. La ristrutturazione societaria endogeno-forzosa: la conversione del debito in  
capitale. Profili introduttivi.....23  
4. Dall'egemonia proprietaria dei soci all'acquisizione coattiva dello status  
socii: il tramonto dell'affectio societatis.....29

5. Volontà e acquisto dello status socii. Profili introduttivi (dalle clausole di continuazione nelle società personali al bail-in).....	35
6. Azionisti “involontari” e libertà di iniziativa economica: un possibile dialogo?.....	38
7. La concezione spersonalizzata e dinamica delle società per azioni.....	43

## CAPITOLO II

### La posizione del creditore

#### nel concordato preventivo con cessione.

1. La commutazione del rapporto creditizio in quota di capitale ex art. 160, 1° comma, lett. b), l. fall.....	49
2. La (in)ammissibilità della conversione nelle discipline previgenti: un confronto tra Codice di Commercio e legge fallimentare del 1942.....	59
3. Un confronto tra la cessione dei beni e l’operazione di attribuzione di quote ai creditori.....	66
4. La possibile operatività della conversione per i creditori cc.dd. privilegiati.....	70
5. La natura forzosa della conversione per i creditori di minoranza. Una riflessione sul concordato nelle società con soci illimitatamente responsabili.....	77
6. Il principio di maggioranza nella approvazione del concordato: la ratio e i limiti.....	81
7. La natura parzialmente vincolante della approvazione e la “giustificazione” del tribunale omologante.....	88

8. Il giudizio del tribunale tra valutazioni di fattibilità giuridica ed economica: i nuovi orizzonti della giurisprudenza di legittimità.....	95
9. La (illusoria?) valutazione di convenienza del tribunale: l'obbligatorietà della conversione.....	103

### CAPITOLO III

La novella bancaria e l'acquisizione forzata della qualità di socio:

la posizione degli azionisti e dei creditori subordinati.

1. Considerazioni generali sulla crisi bancaria.....	108
2. Il principio di "Burden sharing" nelle crisi bancarie: dalla Comunicazione C216/01 alla Direttiva 2014/59/UE.....	112
3. La massima attuazione del burden sharing: il bail-in.....	121
4. Bail-in e forme minori di bail-in: le differenze. Il caso italiano delle "quattro Banche".....	126
5. La sequenza procedimentale del bail-in. La riduzione delle azioni e delle altre passività "bail-inable".....	132
6. La conversione del debito in capitale e la ricapitalizzazione forzata.....	138
7. Gli effetti del bail-in sugli azionisti.....	141
8. (segue) La posizione degli azionisti tra rischio d'impresa e diritto di proprietà.....	143
9. (segue) La delegittimazione a deliberare aumento e riduzione del capitale: la lettura della Corte di Giustizia dell'UE.....	150
10. Gli effetti del bail-in sugli obbligazionisti subordinati. Un confronto europeo.....	154

## CAPITOLO IV

### Bail-in e creditori non subordinati.

1. Risparmiatori e investitori nel bail-in: considerazioni preliminari.....	159
2. Il bail-in come imposizione anticipata delle perdite in capo ai creditori.....	163
3. Bail-in e investimento obbligazionario: profili di coerenza sistematica.....	171
4. La tutela del risparmio nella Direttiva 2014/59/UE: individuazione del risparmio rilevante.....	174
5. Il trattamento dei “grandi depositanti”: dalla depositor preference all’esclusione facoltativa dal bail-in.....	182
6. Considerazioni conclusive.....	186
Conclusioni.....	190
Bibliografia.....	195

## Prefazione

La congiuntura economica negativa caratterizzante negli ultimi anni la maggior parte dei paesi industrializzati e, nello specifico, le crisi che hanno investito le imprese, non soltanto dei settori industriali ma altresì del delicato settore bancario, hanno imposto al legislatore talora l'adeguamento degli istituti classici del diritto fallimentare, in primis il concordato preventivo, talaltra la predisposizione di vere e proprie nuove procedure di soluzione della crisi, come è avvenuto nel settore bancario con la Direttiva 2014/59/UE che ha introdotto il “famigerato” bail-in. In entrambi i casi, si è trattato di interventi volti a considerare gli interessi ed i valori, pur differenti a seconda del tipo di impresa, ritenuti prevalenti e meritevoli di tutela. Invero, in relazione alla citata Direttiva, la rilevanza degli effetti causati dalla novella sul piano del diritto societario - soprattutto per quanto concerne i diritti dei soci e dei creditori delle imprese societarie bancarie - consente di affermare che il diritto societario della crisi, i cui echi della dottrina sono tuttora acuti<sup>1</sup>, si sia scisso in un diritto societario della crisi di diritto comune ed un diritto societario della crisi bancaria<sup>2</sup>. Come è infatti noto, le crisi delle imprese di diritto comune non sono paragonabili alle crisi degli enti creditizi: mentre nelle prime l'interesse da proteggere e realizzare resta, oggi come ieri, quello dei creditori sociali – ciò emerge altresì dalla Relazione al d.l. 83/2015 conv. in l. 132/2015, in cui in più punti si ribadisce che l'obiettivo del legislatore sia la “massimizzazione della recovery dei creditori” -, nelle crisi bancarie, l'unico interesse rilevante è quello pubblico, per esso intendendosi la stabilità finanziaria del sistema bancario nel suo complesso. Epperò, nonostante la diversità di obiettivi, tanto nelle procedure concorsuali di diritto comune quanto in quelle di diritto speciale bancario, si riscontra un fil rouge che si concreta in una compressione dell'interesse individuale e, in definitiva, in una lesione di un baluardo del diritto civile, ossia del principio cardine consacrato dall'art. 1372 c.c., in virtù del quale nessuno può essere obbligato se non dalla

---

<sup>1</sup> Cfr., per tutti, Tombari, Principi e problemi di “diritto societario della crisi”, in Riv. soc., 2013, 1138 ss.

<sup>2</sup> Cfr. Perrino, Il diritto societario della crisi delle imprese bancarie nella prospettiva europea: un quadro d'insieme, in Chiti-Santoro (a cura di), L'Unione bancaria europea, Pisa, 2016, 355 ss.

propria volontà. A tal riguardo, se per un verso sembra quasi banale affermare che giammai un imprenditore vorrà subire l'assoggettamento ad una procedura concorsuale e che, parimenti, giammai un creditore vorrà ricevere un soddisfacimento soltanto parziale del proprio credito, per altro verso, suscita più di qualche perplessità il fatto che, per effetto della crisi, un soggetto, nello specifico il creditore, possa essere coartato ad acquisire uno status delicato come quello del socio di società. E invero, ciò è quanto si verifica, pur con diversissime modalità e finalità, tanto nel concordato preventivo delle società di diritto comune quanto nella speciale procedura di bail-in, giacché, da un lato, la proposta concordataria ben può prevedere una attribuzione, mediante conversione, di azioni o quote ai creditori della società proponente il concordato, e, dall'altro, il bail-in bancario può implicare una conversione forzosa di un credito in una partecipazione sociale rappresentata da azioni. Se ciò fosse vero, verrebbe a soccombere uno storico totem, in virtù del quale l'assunzione della qualità di socio di società necessita di una anche tacita volontà in tal senso. Beninteso, tale coercizione si rivelerebbe soltanto parziale nel concordato preventivo<sup>3</sup>, in quanto operante nei confronti dei creditori cc.dd. di minoranza, totale invece nel bail-in, ove ogni decisione è imposta dall'Autorità di Risoluzione, prescindendo in toto dal consenso di soci e creditori. In altri termini, i creditori non aderenti alla proposta concordataria, così come la potenziale totalità dei creditori coinvolti dal bail-in, si troveranno costretti a subire una altrui determinazione e ad indossare una veste che non avrebbero voluto, ossia quella di socio. Orbene, in questo lavoro ci si propone di verificare se ed eventualmente a quali condizioni sia ammissibile l'acquisto della qualità di socio in assenza e anche contro la propria volontà. Benvero, benché l'analisi si incentrerà principalmente sull'acquisizione dello status socii come esito estremo del provvedimento di bail-in ovvero come conseguenza dell'omologazione del concordato, si esamineranno altresì altre ipotesi di acquisto involontario della qualità di socio, peraltro estranee ai meccanismi di composizione delle crisi, al fine di dimostrare che, nel quadro giuridico attuale, la volontà non costituisce più un elemento indefettibile per divenire socio.

---

<sup>3</sup> A tal riguardo, v. Sacchi, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984, passim.

## Capitolo I

### Riorganizzazione di impresa

#### e acquisizione della qualità di socio: profili generali.

SOMMARIO: 1. Crisi economica e neo istituzionalismo. – 2. Il ruolo dei creditori nelle operazioni di corporate reorganization: dalla negoziazione alla coercizione. – 3. La ristrutturazione societaria endogeno-forzosa: la conversione del debito in capitale. Profili introduttivi. – 4. Dall’egemonia proprietaria dei soci all’acquisizione coattiva dello status socii: il tramonto dell’*affectio societatis*. – 5. Volontà e acquisto dello status socii. Profili introduttivi (dalle clausole di continuazione nelle società personali al bail-in). – 6. Azionisti “involontari” e libertà di iniziativa economica: un possibile dialogo? – 7. La concezione spersonalizzata e dinamica delle società per azioni.

#### 1. Crisi economica e neo istituzionalismo.

L’analisi del tessuto imprenditoriale italiano dimostra come tutte le principali iniziative economico-imprenditoriali e, quindi, le imprese di medio-grandi dimensioni siano, alla luce dei ben noti benefici, soprattutto ma non soltanto in tema di responsabilità delle obbligazioni sociali<sup>1</sup>, esercitate in forma di società di capitali e, in particolare, di società per azioni, le quali vengono, così, a costituire lo strumento principale dell’organizzazione economica. Benvero, benché tali organismi originino nella maggior parte dei casi da un atto di autonomia privata<sup>2</sup>, sembra essere un dato

---

<sup>1</sup> Fa pur parzialmente eccezione la categoria dei soci accomandatari nell’ambito della società in accomandita per azioni; cfr., per tutti, Corsi, *Le società in accomandita per azioni*, in Rescigno (diretto da), *Tratt. dir. priv.*, XVI, Torino, 2011, 740 ss.; Barcellona-Costi-Grande Stevens, *Società in accomandita per azioni*, in Scialoja-Branca (a cura di), *Commentario del Codice Civile*, Bologna-Roma, 2005, 175 ss.

<sup>2</sup> Lo studio non intende prendere in considerazione le cc.dd. società legali – anche definite “società coattive”, la cui costituzione ha fonte in una previsione normativa; v., per tutti, Ibba, *Le società legali*, Torino, 1992, passim, ove ulteriori riferimenti; ID., *Gli statuti singolari*, in Colombo-Portale (diretto da), *Trattato delle s.p.a.*, VIII, Torino, 1992, 534 ss. E’, invece, intenzione di chi scrive soffermarsi



acquisito che le società per azioni, quanto meno quelle di una certa rilevanza, non possano essere considerate mere forme privatistiche di esercizio collettivo di attività economiche<sup>3</sup> bensì, una volta introdotte sul mercato, assurgano a vero e proprio “fatto sociale”; in altri termini, le imprese di una certa rilevanza non rappresentano un affare privato ma un affare della collettività. Invero, è in questo sfondo ideologico che trovò le sue premesse la teoria dell’“impresa in sé”<sup>4</sup>, che postulava la supremazia dell’interesse dell’impresa (societaria) oggettivamente considerato e la necessità che ad esso fossero subordinati gli interessi degli azionisti. Non è intenzione di chi scrive tornare sul tema ampiamente dibattuto in passato inerente l’interesse sociale e sulle sue varie declinazioni - per i quali basti il richiamo alla dottrina citata in questa nota<sup>5</sup> -, ma ciò che si vuol porre in rilievo è che, benché nessuno neghi che

---

sulle società costituite per “volontà umana”, ossia tramite quel che oggi resta del contratto di società; in proposito, v. le lucide considerazioni di Spada, C’era una volta la società..., in Riv. not., 2004, I, 3 ss., secondo il quale “sul versante della grande impresa azionaria...la società come sodalizio non la si percepisce più”. Sempre sulla fattispecie società, cfr. Spada, La tipicità della società, Padova, 1974, passim, e ID., Dalla nozione al tipo della società per azioni, in Riv. dir. civ., 1985, I, 128 ss., nonché, di recente, Santosuosso, I tratti essenziali e l’“aggettivo” qualificante delle società per azioni. Contributo in materia di fattispecie, tipo e nozione di società, in Riv. dir. comm., 2015, I, 611 ss.

<sup>3</sup> In tal senso già si esprimeva Pavone La Rosa, Profili di tutela degli azionisti, in Riv. soc., 1965, 1456 ss. Secondo Asquini, Profili dell’impresa, in Riv. dir. comm., 1943, I, 1 ss., l’impresa costituiva un “fenomeno economico poliedrico”, il quale presentava, sotto l’aspetto giuridico, non uno ma diversi profili, in relazione ai diversi elementi che vi concorrevano. In generale, per una visione di insieme sull’evoluzione del concetto di impresa, v. Mazzoni, L’impresa tra diritto ed economia, in Riv. soc., 2008, 649 ss.

<sup>4</sup> Questa dottrina, affermata in Germania negli anni del primo dopoguerra, trovò un solido fondamento nell’analisi economica e sociologica compiuta da Rathenau, considerato l’iniziatore di detto movimento. La sua opera principale, tradotta in lingua italiana, è apparsa in Riv. soc., 1960, 918 ss. col titolo “La realtà della società per azioni”.

<sup>5</sup> Sulle diverse tradizionali concezioni, istituzionalista e contrattualista, cfr., in vario senso, Ascarelli, Interesse sociale e interesse comune nel voto, in Riv. trim. dir. e proc. civ., 1951, 1149 ss.; Jaeger, L’interesse sociale, Milano, 1963, (rist.: Milano, 1972), passim; Mignoli, L’interesse sociale, in Riv. soc., 1958, 746 ss. Al riguardo, si rileva come parte della dottrina anche autorevole abbia evidenziato un superamento della storica contrapposizione tra contrattualismo ed istituzionalismo; così, Portale, Tra diritto dell’impresa e metamorfosi della s.p.a., in Riv. dir. civ., 2014, 145 ss., il quale pone in rilievo la attuale svalutazione della contrapposizione tra le due originarie tesi. Nella medesima direzione, Angelici, La società per azioni. Principi e problemi, I, in Cicu-Messineo-Mengoni (diretto da) e Schlesinger (continuato da), Tratt. dir. civ. e comm., Milano, 2012, 101 ss., il quale propone di andare oltre l’alternativa tra le due diverse impostazioni, proponendo di valorizzare la “spersonalizzazione” della società per azioni; e, inoltre, Oppo, Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni, in Riv. dir. civ., 2003, I, 471 ss.; Cottino, Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo), in Riv. soc., 2005, 693 ss.; Scognamiglio, Tutela del socio e ragioni dell’impresa nel pensiero di Giorgio Oppo, in Banca, borsa e titoli di credito, 2012, I, 23, secondo cui l’antitesi tra istituzionalismo e contrattualismo ha oggi perso di significato, atteso che vi è del vero nell’una e nell’altra concezione. V., inoltre, il dibattito tra Denozza, Quattro variazioni sul tema “contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici”, in Giur. comm., 2013, I, 480 ss., in difesa dell’impostazione contrattualistica, e Libertini, Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “istituzionalismo debole”, reperibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it), 29 ss.

all'interno di qualsivoglia impresa societaria coabitano i molteplici e contrapposti interessi dei vari stakeholder, a vario titolo interessati alle sorti dell'impresa, la grande impresa societaria "non può essere considerata soltanto una organizzazione di interessi di diritto privato, ma è piuttosto, sia come fenomeno singolo che come fenomeno complessivo, un fattore dell'economia nazionale appartenente alla collettività"<sup>6</sup>. D'altronde, la centralità dell'impresa<sup>7</sup>, intesa innanzi tutto come "fenomeno economico sociale"<sup>8</sup>, benché non abbia trovato un effettivo e compiuto riconoscimento nella prassi<sup>9</sup>, fu, già nel secolo scorso, consacrata dalla codificazione del 1942, divenendo l'impresa il fulcro del diritto commerciale<sup>10</sup>. Benvero, posto che oggi non vi è impresa di una certa rilevanza che non sia esercitata in forma societaria (e, principalmente, capitalistica), non ci si può esimere dal considerare che la dottrina, soprattutto quella del post-riforma del 2003, si sia focalizzata principalmente su temi e problematiche attinenti al diritto societario, relegando

---

<sup>6</sup> Così, Rathenau, *La realtà della società*, cit., 935.

<sup>7</sup> Centralità, questa, che offrì una nuova e rivoluzionaria chiave di lettura del diritto societario come diritto dell'impresa e, specificamente, come diritto dell'organizzazione e del finanziamento dell'impresa; cfr., per tutti, Ferro Luzzi, *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss.; Angelici, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Abbadessa-Portale* (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2006, 5 ss.

<sup>8</sup> L'espressione è di Ferro Luzzi, *Riflessioni sulla riforma*, 674.

<sup>9</sup> Ferro Luzzi, *ult. op. cit.*, 674. L'autorevole Autore rilevava che, invero, l'impresa, di per sé, come fattispecie e nella sua particolare portata sistematica, fosse stata "uccisa in fasce, cioè ignorata, trascurata, distorta".

<sup>10</sup> La dottrina enfatizzò il "passaggio del testimone" tra il commerciante (e i connessi atti di commercio) dell'abrogato Codice del Commercio e l'imprenditore (e la relativa attività di impresa) del Codice Civile, inteso come soggetto che si poneva a capo di un'organizzazione stabile di fattori produttivi. Così, ex multis, Buonocore, *Il diritto dell'impresa dal codice di commercio del 1882 al codice civile del 1942*, in *Diritto commerciale e diritto dell'impresa – Per ricordare Salli Pescatore*, Napoli, 2008, 20, secondo cui il primo risultato della codificazione del 1942 fosse la nascita della figura dell'imprenditore al posto del commerciante e la sostituzione dell'atto di commercio con l'attività. Contra, Oppo, *L'impresa come fattispecie*, già in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, 110 ss., ora in *ID.*, *Scritti giuridici. Diritto dell'Impresa*, I, Padova, 1992, 239 ss., secondo cui l'imprenditore era semplicemente colui che esercitava l'impresa, laddove la "fattispecie" fosse, appunto, l'impresa. Per un'analisi del concetto di impresa e della sua evoluzione, v. Jaeger, *La nozione di impresa dal codice allo statuto*, Milano, 1985, passim; Auletta, *L'impresa dal codice di commercio del 1882 al codice civile del 1942*, in *AA.VV.*, 1882-1982 – Cento anni dal codice di commercio, Milano, 1984, 76 ss.; Oppo, *ult. op. cit.*, 109 ss.; Santoro Passarelli, *L'impresa nel sistema del diritto civile*, in *Riv. dir. comm.*, 1942, I, 376 ss.; di recente, Munari, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, Torino, 2014, 7 ss., e ivi ulteriori riferimenti.

Per una ricostruzione della teoria e della disciplina giuridica dell'impresa, considerata quale "istituto cardine dell'organizzazione e della disciplina delle iniziative economiche", nella vigenza del codice civile ante-riforma del 2003, v., per tutti, Oppo, *Principi*, in *Buonocore* (diretto da), *Tratt. dir. comm.*, I, Torino, 2001, 33 ss. E, del resto, l'autorevole Autore, come ricordato da Scognamiglio, *Tutela del socio*, cit., 22, fu tra i primi a cogliere la novità sistematica della società come istituzione; v. Oppo, *Le grandi opzioni*, cit., 282 e 298 ss.

l'impresa ad un ruolo subalterno rispetto alla società<sup>11</sup>. In proposito, pare opportuno ricordare la netta distinzione e, al contempo, il rapporto, tutt'oggi spesso confuso, che intercorre tra i concetti di società e impresa<sup>12</sup>, che, come è noto, per quanto connessi, contraddistinguono due istituti diversi, venendo a costituire, il primo, lo strumento per l'esercizio del secondo. La forma societaria rappresenta, cioè, null'altro che la modalità tecnica e "strumentale"<sup>13</sup> per lo svolgimento dell'attività d'impresa; in altri termini, come autorevolissimamente osservato, il fenomeno societario deve essere "oggettivamente concepito, individuato, nell'organizzazione dell'esercizio, del finanziamento e della responsabilità di impresa"<sup>14</sup>. D'altronde, non sembra esser revocabile in dubbio che la società rappresenti nel sistema del codice "una forma di esercizio collettivo dell'impresa"<sup>15</sup>; benvero, alla luce di tale funzione organizzativa e strumentale della società, rispetto all'attività di impresa, diviene necessario porre al centro del fenomeno societario, a fortiori quello azionario di medio-grandi dimensioni, l'impresa, in qualità di fenomeno produttivo oggettivamente considerato nonché di realtà economico-sociale assunta giuridicamente come "centro di riferimento di norme, non personificato"<sup>16</sup>; invero, giova precisare che il tema della centralità dell'impresa assuma una rilevanza

---

<sup>11</sup> Ferro Luzzi, *Riflessioni sulla riforma*, cit., 675; tale autorevole Autore poneva in rilievo come il diritto societario si concentrasse su temi quali il rapporto tra soci, la dialettica tra maggioranza e minoranza, la tutela dei creditori sociali, ma non sull'impresa che era esercitata mediante, appunto, la società. Sul punto, Scognamiglio, *Tutela del socio*, cit., 4 alla nota 6, concordando con la dottrina ora citata, evidenzia come tale profilo emerga altresì dall'impostazione adottata, benché a fini didattici, da alcuni manuali consolidati e di successo; solo per citarne qualcuno, Jaeger-Denoza-Toffoletto, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 2006; G.F. Campobasso, *Manuale di diritto commerciale*, (a cura di M. Campobasso), Torino, 2015; Presti-Rescigno, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, 2009.

<sup>12</sup> Sul punto, v. Ferri jr., *Brevi osservazioni in tema di impresa e società*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 541 ss. e ID., *Insolvenza e crisi dell'impresa organizzata in forma societaria*, ivi, 2011, I, 413 ss. L'A. nelle citate opere considera la società non quale soggetto dell'impresa, bensì quale forma di organizzazione dell'impresa e, ancora prima, una sua forma di finanziamento.

<sup>13</sup> Sul ruolo strumentale della società, v. Ferri jr., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 761 ss.

<sup>14</sup> Ferro Luzzi, *Riflessioni sulla riforma*, cit., 678 ss. e 713. V., inoltre, Angelici, *Introduzione alla riforma*, cit., 11 ss., secondo cui l'organizzazione dell'attività svolta da una società per azioni si presenti come organizzazione dell'impresa stessa. In senso conforme, Chiappetta, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, 675, che definisce la società un "veicolo di impiego produttivo di risorse (principalmente) finanziarie".

<sup>15</sup> Tra i primi a sostenere tale qualificazione, già tra gli anni '50 e '60 del secolo scorso, fu Ferri Sr., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1960, 178 ss. e ID., *Le società*, in Vassalli (diretto da), *Tratt. dir. civ.*, Torino, 1987, 63 ss. Oggi tale impostazione sembra aver trovato consensi in gran parte della dottrina; in luogo di altri, v. Graziani-Minervini-Belviso-Santoro, *Manuale di diritto commerciale*, Padova, 2013, 191 ss., i quali affermano che la disciplina della società è, oggi, "essenzialmente una tecnica normativa mediante la quale si rende possibile attribuire autonomia patrimoniale ad un'organizzazione creata per l'esercizio di un'impresa".

<sup>16</sup> L'espressione è di Ferro Luzzi, *Riflessioni sulla riforma*, cit., 677.

significativa, benché non esclusiva come si vedrà, nelle società per azioni. A tal riguardo, è noto a tutti che la riforma del 2003 ha profondamente ampliato le tecniche utilizzabili per il finanziamento dell'attività di impresa della società per azioni<sup>17</sup>, al punto da doversi concordare con chi considera la grande s.p.a. come un particolare modello di organizzazione, non soltanto dell'esercizio, ma altresì del finanziamento di un'impresa<sup>18</sup>, ove per finanziamento deve intendersi, in senso generico e onnicomprensivo, la dotazione di mezzi economici per l'esercizio dell'impresa, risultando irrilevante il titolo giuridico con cui essi siano apportati. Alla luce di quanto affermato, per un verso, risulta corretto qualificare la società azionaria come l'"organizzazione dell'esercizio, della responsabilità e del finanziamento"<sup>19</sup> dell'attività di impresa; per altro verso, sembra necessario un ripensamento della natura dell'azionista socio, qualificabile, come ben posto in rilievo dalla dottrina, più esattamente come uno dei finanziatori dell'iniziativa economica imprenditoriale<sup>20</sup>.

---

<sup>17</sup> E ciò, sia introducendo i nuovi strumenti finanziari partecipativi sia delineando nuove categorie di azioni - si pensi alle azioni privilegiate ovvero alle obbligazioni convertibili -; per un approfondimento, cfr., tra i tanti e senza pretesa di esaustività, Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 72 ss.; Blandini, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 467 ss.; Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2003, I, 519 ss.; Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268 ss.; Notari, *Le categorie speciali di azioni*, in *Abbadessa-Portale (diretto da), Il nuovo diritto*, cit., I, 591 ss.; Tombari, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1089 ss.

<sup>18</sup> Cfr., per tutti, Libonati, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2005, 242 ss.; Angelici, *La riforma delle società*, cit., 17 ss. Sul punto, v., inoltre, le ampie considerazioni di Ferro Luzzi, *Riflessioni*, cit., 673 ss. Brillanti sono, poi, le conclusioni sistematiche di Spada, *C'era una volta*, cit., 12 ss., secondo cui, all'esito della riforma del 2003 e in relazione alle imprese medio-grandi, "il diritto dell'impresa si è arricchito di uno statuto del finanziamento e dell'investimento".

<sup>19</sup> Ferro Luzzi, *Riflessioni sulla riforma*, cit., 678. In tal senso, Angelici, *La società per azioni*, cit., 442 ss. nonché Portale, *Tra diritto dell'impresa*, cit., 145, secondo cui il modello della società per azioni è "disciplinato, soprattutto, come struttura per la raccolta di finanziamenti per l'impresa". Cfr., inoltre, Ferri jr., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 19 ss.; ID., *Il finanziamento societario: profili di qualificazione*, in *Riv. dir. not.*, 2002, 309 ss.; Paciello, *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 156 ss.

<sup>20</sup> Lo dice benissimo Stanghellini, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007, 36 ss., il quale, negando ai soci la qualità di "proprietari dell'impresa", li qualifica piuttosto come dei "residual claimants", cioè soggetti che hanno diritto a ricevere tutto ciò che resta una volta che siano stati pagati i creditori. Sul punto, cfr. altresì Spolidoro, *Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, Milano, 2000, 207, il quale prende in considerazione l'ipotesi che i soci siano dei finanziatori e, di riflesso, che il capitale costituisca una fonte di finanziamento dell'impresa; Angelici, *La riforma delle società*, cit., 21 e 49 ss.; Ferri jr., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 546; nella dottrina straniera, v. Easterbrook-Fischel, *L'economia delle società per azioni*, trad. it., Milano, 1996, 83 ss.

Orbene, dalla constatazione che la società in generale costituisce, da un lato, la forma del fenomeno imprenditoriale e, dall'altro, lo strumento mediante cui l'impresa viene esercitata, scaturisce un inevitabile corollario per cui la società non può atteggiarsi a mera organizzazione dei soci, coesistendo, invece, al suo interno, molteplici interessi rilevanti (e, spesso, con quelli dei soci, contrastanti), - si pensi alla vastissima platea di coloro che, a diverso titolo, abbiano erogato credito alla società ovvero a lavoratori, clienti, e molte altre categorie di persone fisiche e giuridiche - meritevoli di considerazione e di adeguate forme di tutela. Pertanto, pare corretto quanto affermato da chi ritiene che "sembra non trovare più cittadinanza l'interesse sociale, unico e unitario interesse di cui il gruppo dei soci si riteneva fosse portatore e che individuava lo scopo ultimo dell'azione sociale"<sup>21</sup>; al riguardo, anche alla luce delle recenti riforme in tema di crisi dell'impresa societaria, di cui ampiamente si dirà, sembra, allora, potersi considerare tramontata e, pertanto, non più condivisibile, quella concezione, pur autorevolissimamente<sup>22</sup> sostenuta nel secolo scorso, dell'interesse sociale come interesse comune dei soci e, in particolare, di quei soci che siano tali in un determinato momento. Invero, qualora appaia possibile o, quanto meno, ancora utile, attribuire un significato alla tanto affascinante quanto equivoca locuzione di interesse sociale, quest'ultimo deve essere identificato nell'interesse dell'impresa societaria ex se e, in definitiva, nell'interesse che, a seconda del tipo concreto di impresa, il legislatore, con le recenti novelle, ha scelto di privilegiare; d'altronde, se si afferma che i soci non possono essere qualificati come i proprietari della grande impresa societaria<sup>23</sup>, deve concludersi nel senso che quest'ultima, una volta introdotta sul mercato, appartiene soltanto ad esso. E così, l'interesse sociale coinciderà, talora con l'interesse pubblico a ciò, che tale impresa continui ad operare - si pensi alle imprese societarie bancarie -, talaltra con l'interesse di questa ovvero quella categoria di soggetti coinvolti nella vita dell'impresa societaria.

---

<sup>21</sup> Chiappetta, Finanziamento della società per azioni, cit., 671. Per le varie teorie in tema di interesse sociale, si rinvia agli Autori già citati in nota 5.

<sup>22</sup> Ascarelli, Interesse sociale, cit., 1149 ss.; ID., L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari, in Riv. soc., 1956, 93 ss. (ora in Ascarelli, Studi in tema di società, Milano, 1952, 521 ss.).

<sup>23</sup> Sul punto, sia consentito il rinvio a Blandini-De Cicco-Locascio Aliberti, Socio e Società nella società per azioni (in crisi): dal diritto di opzione al bail-in (con notazioni sulle ragioni di Mazzarò), in corso di pubb. su RDS, 2017. L'abbandono della concezione dell'azionista come proprietario è stata, inoltre, ribadita recentemente da Stanghellini, La struttura finanziaria della società per azioni al tempo della grande crisi, in Carcano-Mosca-Ventoruzzo (a cura di), Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore, Milano, 2016, 257 ss.

Se le riflessioni dianzi compiute, in ordine alla centralità e alla rilevanza sociale della grande impresa nonché alla funzione organizzativa e, si è detto, soltanto strumentale, della società, potrebbero sembrare astratte e prive di una rilevanza pratica, quanto meno in un ambito fisiologico dello svolgimento dell'attività imprenditoriale, del tutto diverso è il quadro che viene a delinarsi allorché l'impresa societaria si trovi in una situazione di crisi<sup>24</sup> ovvero altresì allorché si verifichi un evento potenzialmente generatore di crisi, quale potrebbe essere la liquidazione della quota agli eredi di un socio premorto all'interno delle società di persone; ma su questo secondo aspetto ci si soffermerà in seguito.

In generale, è nel contesto della crisi che emerge, in tutta la sua concretezza, la strumentalità e, concretamente, la flessibilità della struttura societaria, che deve potersi adeguare alle sopravvenute esigenze imprenditoriali; in altri termini, ogni prospettazione della società come qualcosa di statico ed immutabile non risulta più condivisibile<sup>25</sup>. Del resto, pur con riferimento specifico alle società di capitali, in questa direzione sono orientate le numerose e frammentarie riforme e miniriforme delle procedure concorsuali, in primis del concordato preventivo – di cui si dirà ampiamente – che, ormai con frequenza annuale, hanno introdotto ed incoraggiato

---

<sup>24</sup> E' noto a tutti che il diritto fallimentare continui ad avere come punto di riferimento l'impresa individuale (non societaria), ignorando, cioè, alcuni rilevanti profili societari della crisi di impresa; tale lacuna della legislazione concorsuale è da tempo criticata in dottrina; cfr., per tutti, Nigro, *Le società per azioni nelle procedure concorsuali*, in Colombo-Portale (diretto da), *Trattato delle s.p.a.*, cit., IX, 209 ss.; e, dopo la riforma, v. Portale, *La legge fallimentare rinnovata: note introduttive*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2007, I, 368 ss.; M. Rescigno, *Rapporti e interferenze tra riforma societaria e fallimentare*, in Jorio (diretto da) e Fabiani (coordinato da), *Il nuovo diritto fallimentare*, II, Bologna, 2006, 2120 ss.

Questa stessa lacuna ha indotto nella dottrina più attenta la necessità di riconfigurare e rafforzare il rapporto tra diritto della crisi e diritto societario; di tal che, la nascita del c.d. diritto societario della crisi; sul punto, cfr., tra gli altri, Ibba, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (Diritto societario quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2016, 1026 ss.; Tombari, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. soc.*, 2013, 1138 ss.; Calandra Buonauro, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi (diretto da), Società, banche e crisi di impresa – Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, III, 2593 ss.; Montalenti, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *RDS*, 2011, 820 ss.; Nigro, *Diritto societario e procedure concorsuali*, in *Abbadessa-Portale (diretto da), Il nuovo diritto*, cit., I, 192 ss. V., altresì, in una diversa prospettiva, Spiotta, *Legge fallimentare e codice civile: prove di dialogo – riflessioni sulle deroghe al codice civile contenute nella legge fallimentare*, in *Giur. it.*, 2016, 1020 ss.

<sup>25</sup> Giova rammentare quanto osservato da Pavone La Rosa, *Profili di tutela*, cit., 1454, secondo il quale, già nei lontani anni '60 del secolo scorso, era ben possibile che nuove situazioni ambientali ovvero particolari necessità di adeguamento della struttura dell'impresa rendessero "necessaria od opportuna la modifica di determinati elementi del rapporto sociale, anche se determinanti ed essenziali".

sempre più la possibilità di fare ricorso a modificazioni della struttura organizzativa e societaria della società debitrice<sup>26</sup>, al fine di offrire soluzioni soddisfattive alternative alla liquidazione e idonee a consentire il risanamento dell'impresa e la conservazione degli organismi produttivi, anche attraverso il mutamento della sua titolarità<sup>27</sup>; così, in virtù della preminenza di interessi diversi da quelli dei soci e del riconoscimento del ruolo svolto dalla grande impresa, ben può accadere che la sorte dell'impresa sia distinta dalla sorte dell'imprenditore e che, cioè, allorquando l'impresa sia di natura societaria, il controllo dell'impresa sia sottratto ai soci per essere attribuito ad altri<sup>28</sup>. Su quest'ultimo aspetto si tornerà nel prosieguo del lavoro, tuttavia, deve preliminarmente osservarsi che i sopracitati mutamenti della struttura societaria, venendo a coinvolgere in via diretta gli assetti proprietari<sup>29</sup> e, quindi, la struttura del capitale della società in crisi<sup>30</sup>, comportano talora una rilevante incisione dei diritti e delle prerogative, oltre che, come è noto, dei creditori, financo degli stessi soci<sup>31</sup>; il tema, quanto mai attuale alla luce delle novelle legislative sia nelle procedure concorsuali di diritto fallimentare comune sia nelle procedure di composizione delle

---

<sup>26</sup> Sconfinata è la dottrina che ha affrontato, pur sotto diversi profili, il tema dei mutamenti della struttura societaria e finanziaria della società in crisi; il punto verrà più volte richiamato nel prosieguo. Basti intanto il rinvio ai seguenti Autori: Calandra Buonauro, *La gestione societaria*, cit., spec. 2601 ss.; Ferri jr., *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *RDS*, 2012, I, 477 ss.; ID., *Ristrutturazione dei debiti*, cit., 747 ss.; Guerrera-Maltoni, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. soc.*, 2008, 17 ss.; Strampelli, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 605 ss.; Censoni, *Il concordato preventivo e la prospettiva della ricollocazione del patrimonio dell'impresa in crisi*, in *Dir. fall.*, 2008, I, 853 ss.

<sup>27</sup> In questo senso si sono espressi, tra gli altri, Calandra Buonauro, *La gestione societaria*, cit., 2595, nonché Munari, *Impresa e capitale*, cit., 35.

<sup>28</sup> Tale impostazione, per cui uno degli obiettivi delle procedure di insolvenza sia quello di trasferire il controllo dell'impresa in crisi dagli azionisti ai creditori, trova la sua massima espressione nella prospettiva di Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., passim e spec. 50 ss.

<sup>29</sup> V., in generale, gli Autori già citati nella nota 26 e, specificamente, Ferri jr., *La struttura finanziaria*, cit., 477 ss.; ID., *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in Tombari (a cura di), *Diritto societario e crisi d'impresa*, Torino, 2014, 95 ss.

<sup>30</sup> Per riferimenti, v. Miola, *Riduzione e perdita del capitale di società in crisi: l'art. 182 sexies l.fall. Parte prima. La sospensione delle regole sulla riduzione del capitale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 171 ss.; ID., *Riduzione e perdita del capitale sociale di società in crisi: l'art. 182 sexies l.fall. Parte seconda. Profili applicativi e sistematici*, ivi, 409 ss.; Strampelli, *Capitale sociale*, cit., 605 ss.; Munari, *Impresa e capitale*, cit., passim e spec. 131 ss., e ivi ulteriori riferimenti.

<sup>31</sup> La compressione dei diritti dei soci e, in particolare, la possibilità di espropriazione (da parte di terzi) delle partecipazioni sociali sono temi affrontati di recente, in relazione al nuovo istituto introdotto nel concordato preventivo delle cc.dd. proposte concorrenti; di questi aspetti si farà esplicita menzione nel secondo capitolo, tuttavia, solo per un panorama generale, cfr. Guerrera, *La ricapitalizzazione "forzosa"*, cit., 420 ss.; Benazzo, *Crisi di impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2016, 241 ss.; Abriani, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, in *Giust. civ.*, 2016, II, 365 ss.

crisi bancarie, di cui si dirà, impone il ripensamento di alcuni capisaldi del diritto societario<sup>32</sup> e, come si dirà, persino del diritto civile<sup>33</sup>.

Benvero, deve affermarsi con sicurezza che la struttura societaria, specie in relazione alla compagine sociale ed alla struttura finanziaria, sia, oggi, concepita dal legislatore come una realtà non statica, bensì dinamica, flessibile e “asservita” alle finalità ed agli interessi che, a seconda del tipo di impresa, siano ritenuti meritevoli di considerazione e di tutela. Non è revocabile in dubbio che, fra tali obiettivi, un posto di sicuro rilievo è occupato dal salvataggio (e, cioè, dalla conservazione) delle imprese societarie in crisi, specie di quelle che siano socialmente rilevanti, sì da consentirne la continuazione dell’attività<sup>34</sup> e delle cc.dd. “funzioni essenziali” svolte<sup>35</sup>. Pertanto, la salvaguardia del plusvalore insito nell’attività di impresa, in una alla connessa esigenza di evitare il contagio sistemico che scaturirebbe dalla dissoluzione di un’impresa operante in settori particolarmente sensibili – l’ovvio riferimento è, tra gli altri, a quello bancario – risultano essere, come dimostrano le

---

<sup>32</sup> Così, Benazzo, *Crisi di impresa*, cit., 243, il quale, in relazione alle vistose deroghe al diritto societario, parla di “vero e proprio scardinamento di pietre miliari nell’architettura delle imprese societarie, quanto meno di quelle organizzate secondo i modelli capitalistici”.

<sup>33</sup> Spiotta, *Legge fallimentare*, cit., 1021 ss., ritiene che, in virtù del complesso di deroghe a capisaldi storici del diritto civile introdotte dal legislatore fallimentare, sia in atto un processo di “fallimentarizzazione del codice civile”. Cfr. Ibba, *Il nuovo diritto societario*, cit., 1030 ss., secondo il quale gli interventi alla legge fallimentare dell’ultimo quinquennio, orientati al favorire il buon esito delle soluzioni negoziali della crisi, hanno, “riscritto” una sorta di statuto del finanziamento dell’impresa in crisi, incidendo sulla disciplina della provvista del capitale di credito e del capitale di rischio; secondo la prospettazione dell’A., “si tratta di norme che talvolta disciplinano specificamente determinate operazioni o situazioni relative a imprese societarie in crisi in modo derogatorio (o comunque in qualche misura innovativo) rispetto a disposizioni di diritto societario; altre volte disciplinano operazioni o situazioni genericamente riferite a imprese in crisi, restando da chiarire — in rapporto a imprese aventi forma societaria — la loro applicabilità e, in caso affermativo, le loro eventuali interferenze con il diritto societario”.

<sup>34</sup> Che la salvaguardia di un’impresa in crisi costituisca uno degli obiettivi perseguiti, sia pur tangenzialmente, dalle procedure concorsuali, è oggi assodato; v., per tutti, Nigro-Vattermoli, *Diritto della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali*, Bologna, 2014, 27 ss. Del resto, è pacifico che l’impresa in attività abbia un valore, derivante in particolare dall’avviamento, notoriamente maggiore di quello risultante dalla sommatoria dei singoli beni che la compongono; ciò emergeva già nel 2005, allorché il legislatore della riforma fallimentare stabiliva nell’art. 105, 1° comma, l.fall., che la liquidazione fallimentare avvenisse in maniera atomistica solo ove questa consentisse una maggiore soddisfazione dei creditori, mostrando un chiaro favor verso la conservazione degli organismi produttivi. Sul punto, qualcuno ha, però, non senza arguzia, definito quello della continuazione dell’impresa un mito; così, Rondinone, *Il mito della conservazione dell’impresa in crisi e le ragioni della ‘commercialità’*, Milano, 2012, 7 e 383 ss.

<sup>35</sup> La locuzione “funzioni essenziali” non è atecnica, bensì è quella utilizzata dal legislatore comunitario nella Direttiva 2014/59/UE che, come si dirà ampiamente, ha novellato il sistema di soluzione delle crisi bancarie.



recenti e ripetute novelle del legislatore, temi attuali e, al contempo, controversi<sup>36</sup>. Uno dei problemi, a cui si tenterà di fornire una soluzione nel corso del lavoro, risiede nel delicato bilanciamento fra interessi coinvolti dalla crisi e, nello specifico, fra interessi dei privati e interesse pubblico; a tal riguardo, sembrerebbe che, specie in settori delicati quali quello bancario, l'interesse pubblico alla continuità aziendale<sup>37</sup> delle imprese in crisi, pur in una rinnovata veste, abbia, almeno in parte, scavalcato lo storico e finora indiscusso baluardo della soddisfazione dei creditori - sovente ritenuti, questi, la "stella polare"<sup>38</sup> delle procedure concorsuali -, ritenuto l'obiettivo principe delle procedure concorsuali<sup>39</sup>; sul punto, se, da un lato, il successo del governo delle crisi risiede, oggi più di ieri, nel contemperamento dell'interesse pubblico e di quello dei privati e, cioè, nella conciliazione degli interessi di persone, imprese e mercati (il che ben è stato raggiunto in tutte le procedure cc.dd. minori in cui l'accordo tra debitore e creditori permette la continuità delle imprese), dall'altro lato, a parer di chi scrive, nell'ambito della crisi societaria, si assiste, sempre più, ad uno spostamento del baricentro a favore dell'impresa e del mercato, a scapito, invece, delle posizioni e degli interessi individuali dei tanti soggetti coinvolti dalla crisi, in primis soci e creditori<sup>40</sup>.

In tale ottica, la continuazione dell'impresa in crisi e la connessa salvaguardia degli organismi produttivi sembrano oggi ergersi ad obiettivo comune delle varie e diverse, quanto a natura, struttura ed effetti, procedure di composizione della crisi

---

<sup>36</sup> Per un inquadramento generale del problema, secondo un'analisi orientata dalla considerazione dei differenti valori e obiettivi meritevoli di tutela, cfr. Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., passim e spec. 177 ss.; Libonati, *Crisi societaria e governo dei creditori*, in *Dir. e Giur.*, 2007, 10 ss.; R. Rossi, *Crisi, insolvenza e ristrutturazione dell'impresa nella nuova legge fallimentare*, in *Riv. dir. impr.*, 2007, 152 ss.

<sup>37</sup> La "continuità aziendale", espressione invero infelice e atecnica, contraddistingue una particolare fattispecie di concordato; per un approfondimento, cfr., senza pretesa di esaustività, Terranova, *Il concordato "con continuità aziendale" e i costi dell'intermediazione giuridica*, in *Dir. fall.*, 2013, I, 1 ss.; Stanghellini, *Il concordato con continuità aziendale*, in *Fall.*, 2013, 1222 ss.; Nigro-Vattermoli, art. 186 bis, in Nigro-Sandulli-Santoro (a cura di), *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Commento per articoli*, Torino, 2014, 559 ss.; Schiano di Pepe, *Il concordato preventivo "con continuità aziendale" nel decreto legge 83/2012. Prime considerazioni*, in *Dir. fall.*, 2012, I, 482 ss.

<sup>38</sup> Sul punto, v. le osservazioni di Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 94 ss.

<sup>39</sup> A queste conclusioni giungono, ex multis, Nigro-Vattermoli, *Diritto della crisi*, cit., 52 ss.; l'opinione degli Autori è difatti orientata nel senso di ritenere che il fine ultimo di ogni procedura concorsuale sia, pur attraverso differenti modalità, il soddisfacimento dei creditori concorsuali.

<sup>40</sup> Questo proprio affermava Libonati, *Crisi societarie*, cit., 13, il quale poneva in rilievo ciò, che la considerazione dell'impresa come fenomeno economico e sociale imponeva la tutela di una "congerie di interessi, che non si esauriscono nel confronto soggettivo tra creditore e debitore".

che vivono nell'ordinamento italiano e comunitario<sup>41</sup>. Di tal che, la tendenza sia normativa sia fattuale, a privilegiare procedure di risanamento dell'impresa in crisi, anche attraverso complesse operazioni di riorganizzazione societaria. In via del tutto preliminare, allora, si può affermare che, indipendentemente dalla specifica modalità con cui viene attuato siffatto risanamento, al centro della fattispecie si pone, sempre e comunque, la prosecuzione dell'attività imprenditoriale e, cioè, l'impresa<sup>42</sup>. In questa prospettiva si colloca altresì la Raccomandazione n. 2014/135/UE il cui Considerando n. 1 pone espressamente come obiettivo “garantire alle imprese sane in difficoltà finanziaria, ovunque siano stabilite nell'Unione, l'accesso a un quadro nazionale in materia di insolvenza che permetta loro di ristrutturarsi in una fase precoce in modo da evitare l'insolvenza, massimizzandone pertanto il valore totale per creditori, dipendenti, proprietari e per l'economia in generale”; tale Considerando sembra specificare, anche in risposta agli interpreti che ancora si chiedono se il sistema italiano di regolazione delle crisi possa considerarsi *debt o creditor oriented*, che la composizione delle crisi, avuto riguardo in particolare alle situazioni di pre-insolvenza, risponda ad un “interesse generale il cui valore olistico supera quello dei singoli protagonisti coinvolti”<sup>43</sup>; in altre parole, come dianzi osservato, l'esigenza della composizione e del superamento della crisi ha imposto, beninteso nell'ambito

---

<sup>41</sup> In verità, sebbene tale baluardo della continuità sia stato enfatizzato solo di recente – alla luce della suesposta centralità che le imprese di grandi dimensioni rivestono nel tessuto produttivo dei paesi industrializzati – si deve osservare che essa costituisce un obiettivo avuto di mira dal legislatore già a partire dagli anni '70 ed '80 quando iniziarono ad emergere ed affermarsi, a fianco delle (e talora contro le) finalità tradizionali e tipiche di protezione e soddisfacimento dei creditori dell'impresa in dissesto, finalità diverse, fra le quali principalmente quella della conservazione dell'organismo produttivo, sempre più considerato come valore da preservare e tutelare in sé; per tutti, v. Nigro-Vattermoli, *Diritto della crisi*, cit., 27 ss.

<sup>42</sup> Giova, in tal senso, citare l'art. 2, lett. g) dello Schema di disegno di legge delega elaborato dalla Commissione Rordorf e recante la “Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza”, il quale, in conformità con le considerazioni suesposte, impone di “dare priorità di trattazione...alle proposte che comportino il superamento della crisi assicurando la continuità aziendale, anche per il tramite di un diverso imprenditore, riservando la liquidazione giudiziale ai casi nei quali non venga proposta idonea soluzione alternativa”; a ben vedere, senza soffermarsi sull'atecnicismo della c.d. continuità aziendale, termine utilizzato, stavolta, in modo generico, la norma esplica in maniera univoca il criterio direttivo delle procedure concorsuali e, in definitiva, quelli che, sia pur in parte già attuali, costituiranno i baluardi del futuro diritto fallimentare, ovvero sia un favor assoluto verso le procedure di risanamento, relegando la liquidazione a soluzione ultima e residuale, in uno alla esplicita possibilità che esso venga attuato anche “per il tramite di un diverso imprenditore”, inciso che, a parere di chi scrive, potrebbe essere interpretato come una legittimità di tutte quelle operazioni che, volte al salvataggio dell'impresa in dissesto, di fatto sottraggono l'impresa al controllo dell'imprenditore originario, senza che si configuri un'operazione di espropriazione.

<sup>43</sup> P. Vella, *La contendibilità dell'azienda in crisi. Dal concordato in continuità alla proposta alternativa del terzo*, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 10.

di una crisi, il superamento di molti “capisaldi storici del diritto civile che sembravano intramontabili”<sup>44</sup> e, in definitiva, la valorizzazione dell’impresa rispetto all’imprenditore<sup>45</sup> e rispetto, cioè, alle persone che esercitano tale attività ed ai loro diritti individuali<sup>46</sup>.

## 2. Il ruolo dei creditori nelle operazioni di corporate reorganization: dalla negoziazione alla coercizione.

Come è emerso dalle precedenti considerazioni e, in generale, a seguito delle numerose miniriforme della legge fallimentare introdotte nell’ultimo decennio, si è assistito ad un profondo mutamento di prospettiva nella considerazione della crisi dell’impresa; in particolare, la ricerca di una soluzione alla crisi di tutte quelle realtà imprenditoriali che lasciavano presagire concrete possibilità di risanamento, e, di qui, la creazione di svariate nonché stravaganti modalità di ristrutturazione del debito hanno comportato un coinvolgimento via via crescente del ceto creditorio nelle operazioni di ristrutturazione e risanamento aziendale<sup>47</sup>. Sovente, siffatte operazioni hanno arrecato rilevanti limitazioni ai diritti sia dei creditori sia dei soci, al punto da alimentare un intenso dibattito sia in dottrina sia in giurisprudenza, tutt’ora in atto, in

---

<sup>44</sup> Spiotta, Legge fallimentare, cit., 1021 ss.; secondo l’A., le tante novelle, di cui si dirà nel corso del lavoro, accentuando il divario tra il diritto civile ed il diritto della crisi, hanno concorso a legittimare “fenomeni eccentrici alle categorie del diritto privato, ma che...potrebbero risultare coerenti con il diritto dell’impresa”; ed il punto è questo: come ben rilevato da G. Rossi, Prefazione a Posner, La crisi della democrazia capitalista, Milano, 2010, è necessario “ripensare all’impresa e togliere di mezzo tutti i corollari dell’imbroglio contrattualista” che impediscono di avere una visione concreta del fenomeno societario azionario attuale.

<sup>45</sup> Così, Spiotta, Legge fallimentare, cit., 1026 ss.

<sup>46</sup> Cfr. Benazzo, Crisi d’impresa, cit., passim e spec. 245 ss.

<sup>47</sup> Coinvolgimento che, come osservato da Benazzo, Crisi d’impresa, cit., 271, può consentire e, al contempo, imporre una “compartecipazione nel cammino di uscita dalla crisi dell’impresa”. Sconfinata è la dottrina che ha esaminato i tanti e differenti profili della partecipazione dei creditori al procedimento di soluzione della crisi societaria; cfr., in vario senso e in luogo di moltissimi, Stanghellini, Le crisi di impresa, cit., passim; Calandra Buonauro, La gestione societaria, cit., 2595 ss.; Guerrera-Maltoni, Concordati giudiziali, cit., 22 ss.; Ferri jr., Ristrutturazione dei debiti, cit., 747 ss.; D’Attorre, L’attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par condicio creditorum e principio di eguaglianza tra soci, in Riv. soc., 2011, 852 ss. Inoltre, sottolinea l’importanza del ruolo dei creditori per il rilancio dell’impresa in crisi Abriani nell’articolo dal titolo “La funzione dei creditori è cruciale per il rilancio” pubblicato sul quotidiano “Il Sole 24 ore” del 9 luglio 2012.

merito alla presunta illegittimità di tutti quegli interventi diretti a cagionare, nei confronti dei primi, una ablazione del credito, e, nei confronti dei secondi, una rilevante incisione delle prerogative dei soci nonché dei loro diritti, sovente qualificati come soggettivi e ritenuti, da sempre, inviolabili ed indisponibili. In definitiva, ciò che si vuol qui porre in luce è che è cambiata profondamente la prospettiva dei rapporti tra debitore e creditori, che nella legge fallimentare apparivano come la proiezione di quella tutela della proprietà nei rapporti obbligatori e commerciali che è propria del nostro codice civile<sup>48</sup>. Non è arduo affermare che nell'ordinamento italiano l'inizio di questa rivoluzione nella composizione della crisi sia riconducibile alle previsioni contenute negli artt. 124 e 160 l.fall. – previste, rispettivamente, per il concordato fallimentare ed il concordato preventivo – per cui è possibile che il debitore in crisi adempia alle proprie obbligazioni con modalità solutorie alternative, diverse da quella tradizionale (consistente nella assegnazione ai creditori delle somme rivenienti dalla liquidazione del patrimonio) e, nello specifico, tra le altre, “mediante attribuzione ai creditori di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito”<sup>49</sup>. Siffatta tipologia di concordato, definito anche partecipativo<sup>50</sup>, in cui l'imprenditore propone ai creditori, fra le altre, forme articolate e sofisticate - di c.d. ingegneria finanziaria -

---

<sup>48</sup> Come ben rilevato da Inzitari, *La disciplina della crisi nel testo unico bancario*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, Roma, 2014, reperibile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/index.html>, 124 ss.

<sup>49</sup> Secondo Inzitari, *La disciplina della crisi*, cit., 124 ss., tale previsione di cui agli artt. 124 e 160 l.fall ha concorso a ridimensionare ulteriormente il “primato della proprietà”. Numerosi sono i contributi della dottrina sul tema della conversione concordataria dei crediti in azioni; solo per citarne qualcuno ora, posto che molti altri saranno richiamati nel secondo capitolo, cfr. Oliviero, “Conversione” del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi di impresa, in Bonelli (a cura di), *Crisi di impresa: casi e materiali*, Milano, 2011, 91 ss.; Bertacchini, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2014, I, 181 ss.; Guerrera-Maltoni, *Concordati giudiziali*, cit., 46 ss. Fimmanò, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, 57 ss.

<sup>50</sup> Bonfatti, *Soluzioni negoziali e istituti “preconcorsuali” nella gestione delle crisi d'impresa e Falcone*, in Bonfatti-Falcone (a cura di), *Soluzioni negoziali e istituti “preconcorsuali” nella gestione delle crisi*, Milano, 2013, 82.

Invero, questa peculiare forma di soddisfacimento dei creditori fu introdotta nello specifico ambito della procedura di ristrutturazione industriale delle grandi imprese in stato di insolvenza con la l. 39/2004, per poi essere estesa al concordato. Sulla derivazione delle nuove soluzioni concordatarie dalla disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese, cfr. Guglielmucci, *La riforma in via d'urgenza della legge fallimentare*, Torino, 2005, 63 ss.; Ferri jr., *Ristrutturazione dei debiti*, cit., 747 ss.; Santoni, *Contenuto del piano di concordato preventivo e modalità di soddisfacimento dei creditori*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2006, I, 517 ss.; Nigro, *La riforma “organica” delle procedure concorsuali e le società*, in *Dir. fall.*, 2006, I, 78 ss.

di conversione dei crediti in capitale di rischio (ordinario o privilegiato; con diritto di voto incondizionato o limitato, ecc.), prevede un coinvolgimento organico dei creditori nella gestione del tentativo di superamento della situazione di crisi. In generale, non solo il concordato preventivo partecipativo ma anche le varie soluzioni concordatarie introdotte nell'ultimo decennio<sup>51</sup> sono connotate da un'ampia flessibilità, dalla negoziabilità e, soprattutto, da un ruolo rilevante e fondamentale del ceto creditorio nel progetto di recupero e riallocazione del valore dell'impresa<sup>52</sup>; tale ruolo è divenuto talora proattivo, allorché si consenta ai creditori persino di "scavalcare" lo stesso imprenditore in crisi, formulando una proposta concorrente con quella del debitore, possibilità, questa, introdotta dal d.l. 27 giugno 2015 n. 83, conv. in l. 6 agosto 2015 n. 132<sup>53</sup>. Ciò che si vuole qui evidenziare è la possibilità che tali concorrenti, ove il debitore sia una società di capitali, possano in quest'ambito proporre di modificare la struttura della compagine sociale, così da consentire l'ingresso in società degli stessi creditori ovvero di terzi, inserendo nel piano la previsione di un aumento di capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione: il tutto senza che agli attuali soci permanga il benché minimo diritto di voce. Di tal che, si consente ai terzi di incidere non solo sul patrimonio della società ma anche sulle partecipazioni dei soci e, di fatto, di sottrarre il controllo sulla società ai soci originari<sup>54</sup>. In definitiva, anche al di fuori delle proposte concorrenti, nessuno

---

<sup>51</sup> In argomento, ex multis, cfr. D'Alessandro, La crisi delle procedure concorsuali e le linee della riforma, in *Giust. civ.*, 2006, II, 329 ss.; Guglielmucci, La riforma in via d'urgenza, cit., 51 ss.; Guerrera, Il nuovo concordato fallimentare, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2006, I, 527 ss.; Gianelli, Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione dei debiti, piani di risanamento nella riforma delle procedure concorsuali, in *Dir. fall.*, 2005, I, 1156 ss.; Censoni, Il nuovo concordato preventivo, in *Giur. comm.*, 2005, I, 723 ss.

<sup>52</sup> Sul punto, v. Guerrera-Maltoni, *Concordati giudiziali*, cit., 18.

<sup>53</sup> Beninteso, si precisa che la miniriforma dell'agosto 2015, al fine di "rompere il monopolio" del debitore nella gestione del concordato – non, però, almeno sinora, nella legittimazione alla proposta iniziale di concordato, come si vedrà – ha consentito ai creditori concorrenti, invero al sussistere di determinati presupposti, di formulare una proposta concorrente con quella del debitore, che, come ognuno sa, ad essa anche si sostituisce. In altri termini, è corretto dire, come fa Spiotta, *Legge fallimentare*, cit., 1020 ss., che il debitore de iure condito gioca ancora in solitudine il primo round.

<sup>54</sup> Dalle proposte concorrenti emerge, dunque, il nuovo ruolo dei creditori quali propulsori della ristrutturazione finanziaria, atteso, peraltro, che, come si osserverà, tale istituto permette loro di decidere, per giunta autonomamente rispetto ai soci, rilevanti modificazioni della struttura societaria. Per un approfondimento di questi aspetti, si rinvia alla dottrina che compiutamente ha affrontato il tema nonché le implicazioni delle proposte concorrenti; senza pretesa di completezza, cfr., Abriani, *Proposte concorrenti*, cit., 365 ss.; Benazzo, *Crisi d'impresa*, cit., 244 ss.; D'Attorre, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Fall.*, 2015, 1163 ss.; Nigro-Vattermolli, *Appendice a: Diritto della crisi delle imprese*, Bologna, 2016.

può negare che i creditori assurgono ad attori nel processo di ristrutturazione finanziaria e di rifondazione dell'impresa societaria in crisi.

Benvero, ciò che ora occorre precisare è che, differentemente da quanto previsto in ambito bancario all'esito delle recenti e relevantissime novelle di cui ampiamente si dirà<sup>55</sup>, tale coinvolgimento del ceto creditorio, nel cui interesse, almeno in prevalenza, è invero attuato, – tanto nel concordato “ordinario” quanto in quello proposto da terzi concorrenti – è da essi stessi voluto, sia pur con un sistema che, basato sulla approvazione a maggioranza<sup>56</sup>, richiede l'esistenza di adeguati meccanismi di tutela che verranno in séguito approfonditi. Difatti, come è noto, pur avendo la miniriforma del 2015 parzialmente eliminato l'esclusività del debitore per quanto concerne la legittimazione alla presentazione di una proposta di concordato (purché, come anzidetto, la proposta “originaria” sia provenuta dal debitore), resta un punto fermo che “l'ultima parola” o, meglio, la penultima, atteso il necessario vaglio del Tribunale per l'omologazione, spetti ai creditori (rectius: alla maggioranza dei creditori), i quali, ove non approvino la proposta, hanno il potere di porre nel nulla l'operazione concordataria. Il panorama, come è ormai noto, si presenta del tutto differente nell'ambito bancario, in particolare nel bail-in - procedura speciale introdotta dalla Direttiva 2014/59/UE e recepita in Italia con il d.lgs. 180/2015 al fine di istituire un quadro armonizzato delle procedure di composizione delle crisi bancarie - ove il ceto creditorio subisce passivamente il proprio coinvolgimento nell'operazione di risanamento, che è imposto dall'Autorità di Risoluzione anche contro la sua volontà<sup>57</sup>.

---

<sup>55</sup> Il riferimento è alla Direttiva 2014/59/UE, recepita in Italia con i decreti nn. 180 e 181 del 2015, che hanno introdotto, tra gli altri, l'istituto del bail-in.

<sup>56</sup> Sul principio maggioritario nel concordato preventivo, l'opera principale è quella di Sacchi, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984.

<sup>57</sup> Il coinvolgimento coattivo dei creditori nel bail-in e, soprattutto, le implicazioni di tale procedura verranno esaminate nel dettaglio nei capitoli terzo e quarto; giova, però, pur preliminarmente, citare qualche Autore che bene ha posto in rilievo la differenza enunciata nel testo, intercorrente tra il coinvolgimento dei creditori nelle soluzioni concordatarie delle crisi di diritto comune e nel bail-in; cfr., senza pretesa di esaustività, Presti, *Il bail-in*, in *Banca Impresa Società*, 2015, 3, 347 ss.; Lener, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2016, I, 289; Capizzi-Cappiello, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzosa di debito in capitale*, reperibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it), 6.

### 3. La ristrutturazione societaria endogeno-forzosa: la conversione del debito in capitale. Profili introduttivi.

Il coinvolgimento dei creditori nelle operazioni di risanamento delle imprese societarie in crisi, pur con modalità e fini totalmente differenti, come preliminarmente osservato, può rappresentare una forma, per così dire, “endogena” di ristrutturazione societaria che il legislatore, anche talora per conformarsi alle norme di diritto comunitario, ha istituzionalizzato ed incoraggiato; tale natura endogena risiede in ciò, che sia implicitamente nel concordato preventivo sia esplicitamente nel bail-in - giacché tra le finalità di questa procedura vi è proprio quella di evitare l’impiego di risorse esterne per il superamento della crisi -, le risorse utilizzate per il risanamento dell’impresa sono già presenti all’interno del patrimonio societario, ancorché sotto forma di debito<sup>58</sup>. D’altronde, nessuno può negare che il risanamento di un’impresa societaria non debba necessariamente implicare l’immissione di nuove risorse sotto forma di capitale proprio o di credito da parte dei soci o di terzi<sup>59</sup>, ma possa avvenire, senza l’investimento di ulteriori risorse nella società, attraverso complesse operazioni di ridefinizione della struttura finanziaria<sup>60</sup> nelle quali i diritti individuali inesorabilmente cedono il passo alla esigenza di risanamento dell’impresa; invero nell’ambito di dette operazioni certamente la conversione del debito in capitale sociale e l’attribuzione ai creditori delle nuove quote di capitale occupa un posto di sicuro rilievo. La conversione dei crediti in quote di partecipazione, costituendo la modalità attraverso cui la società in crisi si ricapitalizza, si inserisce coerentemente nel solco di tutte quelle operazioni di

---

<sup>58</sup> Con specifico riferimento al bail-in, questo profilo è stato ben evidenziato da Donati, La ricapitalizzazione “interna” delle banche mediante bail-in, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 597, il quale ha anche rilevato come tale procedura consenta di evitare la liquidazione del patrimonio, limitandosi ad incidere soltanto sulla struttura finanziaria della società bancaria in crisi. Il bail-in consente infatti una ricapitalizzazione endogena, che, come affermato dall’A., “produce l’effetto di adeguare la ‘forma’ (l’assetto di governo societario) alla ‘sostanza’ (la reale consistenza patrimoniale della banca in crisi)”.

<sup>59</sup> Così, Strampelli, *Capitale sociale*, cit., 642.

<sup>60</sup> Operazioni quali la subordinazione o la ristrutturazione dei debiti esistenti ovvero la conversione dei debiti in capitale proprio e l’attribuzione ai creditori di azioni o quote; così, Strampelli, *ult. op. cit.*, 642 ss.; sulla ridefinizione della struttura societaria imposta dalle operazioni di risanamento, cfr., altresì, Ferri jr., *Ristrutturazione dei debiti*, cit., 747 ss.

riorganizzazione societaria, per così dire, endogene, delle quali, ormai da un decennio, il legislatore si mostra fautore

E invero, l'elemento comune ai due istituti è costituito non tanto dal relevantissimo coinvolgimento dei creditori nella ristrutturazione, quanto dal fatto che entrambi prevedono o, comunque, possono prevedere una conversione dei crediti vantati verso la società in quote di capitale; in altri termini, il costo della ricapitalizzazione è posto a carico dei creditori. Certo, la conversione di uno strumento di credito in quota di capitale costituisce una realtà già esistente nell'ordinamento italiano anche al di fuori della crisi d'impresa; l'ovvio riferimento è alle obbligazioni convertibili in azioni<sup>61</sup>, ove la conversione, operante in base ad un tasso prestabilito e, dunque, concordato, rappresenta una facoltà per il creditore.

E d'altronde, sembra oggi difficile poter negare la convenienza nonché i benefici che, in generale, derivano dalla cosiddetta operazione di conversione dei crediti in quote di partecipazione<sup>62</sup>. Benvero, benché sul punto non manchino opinioni contrarie, come si approfondirà nel capitolo successivo, l'operazione de qua potrebbe essere inquadrata nell'istituto della compensazione<sup>63</sup>; essa, difatti, prevede che la società in crisi emetta, a seconda della fattispecie concreta, azioni ordinarie o di categoria speciale, che i creditori sono chiamati a sottoscrivere, compensando il debito per il prezzo di sottoscrizione con la totalità ovvero una parte dei loro crediti. L'aumento di capitale, da essi sottoscritto, si perfezionerebbe, così, mediante il meccanismo della compensazione; il debito della società viene dunque utilizzato per sottoscrivere aumenti di capitale della società, e dunque cessa di essere debito per trasformarsi in una pretesa sugli utili, se e quando verranno prodotti<sup>64</sup>. Occorre

---

<sup>61</sup> Cfr., per tutti e anche per ulteriori riferimenti, l'ampio e ricco contributo di G.F. Campobasso, *Le obbligazioni*, in Colombo-Portale (diretto da), *Trattato delle s.p.a.*, V, Torino, 1988, 379 ss. e spec. 442 ss.; dopo la riforma del 2003, v. Pisani, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2007, 765 ss.

<sup>62</sup> Si precisa, al riguardo, che il termine quota è qui inteso in senso generico e atecnico, riferito tanto alle azioni quanto alle quote di s.r.l.; invece, come si avrà modo di approfondire in séguito, tale operazione di conversione non è contemplata per le società di persone con soci a responsabilità illimitata. In proposito, ritiene improprio sotto un profilo strettamente giuridico il termine "conversione", Oliviero, *Conversione del credito*, cit., 90 ss. Invero, sino al 2015, anno in cui è stata recepita la Direttiva sul bail-in, il termine "conversione" non era mai stato utilizzato in maniera esplicita dal legislatore italiano, che aveva preferito la locuzione "attribuzione di quote".

<sup>63</sup> V. Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 317 ss.; Bertacchini, *La conversione dei crediti*, cit., 183 ss.

<sup>64</sup> Stanghellini, *ult. op. cit.*, 317 ss.



rilevare che, in un passato non troppo lontano, mentre la dottrina propendeva per l'ammissibilità della compensazione tra credito verso la società e debito di conferimento<sup>65</sup>, in giurisprudenza, pur essendo prevalente l'orientamento che ne ammetteva la liceità, non mancarono pronunce in senso contrario<sup>66</sup>; in particolare, in una pronuncia invero risalente, il Supremo Collegio arrivò a dubitare della liceità dell'operazione nonché della sua concreta utilità, ritenendo che la compensazione non facesse affluire denaro nella cassa sociale e che, pertanto, arrecasse un pregiudizio ai soci ed ai terzi<sup>67</sup>. Tale orientamento è stato definitivamente abbandonato dalla Suprema Corte che, con più di una pronuncia<sup>68</sup>, ha sancito la legittimità dell'operazione in esame: un conferimento può essere eseguito mediante compensazione tra il relativo debito del socio ed un suo credito verso la società. Del resto, se vero è che la compensazione non apporta nuove risorse sotto il profilo della liquidità, non meno vero è che, rappresentando il capitale sociale solamente una frazione ideale del patrimonio sociale – costituito questo dalla differenza tra le poste dell'attivo e del passivo – il suo incremento può avvenire non solo potenziando una posta dell'attivo (ad esempio mediante un conferimento in denaro) ma anche eliminando una voce del passivo<sup>69</sup>. Ciò posto, si deve aggiungere l'ovvia considerazione che, in qualsiasi impresa in crisi, una ordinaria ricapitalizzazione incontra non pochi ostacoli, atteso che la sottoscrizione di un aumento di capitale, non risultando conveniente né per gli azionisti esistenti né per qualsiasi terzo, avvantaggerebbe i creditori sociali esistenti, i quali potrebbero giovare di nuove

---

<sup>65</sup> Nel vigore della previgente legislazione, v. Greco, La compensazione del debito di conferimento nelle società per azioni, in Riv. dir. comm., 1939, I, 350 ss.; con riferimento al codice civile, cfr., per tutti e anche per riferimenti, F. Martorano, Debito per conferimento in società e compensazione, in Foro it., 1953, I, c. 831 ss.; Angelici, Appunti sull'art. 2346 c.c., con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione, in Giur. comm., 1988, I, 175 ss.; Di Sabato, Sulla estinzione per compensazione del debito di conferimento, in Contr. impr., 1995, 656 ss.; Spolidoro, I conferimenti in danaro, in Colombo-Portale (diretto da), Trattato delle s.p.a., I, Torino, 2004, 410 ss.

<sup>66</sup> In senso sfavorevole alla compensazione, ex multis, Cass., 10 dicembre 1992, n. 13095, in Foro it., 1993, I, 3100; in senso favorevole, per prima, Cass., 5 febbraio 1996, n. 936, in Foro it., 1996, I, 2490; poi, Cass., 24 aprile 1998, n. 4236, in Foro it., 1998, I, 2892.

<sup>67</sup> Così, Cass., 5 dicembre 1938, n. 3148, in Foro it., 1938, I, 163.

<sup>68</sup> Da ultimo, v. Cass., 19 marzo 2009, n. 6711, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>69</sup> In questo senso, Bertacchini, La conversione dei crediti, cit., 183; l'A., poi, osserva, correttamente, che, ai fini del conferimento in sede dell'aumento di capitale, il rispetto del principio dell'effettività del capitale si realizza a condizione che l'incremento del capitale avvenga in misura tale da coprire l'intero valore nominale delle azioni emesse e sottoscritte dal creditore-neosocio che effettua il conferimento mediante compensazione.

risorse e, peraltro, in via prioritaria rispetto ai soci<sup>70</sup>. Viceversa, l'operazione di sottoscrizione dell'aumento del capitale risulta del tutto razionale per i creditori, alla luce del fatto che essi non devono effettuare ulteriori conferimenti ma utilizzano per la sottoscrizione, compensandolo, il loro credito<sup>71</sup>. L'utilità di siffatta operazione era ravvisata già da una dottrina risalente e autorevole<sup>72</sup>, allorché si riconosceva, sia pur a determinate condizioni, la possibilità che un concordato, come ammetteva la cessione dell'attivo, così avrebbe potuto prevedere la trasformazione dei crediti in quote sociali; questa combinazione poteva risultare utilissima ai creditori – che avrebbero salvato i loro capitali, divenendo soci della società - in tutti quei casi in cui la società, in crisi perché afflitta da un passivo troppo forte, lasciasse intravedere delle concrete prospettive di sviluppo e risanamento<sup>73</sup>.

Alla luce di quanto affermato, non soltanto oggi non si discute più della legittimità né della utilità della conversione ma, anzi, le operazioni di trasformazione del debito di una società in capitale hanno assunto, sia pur con modalità e finalità molto diverse, un ruolo sempre più preponderante nei meccanismi di composizione delle crisi, anche bancarie. Sembra corretto affermare che, almeno in teoria, tali operazioni possano rappresentare una soluzione felice per l'impresa, che non viene a disgregarsi per effetto di una spesso disastrosa liquidazione; per i creditori, quanto meno nei casi in cui la conversione dei crediti in azioni rappresenti un'alternativa migliore della liquidazione<sup>74</sup>; e infine, per la collettività, stante il rilevante interesse pubblico alla continuazione di talune imprese, prime fra tutte, non a caso, quelle bancarie. Uno degli aspetti certamente interessanti risiede, allora, nella constatazione che il debito di una impresa societaria non può più esser considerato solamente una “minaccia”,

---

<sup>70</sup> Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 317.

<sup>71</sup> Stanghellini, *ult. op. cit.*, 318 ss. L'A. ritiene, inoltre, che la conversione dei crediti in capitale consenta di conciliare tre ordini di interessi: quello dei creditori che optano per la conversione, che puntano a recuperare sotto forma di eventuali utili futuri l'investimento effettuato; quello dell'impresa, che mira a ridurre l'indebitamento ed a risanarsi; e, infine, quello dei creditori estranei alla conversione – soltanto nell'ipotesi, però, in cui la conversione operi soltanto nei confronti dei creditori consenzienti, ad esempio negli accordi ex art 182 bis l.fall. - le cui prospettive possono soltanto migliorare, atteso che gli ex-creditori (adesso neo-soci) non concorrono più con loro sul patrimonio del debitore.

<sup>72</sup> Rocco, *Il concordato nel fallimento e prima del fallimento*, Torino, 1902, 403 ss.

<sup>73</sup> Rocco, *ult. op. cit.*, 403 ss.

<sup>74</sup> Al riguardo, giova precisare che, soprattutto in relazione al bail-in, si pone il delicato problema di accertare che il trattamento riservato ai creditori “convertiti” non sia peggiore di quello che essi avrebbero subito nell'ambito di una ordinaria procedura di liquidazione; sul tema si ritornerà nel terzo capitolo.

bensi altresì come un'opportunità<sup>75</sup> e, financo, una necessità. Ne scaturisce, allora, un radicale mutamento di prospettiva, atteso che, nell'ipotesi della crisi, il debito viene a costituire uno strumento, la cui presenza è necessaria per l'attuazione dell'operazione. E, del resto, questa è l'impostazione di fondo del bail-in, il quale, come si vedrà, ai fini del buon esito della procedura, postula l'esistenza di un certo ammontare di passività da "utilizzare" per la ricapitalizzazione dell'ente creditizio in dissesto.

Epperò, relevantissime sono le differenze intercorrenti tra una volontaria conversione di un credito in una quota di capitale e la conversione coattiva che può verificarsi, nell'ambito di una crisi societaria, nei concordati (sia preventivo che fallimentare) nonché nell'ambito del bail-in. E, a ben vedere, il punto è proprio questo e merita di essere chiarito: la conversione non sempre rappresenta una facoltà del creditore. Talora questa può costituire piuttosto una vera e propria imposizione proveniente da "terzi" diversi dal creditore; in altre parole, in talune circostanze ben può mancare la volontà da parte dei creditori ovvero da parte di alcuni di essi di divenire, mediante conversione, soci. Ciò è quanto si verifica sia nel concordato che nel bail-in. Certo, differenze relevantissime, che si esamineranno nel corso del lavoro, intercorrono, sia nelle modalità che nelle finalità, tra le due fattispecie di conversione. Come ognuno ben sa, nel concordato l'istituto della conversione opera tendenzialmente in base ad un accordo<sup>76</sup> fra il debitore e la maggioranza dei creditori<sup>77</sup>; di tal che, la conversione si rivela volontaria per quei creditori che hanno aderito alla proposta concordataria, viceversa forzata per i non aderenti.

Il panorama si presenta differente nel bail-in, ove la conversione opera in modo affatto anomalo, atteso che essa è imposta da un'autorità terza – l'Autorità di Risoluzione - la quale, peraltro, stabilisce unilateralmente il tasso di conversione,

---

<sup>75</sup> In tal senso, nella dottrina straniera, v. Davies, *The fall and rise of debt: Bank capital regulation after the crisis*, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>76</sup> Cfr., per tutti, e anche per numerosi riferimenti, Ambrosini, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in Cottino (diretto da), *Tratt. dir. comm.*, XI, Padova, 2008.

<sup>77</sup> Del resto, è noto a tutti che il fil rouge della riforma della legge fallimentare intervenuta negli anni 2005-2007 e, a fortiori, delle procedure cc.dd. minori, si concreta nella negozialità, atteso che tanto la modalità di soluzione della crisi quanto la sua convenienza sono fondamentalmente rimesse alla valutazione degli stessi creditori; in tal senso, Guerrero-Maltoni, *Concordati giudiziali*, cit., 19. Cfr., altresì, i contributi contenuti in Di Marzio-Macario (a cura di), *Autonomia negoziale e crisi di impresa*, Milano, 2010.

anche contro l'intero ceto creditorio; in altri termini, non esiste alcun accordo<sup>78</sup> e la conversione si atteggia come forzosa, almeno tendenzialmente, per tutti i creditori. In via del tutto preliminare si rileva come l'elemento distintivo e innovativo del bail-in risieda invero in ciò, che la ricapitalizzazione dell'ente in crisi avviene attraverso un coinvolgimento coattivo dei creditori o, meglio, dei crediti, il che prevede, tra le varie modalità, la conversione dei crediti vantati verso la banca in quote di capitale. Epperò, come osservato in via introduttiva, tale operazione di conversione - pur presentandosi nella sostanza molto simile a quella concordataria, avuto riguardo soprattutto alle delicate problematiche relative alla posizione dei creditori non consenzienti, che, di fatto, assistono ad una modificazione non consensuale dei propri diritti e, di fatto, ad una ablazione del loro credito - avviene con finalità e modalità del tutto diverse, se non opposte a quelle che presiedono il concordato preventivo. Infatti, mentre tale conversione nel concordato preventivo rappresenta il frutto di un accordo, pur con relevantissimi elementi di "giudiziarità", ossia il risultato di una proposta tendenzialmente formulata dal debitore e approvata dalla maggioranza del ceto creditorio - ma su questo profilo si tornerà nel secondo capitolo - e rappresenta, almeno in prevalenza, una modalità alternativa per soddisfare i creditori, trasferendo loro il controllo dell'impresa in crisi<sup>79</sup>, nel bail-in, come già rilevato, la conversione è imposta, in maniera del tutto coattiva, da parte dell'Autorità di Risoluzione anche contro la volontà dell'intero ceto creditorio<sup>80</sup>, non nell'interesse dei creditori sociali, i quali anzi subiscono tale imposizione, bensì nell'interesse pubblico.

---

<sup>78</sup> Cfr. gli Autori già citati nella nota 57.

<sup>79</sup> Così, Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 49 ss.

<sup>80</sup> Rilevante nonché univoco, sul punto, risulta l'art. 60, co. 2, lett. a, del d.lgs. 180/2015 - che ha, insieme al d.lgs. 181/2015, recepito la Direttiva 2014/59/UE -, per cui la Banca d'Italia, nell'adottare i cc.dd. poteri di risoluzione, "non è tenuta a ottenere il consenso da parte di qualsiasi soggetto pubblico o privato, inclusi...creditori dell'ente sottoposto a risoluzione"; da ciò emerge, nella sua pienezza, la forzosità dell'intera operazione.

4. Dall'egemonia proprietaria dei soci all'acquisizione coattiva dello status socii: il tramonto dell'affectio societatis.

Orbene, aldilà delle profonde differenze, che nel prosieguo del lavoro si porranno in rilievo, sussistenti tra il concordato preventivo ed il bail-in – peraltro, acutamente definito “concordato preventivo coatto con continuità aziendale”<sup>81</sup>, locuzione, questa, forse ardita ma perfettamente idonea ad evidenziare le similitudini tra i due istituti – nessuno può negare che entrambi conducono ad una ristrutturazione finanziaria della società in crisi, idonea a comportare una riorganizzazione tanto del capitale proprio (cioè quello apportato a titolo di conferimento dai soci) quanto del capitale altrui (cioè quello apportato a titolo di credito)<sup>82</sup>.

In generale, secondo la prospettazione offerta nelle scorse pagine, la società – in particolare, la grande società per azioni – si mostra suscettibile di profonde modificazioni inerenti la sua struttura organizzativa e proprietaria. E' evidente che l'operazione in questione, realizzando, come dianzi esaminato, una profonda e complessiva riorganizzazione dell'impresa nonché della struttura societaria, comporta un drastico mutamento del controllo dell'impresa che, sostanzialmente, viene sottratta ai soci originari, per essere attribuita agli ex creditori, ora neo-soci<sup>83</sup>. Al riguardo, giova ricordare che una delle modalità di composizione della crisi consiste nel trasferire il controllo dell'impresa societaria in crisi da un soggetto, che

---

<sup>81</sup> Presti, Il bail-in, cit., 348

<sup>82</sup> D'altronde, pur con specifico riferimento alla s.p.a., ciò risulta coerente con la accezione dianzi considerata della s.p.a., nel senso di organizzazione del finanziamento dell'impresa, per cui, come osservato da Ferri jr, Ristrutturazione dei debiti, cit., 760, “tanto il capitale “proprio” quanto il capitale “altrui” valgono a comporre, a pari titolo, il finanziamento dell'impresa, quello cioè che rappresenta l'oggetto della ristrutturazione”; difatti, secondo la prospettazione dell'A., che qui si condivide, la società è considerata, nella prospettiva dell'impresa, come organizzazione complessiva dell'attività d'impresa e, cioè, come organizzazione non soltanto dello svolgimento ma altresì del finanziamento; di tal che, lo stesso investimento effettuato dai soci è considerato come una specifica forma di finanziamento. In proposito, però, giova precisarsi che gli stessi concetti di “capitale proprio” e “capitale di terzi”, con tutte le peculiarità ad essi annesse, debbono essere riconsiderati alla luce delle recenti novelle in tema di composizione della crisi societaria.

<sup>83</sup> Benché il tema esuli dallo scopo di detto lavoro, è opportuno precisare che sia nel bail-in sia nel concordato preventivo, a fortiori ove sia stata formulata una proposta concorrente con quella del debitore, i soci ben potranno assistere impotenti alla perdita del controllo sull'impresa; beninteso, ciò nell'ipotesi in cui le partecipazioni subiscano non soltanto una forte diluizione ma financo una cancellazione. In argomento, sia consentito rinviare, anche per brevità, a Blandini-De Cicco-Locascio Aliberti, Socio e Società, cit.

ha ormai un sistema di incentivi distorto e inefficiente, e che avendo perduto nella sostanza il capitale investito e non avendo inteso provvedere al ripristino nella gestione ordinaria dell'impresa, non ha dato prova di una adeguata volontà in questi sensi, alla categoria di soggetti che fornisce, una volta assorbito interamente il patrimonio sociale, il vero capitale di rischio<sup>84</sup>: i creditori. Quindi, pur rappresentando tale mutamento del controllo la inevitabile conseguenza di un'operazione volta anzitutto al risanamento c.d. endogeno dell'impresa societaria, come correttamente osservato, talora si rivela "coessenziale ai processi di riorganizzazione dell'impresa la riallocazione della proprietà nelle mani di soggetti più capaci e soprattutto finanziariamente in grado di sostenerla"<sup>85</sup>;

Al riguardo, si deve evidenziare come siffatto "ricambio societario" - per cui, si è detto, i creditori vengono, attraverso operazioni, come si vedrà, di varia natura a seconda del tipo societario e del fine perseguito, a prendere il posto dei soci, il valore del cui investimento è andato parzialmente o interamente perduto - sia estremamente meritevole di interesse nonché debba considerarsi biunivoco, atteso che, per la prima volta nella storia del diritto societario, per un verso, i soci possono essere estromessi dalla società e le loro partecipazioni diluite ovvero azzerate<sup>86</sup>, e, per altro verso, ai creditori può essere imposta la partecipazione al capitale di una società - attraverso una trasformazione coattiva dei crediti vantati nei confronti dell'impresa in crisi in partecipazioni sociali nella medesima - in assenza ovvero financo contro la loro volontà.

---

<sup>84</sup> Per tutti, Stanghellini, *Crisi di impresa*, cit., 50 ss. L'A. osserva come, mediante il trasferimento (eventualmente anche coattivo) del controllo dell'impresa in crisi dai soci ai creditori, si ricompona la corrispondenza tra rischio d'impresa e potere di gestione; su questo tema, cfr. Denozza, *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973; Vassalli, *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione*, Milano, 1973; Nigro, *Il fallimento del socio illimitatamente responsabile*, Milano, 1974.

<sup>85</sup> Così, Guizzi, *Riorganizzazione della società in crisi, trasferimento del controllo e disciplina del mercato societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 264; sul tema del mutamento del controllo dell'impresa nell'ambito dei processi di riorganizzazione dell'impresa in crisi, v. Libonati, *Crisi dell'imprenditore e riorganizzazione dell'impresa*, già in *Riv. dir. comm.*, 1981, I, 231 ss., ora in *ID.*, *Scritti in materia di impresa e società*, Padova, 2012, 183 ss.; e, di recente, Munari, *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione*, Milano, 2012, 340 ss.

<sup>86</sup> Il tema ha assunto una certa rilevanza pratica nonché ha ricevuto una ampia attenzione da parte della dottrina nell'ambito della disciplina delle proposte concorrenti; in argomento, sia consentito il rinvio agli Autori già citati in nota 54.

Benvero, quella compiuta dal legislatore, all'esito della novella in tema di proposte concorrenti e, specialmente, all'esito dell'introduzione del bail-in, costituisce una rivoluzione epocale che ha condotto alla caduta di due presupposti – e, peraltro, indimostrati - totem del diritto societario: il primo, riguardante la sovranità del socio, qualificato come comproprietario dell'impresa (e del capitale) e, in quanto tale, “titolare di un ingiustificato diritto di vita e di morte sull'impresa”<sup>87</sup>, e il secondo, attinente alla volontà, considerata quale requisito essenziale per l'acquisto della qualità di socio.

Per quanto concerne il secondo profilo, per cui il creditore è coattivamente trasformato in socio, si deve sottolineare che, come anzidetto, mentre nel bail-in l'imposizione della conversione del credito in capitale è totale, atteso che l'Autorità di Risoluzione decide prescindendo da tutto, non essendo richiesta alcuna approvazione da parte né dei soci né dei creditori, nel concordato preventivo, l'imposizione è solo parziale e, in particolare, riguarda quei creditori, cc.dd. di minoranza, che, pur non avendo votato l'approvazione del concordato, sono costretti a subire la decisione della maggioranza di conversione del credito in quote di capitale. Al riguardo, si potrebbe rilevare che, in realtà, la scelta di cooptare forzosamente i creditori – interamente nel bail-in o, in parte, nel concordato preventivo – rappresenta l'inevitabile contraltare alla decisione di diluire ovvero estromettere i soci, dal momento che, ove non vi fossero soggetti intenzionati a ricapitalizzare la società, questa, rimasta priva di capitale sociale, sarebbe, in virtù del disposto di cui all'art. 2484 c.c., condannata allo scioglimento<sup>88</sup>.

---

<sup>87</sup> L'espressione è di Blandini-De Cicco-Locascio Aliberti, *Socio e Società*, cit. Al riguardo, sembra corretto, quindi, concludersi nel senso di qualificare il socio non come proprietario dell'impresa, bensì come titolare delle azioni; cfr. Angelici, *La società per azioni*, cit., 40, secondo il quale ben si può parlare di “duplicazione della proprietà”: quella delle azioni che spetta ai soci; quella del patrimonio, che spetta, invece, alla società. Deve, allora, ritenersi ancora corretta l'impostazione di Ascarelli, *Principi e problemi e delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 3 ss., il quale considera lo stato di socio come espressione di sintesi delle situazioni giuridiche soggettive, attive e passive, che da quella titolarità discendono

<sup>88</sup> Al riguardo, infatti, al di fuori dell'ipotesi ex art. 182 sexies l.fall. – al riguardo, v. gli Autori citati alla nota 30 -, è opinione diffusa che la perdita del capitale sociale costituisca uno dei sintomi di crisi delle imprese societarie; v. Mazzoni, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in Balzarini-Carcano-Ventoruzzo (a cura di), *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive: Atti del convegno internazionale di studi: Venezia, 10-11 novembre 2006*, Milano, 2007, 517 ss.; Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 144 ss.; Vassalli, *La prevenzione delle crisi di impresa: bilancio attuale nella legislazione italiana, proposta de jure condendo*. Primi appunti, in Riv.

Benvero, quali che siano i motivi e gli interessi rilevanti, il punto è molto chiaro: in un contesto di crisi, la volontà del singolo - nel caso in esame del creditore – diviene irrilevante per l’acquisto della qualità di socio; in altri termini, il creditore di una società soggetta a bail-in ovvero a concordato, volente o nolente, sarà coartato a divenire socio e, peraltro, socio di quella stessa società a cui in precedenza aveva erogato credito.

E’ evidente che quella in esame rappresenta una innovazione epocale atteso che, sinora, nonostante l’attenuazione degli elementi di cui all’art. 2247 c.c.<sup>89</sup>, e nonostante sia oggi innegabile che la società debba esser considerata non un mero negozio, con tutti i corollari di carattere privatistico che ne discendono, bensì quell’organizzazione che da siffatto negozio può originare<sup>90</sup>, sembrava essere un dato acquisito e incontrovertibile che l’acquisto della qualità di socio, in qualsivoglia società, risultando irrilevante il momento dell’acquisto della qualità di socio – cioè all’atto della costituzione della società ovvero mediante adesione successiva all’ormai “mitologico” contratto sociale -, richiedesse, se non una esplicita dichiarazione di volontà, quanto meno una anche tacita volontà da parte dei contraenti. E, del resto, a tale conclusione - oggi profondamente incisa, come si

---

dir. comm., 2011, I, 283 ss.; Ferri jr, *Insolvenza e crisi*, cit., 431 ss., il quale, però, rileva che la perdita del capitale possa rappresentare l’espressione di una crisi non tanto dell’impresa quanto dell’investimento dei soci.

Di recente, la funzione del capitale sociale nell’ambito delle crisi d’impresa è stata valorizzata da Benazzo, *Crisi d’impresa*, cit., 241 ss.; contra, in vario senso, Portale, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’“importanza quasi-sacramental” al ruolo di “ferro vecchio”?*, in *Riv. soc.*, 2015, 815 ss.; Montagnani, *Disciplina della riduzione del capitale: impresa o legislatore in crisi?*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 754 ss.; Strampelli, *Capitale sociale*, cit., 605.

<sup>89</sup> Sul punto, v., per tutti, Spada, *C’era una volta*, cit., 1 ss.

<sup>90</sup> Per tutti, v. Di Sabato-Blandini, *Diritto delle società*, Milano, 2011, 9 ss. D’altronde, come è noto a tutti, oggi una società ben può originare da un contratto ovvero da un atto unilaterale ovvero, persino, direttamente dalla legge; per qualche considerazione su tale “tripartizione, v., anche per riferimenti, Buonocore, *Le società: disposizioni generali*, in Schlesinger (diretto da), *Il codice civile commentato*, Milano, 2000, 6 ss.

Sul punto, v. Graziani, *Diritto delle società*, Napoli, 1962, 23 ss., la cui opera resta tuttora un sicuro punto di riferimento, il quale assegnava al contratto di società una funzione di mero momento genetico del rapporto sociale, precisando, cioè, che nel tempo il contratto cedeva il posto all’ente da esso generato; cfr. Ferri Sr., *Manuale di diritto commerciale*, VIII ed. a cura di Angelici e G.B. Ferri, Torino, 1990, 173 ss., il quale sosteneva che l’atto costitutivo non esaurisse il fenomeno societario e non ne rappresentasse neppure la vera sostanza, posto che esso aveva la sola funzione di fissare i principi organizzativi dell’esercizio dell’attività d’impresa.



vedrà, dalle recenti novelle – altresì giungeva quella dottrina<sup>91</sup>, già del Codice di Commercio, che, nell’individuare i requisiti fondamentali ed essenziali del contratto di società, inteso, però, come mero negozio giuridico, vi ricomprendevano la c.d. *affectio societatis*, ossia, appunto, “la volontà di formare una società”<sup>92</sup> e, in ultima istanza, la volontà di esserne socio; in argomento, certo è che siffatto requisito – peraltro innominato, atteso che né l’attuale art. 2247 c.c., né l’art. 1697 c.c. abrog., lo menzionavano esplicitamente – era da riferirsi non tanto al singolo rapporto sociale quanto alla società nel suo complesso, al punto da aver costituito, per anni, il criterio discrezionale tra la società e le altre figure affini, prima fra tutte la comunione<sup>93</sup>. In altri termini, posto che è sempre stato fuori di dubbio che le società costituissero associazioni “volontariamente costituite”<sup>94</sup>, si riteneva che la specialità connaturata nel contratto di società, rispetto a qualsiasi altro contratto, per quanto concerneva, fra gli altri, la sopportazione del rischio patrimoniale nonché l’onere di collaborazione fra soci e l’identità di interessi richiesti<sup>95</sup>, imponesse ai soci una volontà qualitativamente superiore a quella richiesta in qualsiasi altro negozio giuridico<sup>96</sup>; di tal che, l’elevazione dell’*affectio societatis* - intesa, quindi, come la intenzionalità nonché il desiderio di essere socio, sentimento già ben descritto dalle locuzioni romane di *animus contrahendi societatis* e da quelle medioevali di *animus ineundae*

---

<sup>91</sup> Per tutti, nel vigore del Codice del Commercio, v. Manara, *Delle società ed associazioni commerciali: trattato teorico pratico*, I, Torino, 1902-1906, n. 149; Navarrini, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, IV, Torino, 1920-1926, 221 ss.

<sup>92</sup> Navarrini, *Commentario al codice di commercio : delle società e delle associazioni commerciali*, Milano, 1923, 33. In giurisprudenza, v. App. Bologna, 21 maggio 1990, in *Temi*, 1909, 675, secondo cui “l’*affectio societatis* è un elemento soggettivo essenziale per avere un contratto di società, e consiste nello scopo di conseguire la divisione degli utili come effetto del contratto sociale”.

<sup>93</sup> Sulla differenza tra società e comunione, v., per tutti e per riferimenti, Ferri Sr., *Delle società*, in Scialoja-Branca (a cura di), *Commentario del codice civile*, Bologna-Roma, 1981, 81 ss. Cfr., inoltre, Amatucci, *Società e comunione*, Napoli, 1971, 116 e ss.; Pescatore, *Attività e comunione nelle strutture societarie*, Milano, 1974, 182 e ss.; Greco, *Le società nel sistema legislativo italiano. Lineamenti generali*, Torino, 1959, 19 ss.; Buonocore-Castellano-Costi, *Società di persone*, Milano, 1980, 163 ss.

<sup>94</sup> L’espressione è di Ascarelli, *Considerazioni in tema di società e personalità giuridica*, in Ascarelli, *Saggi di diritto commerciale*, I, Milano, 1955, 132.

<sup>95</sup> Come è noto, siffatte caratteristiche si declinano, oggi come ieri, in maniera molto differente a seconda del tipo di società; di tal che, la considerazione che la *affectio societatis* presentasse sfumature ben diverse, ad esempio, nelle società di persone e nelle società di capitali.

<sup>96</sup> Evidenziava benissimo questo punto Ruiz, *La società in diritto romano*, Napoli, 1950, 64 ss. e 151, giacché riteneva che la *societas* non si fondasse su di una episodica ed istantanea manifestazione iniziale del consenso, ma richiedesse una “intenzione comune permanente”, quale espressione della fiducia reciproca tra i soci.

societatis<sup>97</sup> – a requisito particolare, pur innominato della società. Invero, oggi, anche alla luce delle recenti novelle in tema di crisi delle società, non soltanto deve condividersi quanto rilevato da chi<sup>98</sup>, già in epoca risalente, rifiutando la eccessiva ed ingiustificata enfasi attribuita all' *affectio societatis*, riteneva che essa, di fatto, costituiva null'altro che il consenso nonché la dichiarazione di volontà che in ogni negozio giuridico occorrono, ma deve altresì concludersi nel senso di negare financo alla volontà dell'individuo il rango di requisito essenziale per acquistare la qualità di socio; beninteso, con ciò si vuole affermare, non che sia possibile genericamente coartare gli individui a far parte di una società – sarebbe un'imposizione folle -, ma che, al verificarsi di una situazione patologica, ossia la crisi, e, nello specifico, allorché sia aperta una procedura di concordato preventivo o di bail-in, la volontà dei singoli di divenire soci non costituisce più elemento essenziale ma diviene del tutto irrilevante. Come preliminarmente detto e come ampiamente si dirà nel corso di questo lavoro, tanto nel concordato preventivo, pur in relazione ai soli creditori dissenzienti, quanto nel bail-in, si può assistere ad una assunzione coattiva dello status socii. E' da ritenersi, cioè, definitivamente tramontata quella concezione privatistica della società come contratto<sup>99</sup>, degradata, invece, – specialmente per quanto concerne le società di capitali -, ad organizzazione dell'esercizio e del finanziamento dell'attività imprenditoriale, nei sensi in cui si è dianzi argomentato; nel contesto qui delineato, ridottissimi sono gli spazi nonché la rilevanza delle determinazioni e, in generale, della volontà dei singoli; nel caso in esame, della volontà del creditore, coattivamente trasformato in socio.

---

<sup>97</sup> In argomento, cfr., per tutti, Ruiz, *La società*, cit., 66 ss., nonché, anche per riferimenti, Salvatore, *Affectio societatis*, in Riv. dir. civ., 1981, I, passim e spec. 685 ss.

<sup>98</sup> Ex aliis, Navarrini, *Trattato teorico-pratico*, cit., 225-226; Battista, *Del contratto di società e del mandato*, in Fiore-Brugi (diretto da), *Il diritto civile italiano secondo la dottrina e la giurisprudenza*, Napoli, 1925, 49 ss.

<sup>99</sup> La tesi contrattuale della società era in passato seguita dalla dottrina dominante; per tutti, anche per riferimenti, Auletta, *Il contratto di società commerciale*, Milano, 1937, passim; Ferri Sr., *La società come contratto*, in Studi in memoria di F. Ferrara, Milano, 1943, 259 ss.; Bolaffi, *La società semplice: contributo alla teoria delle società di persone*, Milano, 1975, 83 ss.; Ascarelli, *Il contratto plurilaterale*, in Saggi giuridici, Milano, 1949, 259 ss.; Graziani, *Diritto delle società*, cit., 26; Greco, *Le società*, cit., 14; Galgano, *Diritto commerciale: le società*, Bologna, 1998, 2 ss.

5. Volontà e acquisto dello status socii. Profili introduttivi (dalle clausole di continuazione nelle società personali al bail-in).

Benvero, occorre rilevare che la dottrina e la giurisprudenza, già in tempi remoti e invero con conclusioni non del tutto pacifiche, come si vedrà, hanno affrontato, pur sotto un diverso profilo, il tema della volontarietà dell'acquisto della qualità di socio, con specifico riferimento alle società personali che presentavano nel contratto sociale le cc.dd. clausole di continuazione obbligatorie o automatiche. Invero, non ci si può esimere dal rilevare che il motivo per cui siffatte clausole di continuazione tanto hanno fatto discutere la dottrina<sup>100</sup> (per lo più contraria alla validità delle predette) e la giurisprudenza<sup>101</sup> (orientata, viceversa, verso la validità) anche risalenti, risiede proprio nella corretta considerazione che esse, prevedendo in capo all'erede del socio defunto, rispettivamente, l'obbligo di subentrare in società ovvero la successione automatica nel rapporto sociale, costituivano una fattispecie di acquisto coattivo dello status socii, acquisto che prescindeva dal consenso non solo dei soci superstiti ma altresì dell'erede del socio defunto;<sup>102</sup> e, del resto, è innegabile, oggi come ieri, che in assenza delle predette clausole, sia necessario, per produrre l'effetto giuridico, consistente nella attribuzione della qualità di socio all'erede, l'incontro della dichiarazione di volontà unanime dei soci superstiti con quella dell'erede, ossia il c.d.

---

<sup>100</sup> Nella letteratura giuridica la dottrina prevalente si mostra convinta della nullità delle predette clausole; all'uopo, cfr., senza pretesa di completezza, Ferri Sr., *Delle società*, cit., 309 ss.; Greco, *Le società*, cit., 344; Auletta, *Clausole di continuazione della società coll'erede del socio personalmente responsabile*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951, 891 ss.; De Giorgi, *I patti sulle successioni future*, Napoli, 1976, 156 ss.; Iudica, *Clausole di continuazione della società con gli eredi dell'accomandatario*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, II, 208 ss.; Galgano, *Le società di persone: società in genere, società semplice, società in nome collettivo, società in accomandita semplice*, in Cicu-Messineo (diretto da) e Mengoni (continuato da), *Tratt. dir. civ. comm.*, Milano, 1972, 268 ss.. Soltanto una minoranza della dottrina sostiene la validità delle clausole: v., per tutti, e anche per riferimenti, Venditti, *L'erede del socio a responsabilità illimitata e la continuazione della società*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, 217 ss.

<sup>101</sup> La giurisprudenza di legittimità è, oggi come ieri, orientata verso la liceità delle clausole di successione; per tutti, Cass., 4 marzo 1993, n. 2632 in *Giur. comm.*, 1995, II, 367 ss.; di recente, in senso conforme, Cass., 19 giugno 2013, 15395, in *CED Cassazione*, 2013.

<sup>102</sup> Giova precisare che, tra i due tipi, certamente più pericolose sono le clausole di continuazione cc.dd. automatiche, dal momento che, mentre nelle clausole cc.dd. obbligatorie l'erede ben può evitare il subingresso in società, rimanendo tuttavia esposto all'obbligo di risarcimento del danno, nelle prime, questo non è possibile, in virtù, appunto, della automaticità che le caratterizza. Per approfondire, sia consentito rinviare agli autori già citati alla nota 112.

accordo di continuazione<sup>103</sup>. In altri termini, le due tipologie di clausole certamente si ponevano in contraddizione con il già menzionato totem societario della volontà come elemento essenziale per essere soci. A ben vedere, però, - e ciò fu posto in risalto già dai commentatori dell'epoca - ad ingenerare il sospetto di illiceità delle predette clausole era non tanto il difetto di volontà in sé da parte dell'erede, e, quindi, il fatto che l'operazione in esame potesse ledere il principio inderogabile dell'autonomia statutaria, quanto il gravoso effetto che inesorabilmente derivava dall'essere socio di una società di persone, ossia la responsabilità personale e illimitata delle obbligazioni sociali, peraltro ivi comprese quelle assunte in epoca antecedente all'acquisto della quota sociale da parte dell'erede. Al riguardo, numerosi furono i tentativi - invero, tutti, poco convincenti - compiuti dalla dottrina per sostenere la liceità delle clausole in questione e, al contempo, apprestare agli eredi una qualche forma di tutela; così, fu prospettata la possibilità che l'erede evitasse l'acquisto coattivo della qualità di socio illimitatamente responsabile, rinunciando all'eredità ovvero accettandola con beneficio di inventario<sup>104</sup>. In particolare, con riferimento a quest'ultima tesi, è stato correttamente rilevato che la responsabilità personale per le obbligazioni sociali costituisce un effetto tipico connaturato alla qualità di socio di società di persone e, pertanto, ritenuto inderogabile (fatta salva la possibilità di appositi patti sociali limitativi della responsabilità) e inconciliabile con l'accettazione con beneficio d'inventario<sup>105</sup>. Epperò, benché la tesi largamente prevalente in dottrina<sup>106</sup>, oggi come ieri, consideri nulle le clausole sia obbligatorie sia automatiche, deve rilevarsi che la giurisprudenza di legittimità ha, invece, più volte concluso nel senso di riconoscere la validità delle predette clausole, stabilendo che esse "integrano quella legittima facoltà dispositiva in deroga alla regola generale (la liquidazione della quota) prevista dall'art. 2284 c.c., che la stessa norma ... riconosce ai soci in sede di conclusione del contratto

---

<sup>103</sup> Sul punto, v. Venditti, *L'erede del socio*, cit., 224.

<sup>104</sup> Così, Brunetti, *Trattato del diritto delle società*, I, Milano, 1948, 396 ss.; Vivante, *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1929, 456.

<sup>105</sup> Per approfondire, v. Auletta, *Clausole di continuazione*, cit., 926 ss. Difatti, mentre il beneficio d'inventario opera sul piano successorio, la responsabilità illimitata opera sul piano societario e consegue non già alla successione dell'erede nei rapporti giuridici facenti capo al *de cuius*, ma all'acquisto della qualità di socio di società personale, di cui la responsabilità illimitata per le obbligazioni da questa contratte è una caratteristica peculiare.

<sup>106</sup> Sia consentito rinviare, ancora, agli autori prima citati nelle precedenti note. Oggi, per tutti, Di Sabato-Blandini, *Diritto delle società*, cit., 135 ss.

sociale”<sup>107</sup>. E invero, le argomentazioni della dottrina poggiano (e poggiavano) sull’assunto che l’ingresso in società quale socio illimitatamente responsabile non possa avvenire contro la volontà dell’erede<sup>108</sup>. Ciò posto, sembra evincersi – e il punto è più che rilevante - che la asserita nullità di quelle clausole che attribuiscono ipso iure la qualità di socio, senza ed, eventualmente, contro una propria manifestazione di volontà, deriva non già dalla assenza di volontà da parte dell’erede, bensì dalle caratteristiche intrinseche e peculiari dello status socii di società personali, e, quindi, in primis, la responsabilità personale ed illimitata. Inoltre, non può ignorarsi che nelle società di capitali, salvo quanto diversamente stabilito in via statutaria, le quote siano, di norma, liberamente trasmissibili iure hereditatis. Da queste osservazioni può desumersi, allora, che, in linea generale, pur con le precisazioni da compiere a seconda del caso specifico, ogniqualvolta l’essere socio non implichi una responsabilità personale, - quest’ultimo aspetto verrà esaminato nel prosieguo del lavoro - ben sia possibile una “attribuzione coattiva” dello status socii che prescinde da ogni consenso e volontà individuale e che, inevitabilmente, abbatte ogni sacro totem della volontarietà ovvero della affectio societatis.

In aggiunta a quanto detto, non si può fare a meno di porre in rilievo che, come nelle società personali qualora si voglia ammettere la liceità delle predette clausole di continuazione obbligatorie o automatiche, anche nel bail-in è assente la volontà, da parte degli attuali creditori, di acquisire la rischiosa qualità di socio ed essere cooptati nel sodalizio. In altre parole, le considerazioni ora svolte inducono ad affermare senza timidezza che la volontarietà non costituisce più un elemento indefettibile ex se per aderire ad una società, ove, però, questa versi nella patologia, venendosi a creare dunque, in queste circostanze – e, cioè, nel concordato dell’impresa societaria in crisi ovvero nel bail-in dell’impresa bancaria - una nuova categoria di soci: gli azionisti involontari.

---

<sup>107</sup> Cass., 4 marzo 1993, n. 2632, cit., 367 ss.; di recente, in senso conforme, Cass., 19 giugno 2013, 15395, cit.

<sup>108</sup> Al riguardo, giova citare la Relazione (p. 108) al Progetto D’Amelio, nel quale per la prima volta si specificava la necessità del consenso degli eredi alla continuazione allorché questa non fosse prevista da apposita clausola del contratto sociale e nel quale si affermava che “sarebbe iniquo obbligare questi (gli eredi) a fare i soci coatti”.

## 6. Azionisti “involontari” e libertà di iniziativa economica: un possibile dialogo?

A tal riguardo, non sono mancate voci nella dottrina<sup>109</sup> che, in maniera peraltro acuta ma inesatta, hanno paventato il rischio che le recenti novelle, imponendo una conversione forzosa ai creditori e, quindi, un acquisto coattivo della qualità di socio, rappresentassero una violazione del precetto costituzionale di cui all’art. 41 Cost., in virtù del quale, come è noto, l’iniziativa economica privata è libera; nello specifico, i dubbi inerenti alla incostituzionalità delle norme risiedono nella invero esatta constatazione che i creditori non consenzienti – e, cioè, quelli di minoranza nel concordato e potenzialmente tutti nel bail-in – si trovano a partecipare, senza il loro consenso, ad un’attività economica nonché “astretti a un vincolo negoziale non voluto, che li priva dei loro crediti”<sup>110</sup>. Il tema, a parer di chi scrive, è, proprio in ragione della notevole rilevanza sistematica, certamente meritevole di attenzione nonché, al contempo, foriero di incertezze applicative ed equivoci. Difatti, da un lato, non è revocabile in dubbio che la libertà della iniziativa economica per i privati è consacrata dall’art. 41 Cost.<sup>111</sup> e, sotto questo aspetto, certamente l’attività di impresa, se non è manifestazione di autonomia, nel senso in cui questa è intesa dalla teoria del negozio, è certamente manifestazione di iniziativa<sup>112</sup>; senza rievocare arcaici dibattiti in merito alla natura dell’attività quale atto giuridico ovvero quale fatto giuridico<sup>113</sup> – sul punto, la dottrina unanime definisce l’attività come una serie

---

<sup>109</sup> V., tra gli altri, Ariani-Giani, La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie, in RDS, 2013, II, 727 ss.; Norelli, Il concordato fallimentare “riformato” e “corretto”, 10 marzo 2008, reperibile su [www.judicium.it](http://www.judicium.it). Contra, Stanghellini, art. 124, in Jorio (diretto da) e Fabiani (coordinato da), Il nuovo diritto fallimentare, II, Bologna, 2006, 1961-1962; implicitamente, Fimmanò, L’allocazione efficiente, cit., 57 ss.; Guerrera-Maltoni, Concordati giudiziali, cit., 68; Ferri jr., Ristrutturazione dei debiti, cit., 747 e 766.

<sup>110</sup> Così, Norelli, Il concordato fallimentare, cit., secondo cui, benché con riferimento alla conversione forzosa nel concordato fallimentare, l’attribuzione coattiva di azioni ai creditori suscitasse “forti perplessità sul piano della conformità alla Costituzione, dal momento che, con esse, in sostanza, si viene a imporre ai creditori non consenzienti di entrare in una società e di apportarvi i loro crediti”.

<sup>111</sup> Per un approfondimento, v., anche per riferimenti, Oppo, L’iniziativa economica, già in Riv. dir. civ., 1988, I, 309 ss., ora in ID., Scritti giuridici. Diritto dell’impresa, I, cit., 16 ss.

<sup>112</sup> Oppo, L’impresa come fattispecie, 246.

<sup>113</sup> In merito a tale profilo, cfr., in vario senso, Oppo, ult. op. cit., 246 ss.; Colussi, Capacità e impresa. L’impresa individuale, I, Padova, 1974, 37 ss.; Fanelli, Introduzione alla teoria giuridica dell’impresa, Milano, 1950, 113 ss.

coordinata di atti rivolti ad un determinato fine<sup>114</sup> - , ci si limiti ad affermare che l'attività deve potersi far risalire alla volontà del soggetto<sup>115</sup> e che "l'esercizio dell'impresa viene in considerazione come comportamento attuativo, dominato dal principio di effettività"<sup>116</sup>; ne consegue che la volontarietà del comportamento costituisce un elemento indefettibile della fattispecie impresa. L'attività di impresa, in altre parole, non può essere imposta, senza che si configuri una violazione del precetto costituzionale, e ciò, né originariamente, né costringendo alla continuazione dell'esercizio<sup>117</sup>; parimenti, occorre rilevarsi, come è ovvio, che alle medesime conclusioni si deve giungere nell'ipotesi in cui l'iniziativa economica è già in corso, poiché avviata, per esempio, da un altro imprenditore ovvero – ed è questo il caso in esame – da un imprenditore collettivo, appunto, una società, in cui viene coattivamente cooptato il creditore. Giova, infatti, rilevare che la libertà economica può manifestarsi, tanto come libertà del singolo, dando origine ad un'impresa individuale, quanto come libertà collettiva, dando origine ad un'impresa sociale<sup>118</sup>; epperò, in questo secondo caso, libertà economica si manifesta non tanto nell'adesione al contratto di società (che è ancora manifestazione individuale di autonomia privata) – e, quindi, nell'acquisto della qualità di socio - quanto nella partecipazione all'esercizio collettivo dell'attività di impresa, secondo le regole proprie del tipo societario prescelto; quest'ultima precisazione non è affatto superflua, atteso che ogni tipo societario è regolato da peculiari norme – si pensi a quelle in tema di amministrazione ovvero di responsabilità per le obbligazioni sociali – che incidono profondamente sul rapporto giuridico partecipativo che si crea e, in definitiva, sull'ampiezza del rischio di impresa.

A ben vedere, prima di giungere ad una frettolosa ed erronea conclusione in merito alla (il)legittimità costituzionale di tutte quelle norme – in primis, quelle relative al bail-in - che attribuiscono coattivamente la qualità di socio e prescindendo dal consenso di quest'ultimo, occorre interrogarsi sulla vera essenza dello status socii e, soprattutto, chiedersi se quest'ultimo implichi la qualifica di imprenditore; in altre

---

<sup>114</sup> Per tutti, v. G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. Diritto dell'impresa*, I, VII ed. a cura di M. Campobasso, Torino, 2013, 24.

<sup>115</sup> Così, Buonocore, *L'impresa*, in ID., (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Torino, 2002, 99.

<sup>116</sup> Le parole sono di Oppo, *L'impresa come fattispecie*, cit., 246.

<sup>117</sup> Così, Buonocore, *L'impresa*, cit., 103.

<sup>118</sup> Galgano, *Diritto commerciale: l'imprenditore*, I, Bologna, 1998, 161.

parole, occorre indagare la assunzione o meno, da parte dei soci, della qualità di imprenditore. Al riguardo, non è revocabile in dubbio che, ogniqualvolta l'attività d'impresa sia esercitata tramite una organizzazione societaria, specie quando sia ad essa riconosciuta personalità giuridica – su quest'ultimo aspetto si tornerà -, la qualifica di imprenditore spetta alla società; in proposito, non può non condividersi quanto osservava Ferri Sr., secondo cui “l'attività sociale è un'attività della collettività, del gruppo, non un'attività personale del socio; pertanto, al gruppo, e non al socio, competono la qualifica di imprenditore e gli obblighi che a questa sono inerenti”<sup>119</sup>. Tuttavia, pur tenendo conto di quanto appena detto, non si può fare a meno di rilevare che la dottrina, anche risalente, se, da un lato, non ha mai negato che nelle società capitalistiche, forti della loro acclarata personalità giuridica, la qualificazione di imprenditore spettasse ad esse e non ai soci, dall'altro, forti perplessità sono state sollevate in merito alla attribuzione della qualità di imprenditore alle società personali, ritenendo, a contrario, che in siffatte società gli imprenditori fossero solamente i soci. Ciò posto, nelle società di capitali, è pacifico<sup>120</sup>, oggi come ieri, che la figura dell'imprenditore deve essere ricercata, non già nelle persone dei soci – a nulla rilevando neanche le distinzioni tra soci di comando e soci di minoranza ovvero tra soci imprenditori e soci risparmiatori - , bensì nella impersonale organizzazione collettiva che caratterizza le società capitalistiche; vieppiù, come opportunamente evidenziato, si assiste ad una spersonalizzazione della qualità di imprenditore, che viene riconosciuta alla società unitariamente considerata, e non anche alle persone dei soci<sup>121</sup>. Per quanto concerne, invece, le società di persone, come già detto, dottrina autorevole ha prospettato talora la possibilità che nei soci si riproduca la figura dell'imprenditore, ciò in virtù del fatto che il contratto di società di persone si presenta come il vincolo contrattuale che unisce fra loro più imprenditori i quali esercitano collettivamente, anziché

---

<sup>119</sup> Ferri Sr., Manuale, cit., 228. L'autorevole A., però, giungeva poi a conclusioni non condivisibili a parer di chi scrive, poiché, in relazione alle società di persone, sosteneva che, se da un lato non era possibile che la qualifica di imprenditore potesse ripartirsi tra i soci che del gruppo facevano parte ovvero potesse moltiplicarsi, facendo considerare tutti i soci come imprenditori, dall'altro lato, il socio fosse una sorta di “coimprenditore”; ciò in virtù del fatto che il socio come tale assumeva le obbligazioni inerenti all'attività sociale.

<sup>120</sup> In dottrina, v., ex aliis, Galgano, Diritto commerciale: le società, cit., 30 ss.; Ferri Sr., Manuale, cit., 266 ss.; Graziani, Diritto delle società, cit., 44 ss.; De Gregorio, Corso di diritto commerciale: imprenditori, società, Milano, 1967, 42.

<sup>121</sup> Galgano, Diritto commerciale: le società, cit., 31.



individualmente, una medesima impresa<sup>122</sup>, talaltra la possibilità che, pur non potendo tale qualifica ripartirsi tra i soci che della società fanno parte, questi siano dei coimprenditori<sup>123</sup>; entrambe le tesi, supportate dalla constatazione che nei confronti dei soci si applichino talune norme che sono dettate per l'esercizio dell'impresa o che si determinino talune conseguenze che dall'esercizio dell'impresa derivano (si pensi al fallimento in estensione del socio illimitatamente responsabile), in uno alla asserita mancanza di personalità giuridica delle società personali, risultano poco convincenti; infatti, da un lato, si deve rilevare che la norma che prevede il fallimento in estensione costituisce nient'altro che l'applicazione, in sede fallimentare, del principio della responsabilità illimitata del socio; dall'altro lato, pur volendo aderire alla non condivisibile tesi negatrice della personalità giuridica delle società di persone<sup>124</sup>, risulta essere oggi acclarato che (anche) le società di persone sono considerate come soggetti di diritto, ovvero come centri di imputazione di situazioni soggettive attive e passive distinti dalle persone dei soci<sup>125</sup> e sono altresì dotate di una, sia pur imperfetta, autonomia patrimoniale. D'altronde, che le società costituissero dei soggetti di diritto distinti dalle persone dei soci, era posto in evidenza già da autorevolissima dottrina al Codice del Commercio, che affermava che il contratto di società, o comunque, oggi, l'atto unilaterale ove si tratti di società unipersonale, "ha la virtù speciale di dare vita a una persona che prima non esisteva, dotata di una volontà propria, che si regola nei limiti segnati dalla legge, secondo i propri interessi: persona nuova ed autonoma che persegue durevolmente il suo scopo"<sup>126</sup>. Deve, pertanto, correttamente ritenersi che, in qualsivoglia organizzazione di tipo societario, imprenditore sia sempre e soltanto la società<sup>127</sup>. Epperò, posto

---

<sup>122</sup> Galgano, ult. op. cit., 29.

<sup>123</sup> Ferri Sr., Manuale, cit., 228.

<sup>124</sup> Per un approfondimento del dibattito tra sostenitori e negatori della personalità giuridica nelle società di persone, v., anche per riferimenti, Graziani, Diritto delle società, cit., 45 ss.

<sup>125</sup> Per tutti, Di Sabato-Blandini, Diritto delle società, cit., 50. Del resto, tale conclusione, come è noto, è altresì confortata dal combinato disposto dell'art. 2266, co. 1, c.c., per cui "la società acquista diritti e assume obbligazioni per mezzo dei soci che ne hanno la rappresentanza" e dell'art. 2267, co. 1, c.c., per cui "i creditori della società possono far valere i loro diritti sul patrimonio societario"; se ne deduce che la società, entità distinta dalle persone dei soci, risponde dei debiti sociali, laddove i soci, responsabili in via sussidiaria, sono dei garanti dei debiti sociali, che giuridicamente sono imputabili alla società; così, Di Sabato-Blandini, ult. op. cit., 128 ss.

<sup>126</sup> Sono queste le parole con cui Cesare Vivante dava inizio al secondo volume del Suo Trattato; v. Vivante, Trattato di diritto commerciale, II, cit., 1.

<sup>127</sup> De Gregorio, Corso di diritto commerciale, cit., 42-43; d'altronde, come correttamente rilevato da questo A., sarebbe erroneo attribuire sic et simpliciter la qualifica di imprenditore a persone che, pur

che lo status socii nè implica né coincide con la qualità di imprenditore, si deve concludere che ogni fattispecie di acquisto coattivo dello status di socio – previsto, peraltro, nelle sole società capitalistiche nell’ambito della crisi, se si vuole aderire alla tesi maggioritaria che ritiene nulle le clausole di continuazione automatiche e obbligatorie – non comporti un altrettanto coattivo acquisto della qualifica di imprenditore e, in ultima analisi, non sia suscettibile di rappresentare alcuna violazione del precetto costituzionale di cui all’art. 41 Cost. Pertanto, è corretto concludere nel senso che il socio non può essere qualificato né come (com)proprietario dell’impresa (e, quindi, del capitale) né come (co)imprenditore; sotto un profilo definitorio, allora, pare ancora corretto considerare quello del socio uno status, inteso in senso atecnico nonché come espressione di sintesi di tutte le situazioni soggettive attive e passive che da esso discendono<sup>128</sup> e che, nello specifico, concorrono a determinare una “disciplina del socio” sensibilmente diversa a seconda del tipo sociale scelto. In proposito, non può non rilevarsi come le recenti novelle abbiano enfatizzato e, forse, esasperato, il principio della irrilevanza della persona del socio per la caratterizzazione giuridica delle società di capitali; sul punto, sembra coerente rifarsi al pensiero di Ascarelli che, evidenziando tale “indifferenza” da parte della società, rilevava che ben fosse “possibile il mutamento della persona del socio, indipendentemente da una modifica del contratto sociale e dal consenso degli altri soci” e - proseguendo - che la società finisse per “essere, giuridicamente, indipendente dalle persone dei suoi soci”<sup>129</sup>. Tale impostazione sembra, oggi nella s.p.a. come ieri nella anonima, quanto mai corretta, atteso che, alla luce delle recenti riforme che hanno e novellato il concordato preventivo e introdotto il famigerato bail-in – pur con notevoli differenze di sostanza e di procedura che verranno approfondite separatamente nei capitoli a seguire -, tale irrilevanza del socio si estende al punto tale da rendere ininfluenza financo la sua stessa volontà; ma, a ben

---

avendo investito delle risorse in una attività, ben possono non dedicarsi affatto con professionalità all’esercizio dell’attività sociale.

<sup>128</sup> Per tutti, Di Sabato-Blandini, *Diritto delle società*, cit., 63. Per una ricostruzione dei vari significati che la locuzione status socii ha avuto nel tempo e per un approfondimento della natura della partecipazione sociale, cfr. le varie tesi anche autorevoli elaborate da Ascarelli, *Principi e problemi*, cit., 3 ss.; Rivolta, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, 165 ss.; d’Alessandro, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, 11 ss.; Buonocore, *Le situazioni soggettive dell’azionista*, Napoli, 1960, 170 ss.; Jaeger, *Il voto divergente nella società per azioni*, Milano, 1976, 59 ss.; da ultimo, Maugeri, *Partecipazione sociale e attività d’impresa*, Milano, 2010, 1 ss.

<sup>129</sup> Ascarelli, *Principi e problemi*, cit., 28

vedere, a divenire irrilevante non è tanto la volontà del socio ex se, quanto la volontà, in generale, del singolo; si deve affermare che, in presenza di perdite parziali o totali del capitale e, comunque, nella crisi dell'impresa societaria, la legge ritiene irrilevante tanto la volontà del socio che, volente o nolente, verrà espulso dalla compagine sociale, quanto la volontà del creditore che, come visto, per effetto della conversione, si ritroverà ad essere azionista. Cionondimeno, le norme in tema sia di bail-in sia di concordato preventivo non si pongono in contrasto con il precetto costituzionale, posto che l'iniziativa economica privata continua ad essere libera, giacché, come anzidetto<sup>130</sup>, il socio è e resta solamente colui il quale, fra i tanti finanziatori dell'attività d'impresa, ha scelto di apportare risorse nella forma del capitale di rischio. Deve, pertanto, concludersi affermando che, in un contesto di crisi, sia possibile tanto che il socio cessi di essere tale, quanto che lo diventi e, in entrambi i casi, prescindendo dalla sua volontà.

#### 7. La concezione spersonalizzata e dinamica delle società per azioni.

Quanto detto sinora e, nello specifico, il disinteresse del legislatore delle recenti riforme verso la volontà dei singoli individui, vuoi soci, vuoi creditori, ben potrebbe condurre all'originale paradosso per cui il socio, in procinto di perdere la qualità di socio ed essere così estromesso, che voglia partecipare alla ricapitalizzazione della società e mantenere il suo status socii o, financo, la sua originaria partecipazione senza subire una anche drastica diluizione, non possa farlo (poiché il legislatore, nel concordato preventivo con proposte concorrenti esplicitamente consente, mentre, nel bail-in, addirittura implicitamente impone la esclusione del diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione) e, viceversa, i creditori della società, sia pur dissenzienti, siano costretti a sottoscrivere le nuove azioni per conversione del loro credito. Tuttavia, si tratta di due ipotesi meramente scolastiche, almeno quanto alla prima parte del paradosso, che, tuttavia, dimostrano, ancora una volta, come la prioritaria

---

<sup>130</sup> V., in particolare, la nota 87.

esigenza di risanare l'impresa societaria in crisi, vuoi di diritto comune, vuoi bancaria, non consente eccessivi bizantinismi in nome di posizioni individuali assolute non più esistenti né, pertanto, divisibili. Ciò che si vuole in diversi termini porre in risalto è che, alla luce dei recenti interventi operati dal legislatore in tema di crisi, la volontà individuale del socio – vuoi di rimanere, vuoi di non divenire tale – ha perduto ogni rilevanza.

Viepiù, come dianzi accennato, le recenti novelle qui esaminate, alla luce delle quali è ben possibile che un creditore – che ha apportato, cioè, risorse a titolo di prestito – divenga contro la sua volontà socio e, quindi, soggetto ad un rischio per definizione ritenuto ben più ampio, impongono di inquadrare correttamente o, forse, riconsiderare il tradizionale rapporto tra capitale di rischio e capitale di debito; al riguardo, qualche confusione certamente è stata ingenerata da chi abbia considerato sinonimi, da un lato, i concetti di capitale di rischio e capitale “proprio” e, dall'altro, quelli di capitale di credito e capitale “di terzi”, e, al contempo, abbia, aprioristicamente ed erroneamente, ritenuto i secondi sic et simpliciter esclusi dall'area della rischiosità<sup>131</sup>. Viepiù, il tema assume particolare rilevanza nell'ambito bancario, giacché la Direttiva 89/299/CEE, concernente i “fondi propri degli enti creditizi”, introducendo il concetto di “fondi propri”, già delineava una nuova concezione di capitale di rischio, basata più sulla sostanza economica che sulla forma giuridica del negozio di finanziamento<sup>132</sup>; e, a tal riguardo, giova rammentare che tra i fondi propri vi sono ricompresi i cc.dd. prestiti subordinati che, come è noto, sono configurabili come “prestazioni di rischio” giacché sono compartecipi dell'insolvenza della banca, benché sia, al contempo, innegabile che essi costituiscono debiti e non conferimenti di capitale in senso giuridico<sup>133</sup>, dato che la clausola di postergazione non consente di mutare la qualificazione del rapporto e di assoggettare tali strumenti alla disciplina del capitale sociale, sopportano il rischio d'impresa.

---

<sup>131</sup> Al riguardo, che la suddivisione delle poste passive tra capitale proprio e capitale di terzi fosse “semplicistica” e “grossolana”, fu già brillantemente posto in rilievo da Portale, “Prestiti subordinati” e “prestiti irredimibili” (Appunti), in Banca, borsa e titoli di credito, 1996, I, 2 ss.

<sup>132</sup> Per approfondire, si rinvia, per tutti, a Portale, La ricapitalizzazione delle aziende di credito, in Portale (a cura di), Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato, Milano, 1983, 15 ss.

<sup>133</sup> In questo senso si è espresso, tra gli altri, G.F. Campobasso, I prestiti postergati nel diritto italiano, in Giur. comm., 1983, I, 121 ss.

Pertanto, oggi ancor più di ieri, anche alla luce delle riforme in esame nonché dei ben noti provvedimenti della Banca d'Italia del novembre 2015 in tema di risoluzione delle banche in crisi, non risulta più condivisibile lo storico orientamento che identificava il capitale di rischio unicamente negli apporti dei soci effettuati a titolo di conferimento ed imputati a capitale sociale, laddove, invece, occorre ritenere drasticamente ampliato l'alveo della "rischiosità", suscettibile di ricomprendere, potenzialmente e pericolosamente, ogni risorsa apportata, in base a qualsivoglia titolo giuridico, all'interno di un'impresa societaria. Del resto, quest'ultima affermazione risulta essere suffragata, in via generale, dalla concezione moderna per cui il risanamento di un'impresa debba essere anzitutto endogeno e, dunque, coinvolgere in prima istanza gli attori interni - tutti e non soltanto i soci -, e, in via particolare, dalle norme introdotte con il bail-in, alla luce delle quali ogni euro apportato, ancorché da un piccolo risparmiatore a titolo di deposito, è suscettibile di essere convogliato all'operazione di ristrutturazione. In altri termini, la nozione di capitale di rischio deve, oggi, poter identificare tanto il c.d. capitale proprio, quello apportato dai soci, quanto il c.d. capitale di terzi, apportato a titolo di prestito, e non per questo considerabile esente dal rischio d'impresa; e, del resto, fu già acutamente osservato che, di fatto, il rischio sopportato dall'azionista, seppur limitato al conferimento<sup>134</sup>, "non è sostanzialmente diverso dal rischio degli altri creditori, se non nella misura in cui i suoi diritti vengono soddisfatti dopo il pagamento di tutti i creditori"<sup>135</sup>.

In definitiva, sembra possibile affermare che nel bail-in scompaia la tradizionale contrapposizione tra capitale di rischio e capitale di credito, almeno nella sua originaria impostazione<sup>136</sup>, per lasciar spazio invece ad un nuovo concetto di "capitale nella crisi"; con ciò, per un verso, si vuol rilevare che la distinzione tra capitale di rischio (ossia quello apportato dai soci a titolo di conferimento) e capitale

---

<sup>134</sup> E, per questo, definito da G. Rossi, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967, 103, anche "rischio di capitale".

<sup>135</sup> Così, G. Rossi, *ult. op. cit.*, 103.

<sup>136</sup> Al riguardo, si v. quanto rilevato da Gambino, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 644, secondo cui già la Riforma del 2003 aveva portato a completamento la "intuizione ascarelliana di percorso verso il superamento delle due contrapposte categorie di capitale di credito e di rischio". Il punto verrà ripreso nel dettaglio e con specifico riferimento all'ambito bancario nei capitoli terzo e quarto.

di credito conserva margini di utilità nonché di rilevanza pratica nella misura in cui serve ad evidenziare la specifica disciplina e le prerogative proprie dei diversi strumenti di finanziamento della società nel contesto della crisi (ad esempio, nel bail-in, i creditori subiscono un trattamento diverso da quello riservato ai soci e, ancora, diverso rispetto a quello riservato ai possessori di strumenti di capitale); per altro verso, che tale distinzione, pur esistente e rilevante, per i motivi suesposti, all'atto della sottoscrizione o dell'acquisto degli "strumenti", è destinata a sfumare durante la crisi – allorché un credito venga convertito in quota di capitale – generandosi, così, una sovrapposizione fra le due storiche categorie e, in definitiva, una "metamorfosi dei capitali". In relazione a tale ultimo rilievo, si deve ritenere che, in un contesto di crisi in cui il capitale originario sia perduto perché completamente eroso dalle perdite, diviene del tutto irrilevante il titolo giuridico di questo o quel finanziamento, giacché l'obiettivo del legislatore concerne esclusivamente la eliminazione delle perdite e la ricostituzione del capitale, e, ciò, a fortiori nelle imprese bancarie ove, come è noto, i requisiti prudenziali imposti sono sempre più stringenti. Certo, può sembrare affermazione arditissima, e per un verso semplicistica, ritenere che il titolo con cui una risorsa sia apportata divenga irrilevante; tuttavia, pare essere innegabile che, alla luce delle scelte compiute dal legislatore in tema di bail-in, ma anche di concordato preventivo, l'obiettivo di risanare un'impresa societaria in crisi non irreversibile possa imporre un sacrificio a tutti coloro che hanno investito risorse in quell'attività. D'altronde, l'irrilevanza della forma giuridica del finanziamento sembra costituire il corollario o, forse, il completamento del principio secondo cui, nei sensi detti, la composizione della crisi e, quindi, in ultima istanza, la volontà del legislatore, prevalgono sulle volontà dei singoli.

In conclusione, quanto mai attuale risulta essere quanto affermato dall'autorevole Autore<sup>137</sup>, per cui, nelle società capitalistiche, "la persona del socio scompare, e campeggia, invece il capitale; alla variabilità delle persone dei soci si contrappongono, per un verso, la stabilità del capitale sociale" e, sembra corretto aggiungere, per un altro, il risanamento nonché la continuità dell'impresa societaria; e, infatti, lo si ribadisce, sia Tizio ovvero Caio l'azionista della società, per il legislatore è indifferente. A ben vedere, occorre rilevare che tale irrilevanza è

---

<sup>137</sup> Ascarelli, *Principi e problemi*, cit., 27-28.

giustificata dalla responsabilità limitata che, come è noto, contraddistingue unicamente le società di capitali<sup>138</sup>. A tal riguardo, occorre compiere due considerazioni: con riferimento alla posizione del socio, il valore della cui quota di capitale di rischio sia perduta, intanto è possibile che esso venga estromesso dalla società, perdendo la qualità di socio – non avendo preso parte, si è detto, per scelta vuoi propria, vuoi di altri, alla ricapitalizzazione – in quanto non è tenuto ad ulteriori conferimenti in virtù, appunto, della responsabilità limitata e, quindi, neanche la società avrà incentivo alcuno a trattenere un individuo, il cui investimento vale zero e da cui nulla avrà più a che pretendere; appare, invece, evidente che tale indifferenza verso le persone dei soci non sussiste nelle società personali ovvero in una s.a.p.a., con riferimento ai soci accomandatari, ove la responsabilità dei soci è, pur in via sussidiaria, illimitata, e ove la personalità dei soci, in uno ai loro patrimoni hanno, come è ben noto, una certa rilevanza. In secondo luogo, con riferimento alla posizione del creditore sociale, coattivamente “trasformato” in azionista (o quotista di s.r.l.), tale coercizione intanto è legittimamente possibile, in quanto il neosocio godrà della responsabilità limitata; d'altronde - lo si è visto con riferimento alle clausole di continuazione - in nessun caso sarebbe lecito costringere un individuo ad assumere il rischio di dover rispondere personalmente e illimitatamente delle obbligazioni sociali. Pertanto, nelle società di capitali, è, oggi, ben possibile assistere, in occasione della crisi ed in nome di una sua soluzione, ad una completa e drastica corporate reorganization, con effetti rilevanti e delicati sulla struttura del capitale – che, con riferimento sia al concordato sia al bail-in, verranno esaminati in dettaglio -, nonché sulla compagine sociale, per cui i creditori, di fatto, subentrano in società in luogo degli estromessi soci.

In definitiva, sembra corretto parlare di spersonalizzazione della società<sup>139</sup>, laddove, come ben posto in rilievo, la persona giuridica viene ad essere considerata come un “vestito che aspetta di essere indossato da chi ne ha diritto”<sup>140</sup> e, pare debba aggiungersi, da chi dalla legge è costretto, pur contro la propria volontà; così, tale

---

<sup>138</sup> In questo senso, Ascarelli, ult. op. cit., 11.

<sup>139</sup> Cfr. Ascarelli, Principi e problemi, cit., 28, secondo il quale la variabilità delle persone dei soci provocasse una sorta di “spersonalizzazione” del contratto di società.

<sup>140</sup> Sono queste le parole di Stanghellini, Disciplina delle obbligazioni e flessibilità nel disegno della struttura finanziaria, Relazione al Convegno internazionale di studi Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore, Venezia, 13-14 novembre 2015.

vestito viene scippato ai soci, rivelatisi incapaci di gestirla e finanziariamente di sostenerla, per essere attribuito – o, talora, imposto – ai creditori.



## Capitolo II

### La posizione del creditore

#### nel concordato preventivo con cessione.

SOMMARIO: 1. La commutazione del rapporto creditizio in quota di capitale ex art. 160, 1° comma, lett. b), 1. fall. – 2. La (in)ammissibilità della conversione nelle discipline previgenti: un confronto tra Codice di Commercio e legge fallimentare del 1942. – 3. Un confronto tra la cessione dei beni e l'operazione di attribuzione di quote ai creditori. – 4. La possibile operatività della conversione per i creditori cc.dd. privilegiati. – 5. La natura forzata della conversione per i creditori di minoranza. Una riflessione sul concordato nelle società con soci illimitatamente responsabili. – 6. Il principio di maggioranza nella approvazione del concordato: la ratio e i limiti. – 7. La natura parzialmente vincolante della approvazione e la “giustificazione” del tribunale omologante. – 8. Il giudizio del tribunale tra valutazioni di fattibilità giuridica ed economica: i nuovi orizzonti della giurisprudenza di legittimità. – 9. La (illusoria?) valutazione di convenienza del tribunale: l'obbligatorietà della conversione.

1. La commutazione del rapporto creditizio in quota di capitale ex art. 160, 1° comma, lett. b), 1. fall.

Nel corso dei molteplici e anche recenti sviluppi del diritto societario - si pensi, nel diritto azionario, al tema del finanziamento della s.p.a.<sup>1</sup>, cui si è fatto pur brevemente cenno nel precedente capitolo, e, di qui, alla concezione dei soci non già quali proprietari, bensì quali residual claimants<sup>2</sup>, o, ancora, con riferimento al diritto

---

<sup>1</sup> Per un approfondimento del profilo c.d. finanziario della s.p.a., all'esito della Riforma del 2003, sia consentito rinviare agli Autori già citati nel capitolo precedente.

<sup>2</sup> Sul punto, cfr. Stanghellini, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007, 36; Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 50 ss.; Calandra Buonauro, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi (diretto da), *Società, banche e crisi di impresa – Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014, 2596; Ferri jr., *La struttura finanziaria della*

societario generale, agli importanti, benché oggi non più pienamente attuali, studi sui diritti individuali del socio<sup>3</sup> – si è talora incorsi nell’equivoco di considerare il socio come un creditore della società. Invero tale impostazione non risulta affatto condivisibile, sebbene nella fisiologia della vita societaria si presentino situazioni in cui il socio, che non è originariamente un creditore, può divenire tale; l’ovvio riferimento è ai diritti di credito spettanti al socio per la percezione dei utili, ove l’assemblea abbia deliberato la distribuzione degli utili, o per la quota di liquidazione, ove la società abbia approvato il bilancio finale di liquidazione, o per la quota della liquidazione della quota, ove si sia perfezionato il procedimento seguente il recesso o, anche, nelle società personali, una qualsivoglia vicenda che abbia condotto allo scioglimento del rapporto sociale. E, a ben vedere, neanche in tutti questi casi è pienamente corretto affermare che il socio divenga un creditore, giacché, costui, più precisamente, vanta un diritto di credito nei confronti della società, ma pur sempre nella sua qualità di socio. Che il socio non sia un creditore e che, anzi, intercorra più di una differenza tra la qualità di socio – come affermato nel capitolo precedente, correttamente riconducibile ad uno status sui generis, attributivo di diritti di varia natura – e quella di creditore, emerge fattivamente nell’ambito del diritto concorsuale<sup>4</sup>. Difatti, per un verso, la giurisprudenza ha fermamente contestato la possibilità di ricostruire la posizione del socio alla stregua di creditore, con riferimento, ad esempio, alla legittimazione attiva finalizzata all’esperimento delle azioni surrogatorie e revocatorie<sup>5</sup>; per un altro, la dottrina<sup>6</sup>, qualificando

---

società in crisi, in RDS, 2012, I, 477. Nella dottrina straniera, v. Easterbrook-Fischel, *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Mass. – London, 1991

<sup>3</sup> Cfr. Buonocore, *Le situazioni soggettive dell’azionista*, Napoli, 1960, passim; Bertini, *Contributo allo studio delle situazioni giuridiche dell’azionista*, Milano, 1951; nonché i meravigliosi scritti di Ascarelli, *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni e di alcuni loro limiti*, già in Riv. dir. comm. 1950, I, 169 ss., ora in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 99 ss. e Ferri Sr., *La tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in Dir. e prat. comm., 1932, I, 3 ss.; e, successivamente, Rivolta, *La partecipazione sociale*, Milano, 1964; nella dottrina risalente, v. l’importante opera di Vighi, *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902.

<sup>4</sup> Conforme a tale impostazione, Ferri jr., *La struttura finanziaria*, cit., 478, il quale, opportunamente, afferma che i soci “ricoprono una posizione peculiare e diversa da quella di entrambi i termini del comune rapporto obbligatorio” e che, inoltre, “non risultano titolari di veri e propri diritti di credito, bensì di partecipazioni sociali”.

<sup>5</sup> Numerosi i precedenti nella giurisprudenza della Cassazione. Per tutti, Cass., 22 marzo 2001, n. 4075; Cass. 4 aprile 2003, n. 5323. Nella giurisprudenza di merito, invero, vi è qualche precedente in senso contrario che valorizza quale vero e proprio diritto di credito l’aspettativa del socio alla quota di liquidazione, come il noto Trib. Milano, 11 dicembre 2000, Società, 2001, 848.

correttamente i titolari di partecipazioni come soggetti non creditori, aventi diritto alla semplice “riappropriazione” del residuo finale dell’investimento, ha escluso che, nell’ambito del concordato preventivo, costoro potessero concorrere all’approvazione; difatti, essi, al più, ove sia inserita una clausola statutaria che, derogando all’art. 152, 2° co., lett. b) l.fall.<sup>7</sup>, attribuisca la competenza all’organo assembleare, partecipano alla formulazione della proposta di concordato, la cui approvazione spetta esclusivamente ai creditori<sup>8</sup>. Emerge, allora, che, al di là delle intrinseche differenze sussistenti tra la qualità di socio e quella di creditore, le due figure sono contraddistinte da ruoli e poteri distinti e, talora, come nella vicenda concordataria, opposti. Invero si deve rilevare come la riforma della legge fallimentare intervenuta negli anni 2005-2007, abbia, tra le molteplici novità sulle quali non è opportuno tornare<sup>9</sup>, introdotto nuove modalità soddisfattive dei crediti, che,

---

<sup>6</sup> Guerrera, *Struttura finanziaria, classi di creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società di capitali*, in Fortunato-Giannelli-Guerrera-Perrino (a cura di), *La riforma della legge fallimentare*, Milano, 2011, 248.

<sup>7</sup> Come è noto, nelle società di capitali la competenza a proporre il concordato preventivo è attribuita all’organo amministrativo, salvo che vi sia una clausola statutaria che attribuisca siffatta prerogativa all’assemblea; sulla inopportunità della scelta legislativa, v. tra gli altri, Guerrera-Maltoni, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di “riorganizzazione”*, in *Riv. soc.*, 2008, 35 ss.; per ulteriori considerazioni inerenti alla ratio nonché ai limiti della scelta legislativa di cui all’art. 152 l.fall., v. Calandra Buonauro, *La gestione societaria dell’impresa in crisi*, 2595 ss.

<sup>8</sup> L’unico caso, peraltro neanche unanimemente condiviso, in cui i soci sarebbero legittimati, ma non in quanto soci, all’approvazione del concordato, si ha, nell’ipotesi di s.r.l., allorché essi abbiano erogato un finanziamento alla società ex art. 2467 c.c., e, quindi, pur sempre in qualità di creditori, peraltro legalmente postergati.

<sup>9</sup> Per un esame delle novità introdotte e, in definitiva, del nuovo volto assunto dal concordato preventivo all’esito della riforma degli anni 2005-2007, si consenta di rinviare, in luogo di molti, e oltre alla corrente manualistica, a Ambrosini, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in Cottino (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, XI, Padova, 2008; Alessi, *Il nuovo concordato preventivo*, in *Dir. fall.*, 2005, I, 1131; Bonfatti, *Profili problematici della nuova disciplina del concordato preventivo*, in *Fall.*, 2006, 51 ss.; Bozza, *La proposta di concordato preventivo, la formazione delle classi e le maggioranze richieste dalla nuova disciplina*, in *Fall.*, 2005, 1208 ss.; D’Alessandro, *La crisi delle procedure concorsuali e le linee della riforma: profili generali*, in *Giust. civ.*, 2006, II, 329 ss.; Galletti, *Il nuovo concordato preventivo: contenuto del piano e sindacato del giudice*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 913 ss.; Guglielmucci, *La riforma in via d’urgenza della legge fallimentare*, Torino, 2005, 51 ss.; Giannelli, *Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione dei debiti, piani di risanamento nella riforma delle procedure concorsuali*, in *Dir. fall.*, 2005, I, 1156 ss.; Guerrera, *Le soluzioni concordatarie*, in AA.VV., *Diritto fallimentare. Manuale breve*, Milano, 2008, 133 ss.; Censoni, *Il nuovo concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 723 ss.; De Cicco, *Le classi di creditori nel concordato preventivo. Appunti sulla par condicio creditorum*, Napoli, 2007; Ferri jr., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 747 ss.; Gentili, *Autonomia assistita ed effetti ultra vires nell’accettazione del concordato*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 349 ss.; Lo Cascio, *Il concordato preventivo e le altre procedure di crisi*, IX ed., Milano, 2015; ID., *Il nuovo concordato preventivo e altri filoni giurisprudenziali*, in *Fall.*, 2006, 582 ss.; Mandrioli, *Struttura e contenuti dei “piani di risanamento” e dei “progetti di ristrutturazione” nel concordato preventivo e negli accordi di composizione stragiudiziale delle situazioni di “crisi”*, in Bonfatti-Falcone (a cura di), *Le nuove procedure concorsuali per la prevenzione e la sistemazione delle crisi di*

ispirate dalla filosofia della privatizzazione dell'istituto concordatario e finalizzate, da un lato, a conseguire l'obiettivo sempre primario del soddisfacimento dei creditori<sup>10</sup> e, dall'altro, a consentire il risanamento economico, patrimoniale e finanziario dell'impresa societaria, consentono di affermare, neanche arditamente, che, all'esito dell'operazione concordataria, ben può verificarsi un capovolgimento delle situazioni soggettive e per i soci e per i creditori. In via del tutto preliminare si osserva come, per effetto delle operazioni dirette alla composizione della crisi ed al risanamento dell'impresa societaria, i creditori diverranno soci della società in crisi, mentre i soci, a seconda dello specifico caso, potranno conservare il proprio status socii pur con una partecipazione diluita e minoritaria (rispetto a quella degli ex creditori, ora neo-soci) ovvero, persino, perdere totalmente lo status socii ed essere estromessi dalla società<sup>11</sup>.

---

impresa, Milano, 2006, 469-473; Pacchi, Il nuovo concordato preventivo (dallo stato di crisi agli accordi di ristrutturazione), in Panzani (diretto da), Diritto fallimentare, V, Milano, 2005, 3 ss.; Santoni, Contenuto del piano di concordato preventivo e modalità di soddisfacimento dei creditori, in Banca borsa e titoli di credito, 2006, I, 517 ss.; Scarafoni, La riforma del concordato preventivo, in Dir. fall., 2005, I, 832 ss.; Schiavon, La nuova disciplina del concordato preventivo in seguito al decreto legge n. 35 del 2005, ivi, 2005, I, 819 ss.

<sup>10</sup> Come sottolineato da Nigro-Vattermoli, Diritto della crisi delle imprese, Milano, 2014, 50 ss., l'obiettivo primario del concordato preventivo, così come di tutte le procedure concorsuali, resta pur sempre quello di garantire ai creditori il miglior soddisfacimento; concorda sul punto Censoni, secondo cui, pur essendo il concordato preventivo ispirato alla conservazione dei complessi aziendali, non è ontologicamente volto a tale finalità.

In argomento, v. le opportune riflessioni di Rondinone, Il mito della conservazione dell'impresa in crisi e le ragioni della 'commercialità', Milano, 2012, passim e spec. 264 ss.

<sup>11</sup> Peraltro, fino al 2015 siffatto mutamento dell'assetto proprietario, dovuto alla riorganizzazione e ristrutturazione societaria, era, almeno tendenzialmente, proposto e, quindi, voluto dai soci – salvo quanto si è detto con riferimento alla legittimazione dell'organo amministrativo alla proposizione del concordato e salvo quanto stabilisce tuttora la normativa in materia di concordato fallimentare, per cui è possibile che venga proposto da terzi un concordato ostile ai soci –; viceversa, il d.l. 83/2015 conv. con l. 132/2015, introducendo, tra gli altri, l'istituto delle proposte concorrenti, ha consentito ai creditori "qualificati" di formulare una proposta concorrente con quella originaria proveniente dal debitore-società (che ad essa si sostituisce) che, potendo prevedere altresì un aumento di capitale riservato a terzi (ovvero ad essi stessi) con esclusione del diritto di opzione, di fatto consente loro di estromettere i soci, senza che questi ultimi abbiano alcun diritto di veto; in argomento, v. i lucidi rilievi di Benazzo, Crisi di impresa, soluzioni concordate e capitale sociale, in Riv. soc., 2016, 241 ss. nonché di Guerrera, La ricapitalizzazione "forzosa" delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative, in Dir. fall., 2016, I, 420 ss. Per un approfondimento della disciplina delle proposte concorrenti e degli effetti da essa cagionati al debitore nonché, nelle imprese societarie, ai soci, cfr., senza pretesa di completezza, D'Attorre, Le proposte di concordato preventivo concorrenti, in Fall., 2015, 1163 ss.; Abriani, Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari, in Giust. civ., 2016, II, 365 ss.; Nigro-Vattermoli, Appendice a: Diritto della crisi delle imprese, Bologna, 2016; Galletti, Le proposte concorrenti nel concordato preventivo: il sistema vigente saprà evitare il pericolo di rigetto?, reperibile su [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it); Piscitello, Il concordato preventivo tra modelli competitivi e ritorno al passato, in Corr. giur., 2016, 301 ss.; nonché Ambrosini, La disciplina della domanda di concordato

Difatti, è ormai noto che la proposta di concordato preventivo<sup>12</sup>, scomparsa la rigida distinzione fra concordato con garanzia e concordato per cessione di beni, operante nel vigore del precedente testo, possa oggi prevedere, tra le modalità soddisfattive alternative al pagamento dei debiti in denaro, la attribuzione ai creditori di azioni o quote, comportando così una commutazione – per taluni creditori, come si vedrà, forzosa - del capitale di credito in capitale di rischio<sup>13</sup>.

Come già precisato nel precedente capitolo, l'operazione in esame assume una notevole rilevanza da un punto di vista sistematico, giacché, ove fosse inquadrata nell'istituto della compensazione, sancirebbe definitivamente la legittimità dell'aumento di capitale mediante compensazione, operazione ritenuta da tempo legittima sia dalla dottrina<sup>14</sup> sia dalla giurisprudenza e frequentemente utilizzata nella soluzione stragiudiziale delle crisi di impresa<sup>15</sup>; e inoltre, non ci si può esimere dal rilevare come certamente l'ispiratore di tale peculiare forma alternativa di soddisfacimento sia stato l'art. 4-bis della l. 39/2004, c.d. Legge Parmalat che, nell'ambito della procedura di ristrutturazione industriale delle grandi imprese in stato di insolvenza, per primo, concertò la attribuzione ai creditori delle azioni della

---

preventivo nella “miniriforma” del 2015; P. Vella, La contendibilità dell'azienda in crisi. Dal concordato in continuità alla proposta alternativa del terzo; Sabatelli, Appunti sul concordato preventivo dopo la legge di conversione del d.l. n. 83/2015; Fabiani, L'ipertrofica legislazione concorsuale fra nostalgie e incerte contaminazioni ideologiche; A. Rossi, Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo (prime riflessioni); Guidotti, Misure urgenti in materia fallimentare (d.l. 27 giugno 2015, n. 83): le modifiche alla disciplina del fallimento e le disposizioni dettate in tema di proposte concorrenti, tutti reperibili su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>12</sup> Peraltro, la disciplina inerente il possibile contenuto della proposta di concordato preventivo ricalca in maniera pedissequa quanto previsto per il concordato fallimentare; sebbene le differenze tra i due istituti permangono numerose, si pensi ai soggetti legittimati alla proposizione ovvero al presupposto necessario, le considerazioni in ordine agli effetti sui soci e sui creditori risultano vevoli altresì per l'ipotesi di concordato fallimentare.

<sup>13</sup> Per completezza, si precisa che l'art. 160 l.fall (come del resto l'art. 124 l.fall., con riferimento al concordato fallimentare), consente che, in alternativa ad azioni o quote – quindi, quote di capitale – siano attribuite ai creditori obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito; benvero, trattasi di strumenti non imputabili a capitale e che, pertanto, non comportano la summenzionata conversione di un diritto di credito in una partecipazione societaria; inoltre, come giustamente rilevato da Stanghellini, art. 124, in Jorio (diretto da) e Fabiani (coordinato da), Il nuovo diritto fallimentare, II, Bologna, 2006, 1961, la conversione del credito in capitale non si verifica in maniera forzosa nel caso in cui al creditore siano assegnate obbligazioni convertibili in azioni, giacché tale conversione richiede il consenso del singolo creditore-obbligazionista.

<sup>14</sup> Per riferimenti, si rinvia alla dottrina già citata nel primo capitolo nella nota 66.

<sup>15</sup> In argomento, v., in luogo di molti, Bonelli, Nuove esperienze nella soluzione stragiudiziale della crisi delle imprese, in Giur. comm., 1997, I, 488 ss.

stessa società debitrice<sup>16</sup>, modalità che poi è stata estesa e generalizzata tanto al concordato preventivo quanto al concordato fallimentare<sup>17</sup>.

Benvero, è stato giustamente evidenziato come l'operazione in esame, destinata ad incidere in maniera sostanziale sui rapporti obbligatori della società, comporti la sostituzione del preesistente rapporto obbligatorio con uno nuovo, di partecipazione alla società debitrice, per cui sembra corretto parlare di novazione del rapporto<sup>18</sup>, benché non manchino Autori<sup>19</sup> i quali ritengono che l'operazione vada inquadrata nell'istituto della *datio in solutum*. Al riguardo, non essendo intenzione di chi scrive tornare sul dibattito inerente la natura dell'operazione – per il quale bastino le

---

<sup>16</sup> La proposta di concordato presentata dal commissario della Parmalat prevedeva infatti, in quattro tempi, dapprima la concentrazione dell'esposizione debitoria del gruppo in una "società-veicolo" posseduta da una fondazione, poi un aumento di capitale della "società-veicolo" e, di qui, la liberazione di tale aumento di capitale da parte dei creditori mediante compensazione con i crediti dagli stessi vantati verso la "società-veicolo" (in cui era confluita, si è detto, la intera esposizione debitoria) e, infine, la assegnazione ai creditori, per il tramite della fondazione, delle azioni di nuova emissione. Per una disamina della proposta di concordato della Parmalat, v. Manente, *Il concordato Parmalat: materiali per un dibattito*, in *Dir. fall.*, 2004, I, 1346 ss.

<sup>17</sup> Ripercorrendo le tappe di questa innovazione, dapprima entrò in vigore l'art. 4-bis, l. 39/2004 in materia di concordato nell'amministrazione straordinaria delle imprese di rilevanti dimensioni (c.d. "legge Parmalat"); poi fu riformato l'art. 160 l.fall in materia di concordato preventivo ad opera del d.l. 35/2005; e infine, con il d.lgs. 5/2006, la medesima disciplina fu estesa al concordato fallimentare; per un esame delle innumerevoli differenze sussistenti tra i due concordati, v. Guerrera, *Il "nuovo" concordato fallimentare*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2006, I, 528 ss.

<sup>18</sup> Così, ex aliis, Santoni, *Contenuto del piano*, cit., 521; Ambrosini, *Il concordato preventivo*, in *Le altre procedure concorsuali*, in Vassalli-Luiso-Gabrielli (diretto da), *Trattato di diritto fallimentare e della altre procedure concorsuali*, IV, Torino, 2014, 109-110; Censoni, *Il concordato preventivo*, in Jorio-Sassani (diretto da), *Trattato delle procedure concorsuali*, IV, Milano, 2016, 329; Guerrera-Maltoni, *Concordati giudiziali*, cit., 26, i quali definiscono l'operazione de qua una "riorganizzazione novativa"; Castiello D'Antonio, *Prolegomeni al diritto della crisi dell'impresa. Crisi reversibile e soluzioni precorsuali*, in *Dir. fall.*, 1994, I, 1123-1124, secondo cui la trasformazione di un credito in quota capitale comporta "la novazione del contratto di credito originario trasformandone la causa, e precisamente trasformando un contratto sinallagmatico in un contratto associativo con assunzione di rischio".

Per un approfondimento del tema della novazione, v. Di Prisco, *I modi di estinzione delle obbligazioni diverse dall'adempimento*, in *Rescigno* (diretto da), *Tratt. dir. priv.*, IX, Torino, 1999, 347 ss.; P. Rescigno, *Novazione* (voce), in *Noviss. Dig. it.*, XI, Torino, 1965, 436 ss.; Magazzù, *Novazione* (voce), in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978, 813 ss.; Perlingieri, *Della novazione*, in Scialoja-Branca (diretto da), *Commentario cod. civ.*, Bologna-Roma, 1975, 58 ss.; Schlesinger, *Mancanza dell'effetto estintivo nella novazione oggettiva*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, I, 353 ss.; Barassi, *La teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1963, I, 267 ss.; Bianca, *Diritto civile*, 4. *L'obbligazione*, Milano, 1990, 443 ss.; Zaccaria, *Novazione* (voce), in *Dig. civ.*, XII, Torino, 1995, 280 ss.

<sup>19</sup> Ex multis, D'Attorre, *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par condicio creditorum e principio di eguaglianza tra i soci*, in *Riv. soc.*, 2011, 853 ss.; Sandulli, art. 160, in Sandulli-Nigro (a cura di), *La riforma della legge fallimentare*, Torino, 2006, II, 986. Nella giurisprudenza nel vigore della legge fallimentare del 1942, la Suprema Corte aveva, per il vero, espressamente escluso che gli effetti del concordato potessero essere ricondotti a quelli della novazione; così, Cass. 5 febbraio 1985, n. 770, in *Giur. it.*, 1985, 682 e Cass. 3 aprile 1978, n. 1500, in *Giur. it.*, 1979, 671.

considerazioni effettuate in questa nota<sup>20</sup> nonché il richiamo alla dottrina citata in quella precedente -, ciò che si vuole porre in luce è che invero l'operazione è quanto mai delicata, posto che i creditori, i quali, come ben si sa, sono i destinatari della proposta concordataria, si pronunciano a maggioranza sulla approvazione del concordato<sup>21</sup>, il quale, però, è destinato a spiegare i suoi effetti nei confronti della totalità dei creditori, e, cioè, anche di coloro i quali non hanno aderito, tramite il voto, alla proposta<sup>22</sup>; ne consegue che la novazione del rapporto, e la conseguente

---

<sup>20</sup> A ben vedere, deve rilevarsi che alla estinzione dell'obbligazione originaria consegue la costituzione di un nuovo rapporto, ossia quello di partecipazione al capitale della società, e non – come avviene nella *datio in solutum* – la effettiva realizzazione del diritto mediante attribuzione di un bene considerato dal creditore idoneo a soddisfarlo; cfr. Zanichelli, *I concordati giudiziali*, Torino, 2010, 165 ss. Benché la lettera dell'art. 160 l.fall parli espressamente di “soddisfazione mediante attribuzione di azioni” e la giurisprudenza di merito talora abbia propeso per la tesi della *datio in solutum* – v. Trib. Reggio Emilia 16 aprile 2014, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) -, non ci si può esimere dal ribadire che, in primo luogo, le azioni o le quote costituiscono dei beni soltanto “di secondo grado” peraltro dal valore variabile, e che, soprattutto, l'operazione produce pur sempre la sostituzione del preesistente rapporto obbligatorio con uno nuovo, il quale potrà consistere tanto in un rapporto atipico, come quello di partecipazione alla società, quanto in uno di prestito obbligazionario. A ben vedere, forse, la soluzione migliore sarebbe intermedia tra la novazione e la *datio in solutum* e, dunque, come del resto ci ha abituati il diritto fallimentare nell'ultimo decennio, non riconducibile agli istituti classici del diritto civile; e difatti, se da un lato, non si può negare che l'attribuzione delle azioni costituisca, per espresso dettato normativo, una forma di soddisfazione alternativa – , dall'altro lato, è altrettanto vero che l'operazione in esame comporta la costituzione di un rapporto nuovo. Per alcune considerazioni sulla differenza tra *datio in solutum* e novazione; Gazzoni, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2011, 595 ss.; Breccia, *Le obbligazioni*, Milano, 1991, 555 ss.; Buccisano, *La novazione oggettiva e i contratti estintivi onerosi*, Milano, 1968, 148 ss.; in giurisprudenza, v. la risalente pronuncia Pret. Gela 3 aprile 1947, in *Foro it.*, 1947, 673.

<sup>21</sup> Cfr., in luogo di tanti, e aldilà della corrente manualistica, Demarchi, *L'approvazione del concordato*, in Ambrosini-Demarchi-Vitiello, *Il concordato preventivo e la transazione fiscale*, Bologna, 2009, 165 ss.; Stanghellini, *L'approvazione dei creditori nel concordato preventivo: legittimazione al voto, maggioranze e voto per classi*, in *Fallimento*, 2006, 1065 ss.; Bozza, *La proposta di concordato*, cit., 1208 ss.; Filocamo, art. 177, in Ferro (a cura di), *La legge fallimentare*, Padova, 2011, 2013 ss.; De Cicco, art. 177 in Cavallini (a cura di), *Commentario alla legge fallimentare*, III, Milano, 2010, 689 ss.; Lo Cascio, *Concordato preventivo e maggioranze previste per l'approvazione della procedura*, in nota a Trib. Roma 23 ottobre 2006, in *Fall.*, 2007, 49 ss.; Nardecchia, art. 177, in in Jorio (diretto da) e Fabiani (coordinato da), *Il nuovo diritto*, II, cit., 2489 ss.

<sup>22</sup> Al riguardo, simili considerazioni possono oggi effettuarsi con riferimento alla c.d. convenzione di moratoria, introdotta dal d.l. 27 giugno 2015, n. 83, conv. con l. 6 agosto 2015, n. 132 nell'art. 182septies, l.fall. Lo scopo della disposizione de qua è quello di estendere gli effetti di un accordo di ristrutturazione dei debiti intervenuto fra debitore e creditori finanziari anche ai creditori finanziari non aderenti all'accordo; fra le condizioni previste vi è, da un lato, la necessità che all'accordo abbia aderito una maggioranza qualificata pari almeno al settantacinque per cento della categoria alla quale il non aderente appartiene e, dall'altro, che il passivo del debitore sia formato, per almeno la metà, da debiti verso aziende di credito. La novità è certamente rilevante giacché consente anche all'accordo omologato di spiegare i suoi effetti verso i non aderenti e, in definitiva, riduce sensibilmente la distanza tra accordo omologato e concordato preventivo. Per un esame dei tanti aspetti relativi a tale tema, esulando ciò dallo scopo del presente lavoro, si rinvia, senza pretesa di completezza, a Nigro, *Gli accordi di ristrutturazione con "intermediari finanziari" e le convenzioni di moratoria*, reperibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it); Bombardelli, art. 182-septies, in AA.VV., *La nuova riforma del diritto concorsuale*, Torino, 2015, 305 ss.; Fabiani, *La convenzione di moratoria diretta a disciplinare in via provvisoria gli effetti della crisi*, in *Fall.*, 2015, 1275; Inzitari, *Gli accordi di*

assegnazione di quote di capitale in luogo del pagamento in denaro, concerne la totalità dei creditori e, pertanto, abbisogna di adeguate forme di tutela nei confronti della minoranza<sup>23</sup>; sul punto si tornerà nel prosieguo del lavoro. Alla luce di quanto affermato, è corretto ritenere che i singoli creditori siano titolari non più di una pretesa intangibile bensì di un “diritto soggettivo affievolito dallo stato di crisi o di insolvenza e condizionato dal concorso con gli altri creditori”<sup>24</sup>, all’interno di una comunione che, come si dirà in seguito, ben può dirsi forzosa.

La filosofia alla base della attribuzione ai creditori della partecipazione all’impresa societaria risanata ed ai futuri (sperati) guadagni, consiste nell’assegnare a costoro, – riproducendo la brillante espressione del Guglielmucci<sup>25</sup> - “anziché una ordinariamente modesta quantità di carta moneta, carte di altro genere, cioè azioni, obbligazioni, warrant destinati ad assumere valore per effetto del risanamento dell’impresa ed anche ad essere monetizzati in caso di collocazione in borsa” o, comunque, in caso di vendita delle quote a terzi. E difatti, le azioni, ma egualmente le quote di s.r.l., - qualificate da autorevolissimo Autore<sup>26</sup> come beni di secondo grado, in quanto rappresentativi di diritti su altri beni, primari, costitutivi del

---

ristrutturazione con intermediari finanziari e la convenzione di moratoria: deroga al principio di relatività del contratto ed effetti sui creditori estranei, reperibile su [www.fallimentiesocietà.it](http://www.fallimentiesocietà.it); Lamanna, La miniriforma (anche) del diritto concorsuale secondo il Decreto “Contendibilità e soluzioni finanziarie” n. 83/2015: un primo commento, parte IV: le nuove figure dell’“accordo di ristrutturazione con intermediari finanziari” e della “convenzione di moratoria”, reperibile su [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it); Nisivoccia, Il nuovo art. 182 septies l.fall.; quando e fin dove la legge può derogare a se stessa?, in *Fall.*, 2015, 1184 ss.; Quattrocchio, L’accordo di ristrutturazione dei debiti e la convenzione di moratoria: la disciplina, reperibile su [www.ildirittodegliaffari.it](http://www.ildirittodegliaffari.it); Ranalli, Speciale Decreto “Contendibilità e soluzioni finanziarie” n. 83/2015: gli accordi di ristrutturazione con intermediari finanziari. Alcune considerazioni critiche, reperibile su *Il Fallimentarista*; Varotti, Articolo 182 septies. Accordo di ristrutturazione con intermediari finanziari e convenzione di moratoria, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); nonché ai corretti rilievi formulati da Terranova, Concordati senza consenso: la posizione dei creditori privi di voto, in *Riv. dir. comm.*, 2016, passim e spec. 195-197.

<sup>23</sup> In proposito, è opportuno rilevare che il concetto di “creditori di minoranza” non coincide con quello di “creditori deboli”, con questi ultimi intendendosi, per esempio, i lavoratori subordinati. Benvero, come evidenziato da Fabiani, La ricerca di una tutela per i creditori di minoranza nel concordato fallimentare e preventivo, in *Giur. comm.*, 2012, II, 298, la tutela dei creditori di minoranza prescinde completamente dalla merceologia della prestazione erogata fonte del credito, tant’è che anche un’azienda bancaria, pur qualificato come “creditore forte” (così, Stanghellini, Creditori ‘forti’ e governo della crisi d’impresa nelle procedure concorsuali, in *Fall.*, 2006, 385) ben potrebbe essere annoverato fra i creditori di minoranza se in quello specifico concordato la banca non aderisce alla proposta concordataria.

<sup>24</sup> Guerrero, *Struttura finanziaria*, cit., 245.

<sup>25</sup> Guglielmucci, *Diritto fallimentare*, III ed., Torino, 2008, 326.

<sup>26</sup> Ascarelli, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1952, I, 240.



patrimonio dell'impresa societaria - permettono di partecipare ad una impresa societaria e ovviamente sono dotate di un pur variabile e difficilmente stimabile valore<sup>27</sup>; tale valore si concretizza, però, da un lato, nell'esercizio dei diritti amministrativi ma soprattutto patrimoniali (in primis, il diritto agli utili) connessi alle azioni e, dall'altro, nel ricavato che possa ottenere il titolare dalla vendita di codeste<sup>28</sup>. Ovviamente, non ci si può esimere dal considerare che tale modalità soddisfattiva, che, di fatto, mira a rendere i creditori soci e, quindi, compartecipi dei risultati (futuri e invero sperati) dell'azienda in crisi, postula che costoro, per un verso, siano fattivamente interessati ad assumere le vesti dei soci – domini non della società ma, si è detto, soltanto delle azioni -, per un altro, ripongano una concreta fiducia nella possibilità di risanamento dell'impresa societaria; difatti, se è corretto ritenere che il concordato, come in passato<sup>29</sup>, costituisca pur sempre un beneficio per il debitore<sup>30</sup>, al contempo, non è meno corretto affermare che esso e, nello specifico, siffatto "associazionismo" dei creditori, rappresenti, anzitutto, un beneficio per costoro, laddove ritengano, sulla base di scelte di convenienza più o meno attente, che potrebbero trarre qualche utilità dall'operazione in esame. Al riguardo, non può negarsi che, alla luce dei ben noti e disastrosi esiti a cui conducono le procedure fallimentari, il concordato si regga su un dato di sicura evidenza, costituito dal fatto che questa procedura consente ai creditori, ovviamente laddove la proposta concordataria sia seria, affidabile e concretamente realizzabile, di realizzare più di quanto essi otterrebbero da un fallimento. Di tal che, non pare ardito affermare che spesso è proprio il timore dell'alternativa fallimentare che spinge i creditori ad approvare un concordato, giacché esso costituisce null'altro che il "male minore"; in

---

<sup>27</sup> Per un approfondimento dei temi relativi al valore nonché alla valutazione delle azioni, v. Maugeri, Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni, in Riv. dir. comm., 2014, I, 93 ss.

<sup>28</sup> Invero è stato ritenuto che il reale valore delle azioni non vada percepito in termini assoluti, bensì guardando in relazione alla totalità delle azioni o quote emesse, giacché un numero di azioni che consentisse il controllo della società certamente ha un valore superiore alla mera somma dei valori unitari delle azioni; sulla compatibilità o meno della attribuzione di azioni o quote con la par condicio creditorum, v. D'Attorre, L'attribuzione ai creditori, cit., 852 ss.

<sup>29</sup> Satta, Diritto fallimentare, Padova, 1996, 8, ritiene il concordato "un beneficio per il debitore, nel senso che egli aveva diritto (potestativo) di proporlo ai creditori, dando luogo ad una procedura autonoma accanto al fallimento"; Bolaffio, Il concordato preventivo secondo le sue tre leggi disciplinatrici, Torino, 1932, 1, lo definisce "una sistemazione amichevole di un dissesto commerciale sostituita alla dichiarazione di fallimento".

<sup>30</sup> E' noto che il concordato preventivo permette al debitore di evitare la dichiarazione di fallimento e, con esso, gli effetti che esso comporta.

altri termini, i creditori – anzi, la maggioranza dei creditori -, posti di fronte al “ricatto del debitore”, per cui in sede fallimentare essi rischierebbero di non ottenere alcunché, saranno disposti, pur di raggranellare qualcosa, ad accettare anche qualcosa di diverso dal denaro.

Ciò posto, deve rilevarsi che, sotto un diverso profilo, il coinvolgimento - maggioritariamente voluto, come è noto - dei creditori nella ricapitalizzazione della società in crisi rappresenta altresì la concreta risposta a quella esigenza, avvertita embrionalmente già nel 1942 e fattivamente nell’epoca attuale, di consentire il salvataggio delle imprese societarie che non fossero in una crisi irreversibile, sebbene ciò comportasse il mutamento del titolare dell’impresa<sup>31</sup>, profilo, quest’ultimo, pressoché indifferente al legislatore<sup>32</sup>. A ben vedere, però, perché tale ristrutturazione societaria giovi davvero ai creditori, non basta che la crisi non sia irreversibile, ma occorre altresì che l’impresa detenga ancora un valore e, cioè, sia in grado di produrre ricchezza<sup>33</sup>; pertanto, per un verso, il concordato partecipativo non è una tipologia confacente ad ogni crisi<sup>34</sup>, e, per un altro, spesso i creditori, non disponendo di sufficienti informazioni sull’impresa, sul mercato e sulla crisi stessa, non sono posti nelle condizioni di effettuare una scelta consapevole, il che, come si dirà, richiede un intervento ed una protezione esterna.

---

<sup>31</sup> L’operazione concordataria realizza, così, un trasferimento del controllo dell’impresa in crisi dall’attuale titolare ai creditori, i quali saranno poi liberi di gestire, ed eventualmente anche liquidare, l’impresa loro ceduta; così, Sciuto, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un’analisi comparatistica)*, in *Giur. comm.*, 2007, I 570. Il complesso tema del mutamento del controllo dell’impresa in crisi è stato ben posto in rilievo da Libonati, *Crisi dell’imprenditore e riorganizzazione dell’impresa*, già in *Riv. dir. comm.*, 1981, I, 231 ss., ora in *ID.*, *Scritti in materia di impresa e società*, Padova, 2012, 183 ss., il quale correttamente rilevava come la corporate reorganization ben potesse svolgersi “al di fuori dell’intervento di chi la ha creata”, essendo quest’ultimo “ormai escluso dal gioco”. Del resto, oggi più di ieri, è notoriamente affermato che le sorti dell’impresa ben possano essere distinte da quelle dell’imprenditore; recentemente, in tal senso si è espresso Fabiani, *L’ipertrofica legislazione concorsuale*, cit., con riferimento alle novelle introdotte nell’agosto 2015 in tema di proposte concorrenti e offerte concorrenti, al fine di favorire la contendibilità e la circolazione delle aziende in crisi che prospettino concrete chances di risanamento.

<sup>32</sup> La indifferenza del legislatore e dell’economia pubblica verso chi fosse il dominus dell’impresa era constatata già da Provinciali, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 1970, V ed., 2035.

<sup>33</sup> Cfr. Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 18 ss. e 32-33.

<sup>34</sup> Al riguardo, tornando al caso Parmalat, si deve rilevare che esso presentava una serie di condizioni – per cui l’esito dell’operazione fu positivo - non facilmente replicabili; fra queste, certamente vi è il fatto che le azioni distribuite ai creditori rappresentavano un ammontare così elevato da consentire una loro quotazione in borsa e, dunque, una liquidità dei titoli, il che permise ai creditori coattivamente convertiti in soci (e non interessati a rimanere tali), di monetizzare la partecipazione; in secondo luogo, l’azienda Parmalat, presentando dei buoni indici reddituali, aveva ancora un valore, atteso che l’insolvenza era dovuta principalmente ad una pessima e criminosa gestione. Cfr. Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 215 ss.

2. La (in)ammissibilità della conversione nelle discipline previgenti: un confronto tra Codice di Commercio e legge fallimentare del 1942.

Come dianzi osservato, la possibilità di trasformare i creditori in soci della stessa società in crisi verso cui vantano la pretesa creditoria – dunque, consentendo che i creditori vengano soddisfatti mediante la attribuzione non di generiche azioni o quote di società terze (il che invero pure è ammissibile), bensì di azioni o quote della “risananda” società<sup>35</sup> - è stata prevista esplicitamente nell’ambito dei concordati preventivo e fallimentare, soltanto con la riforma del 2005-2007. A ben guardare, però, qualche timida, pur autorevole voce della dottrina si era espressa in tal direzione, già nei primissimi anni del secolo scorso. Al riguardo, giova precisare che, benché il concordato preventivo sia stato, come ben si sa, introdotto solo con la l. 24 maggio 1903, n. 197<sup>36</sup> - prima di questa l’istituto previsto dall’allora vigente Codice del Commercio, e ritenuto dalla dottrina una sorta di precursore del concordato, era la moratoria, la quale poteva essere anteriore al fallimento o posteriore al fallimento<sup>37</sup> -, il concordato, seppur inteso come un qualsiasi accordo che poteva intervenire tra debitore e creditori, vuoi per far cessare, vuoi per evitare la procedura di fallimento, vuoi con l’intervento della giustizia, vuoi concluso affatto privatamente, esisteva già<sup>38</sup>. Nello specifico, sembra opportuno svolgere qualche considerazione in merito al c.d. concordato obbligatorio di fallimento, disciplinato dagli artt. 831 e seg. dell’allora vigente Codice del Commercio, il quale, al pari dell’attuale concordato fallimentare, era un concordato obbligatorio giudiziale, giacché, perché esso

---

<sup>35</sup> Tale aspetto è posto in luce da Ferri jr., *La struttura finanziaria*, cit., 479.

<sup>36</sup> Per un quadro completo della storia e dei precedenti della legge sul concordato preventivo a partire dal 1894, anno in cui fu nominata dal Governo dell’epoca una commissione con l’incarico di studiare la riforma del Codice del Commercio, fino al 24 maggio 1903, anno della sua avvenuta pubblicazione, v. *Del concordato preventivo*. Commissione ministeriale per la revisione del codice del commercio. Relazione od esposizione dei motivi del progetto preliminare sul concordato preventivo, proposto dalla sottocommissione dei fallimenti, seguita dal testo del progetto. Relatore Bolaffio, in *Giur. it.*, 1895, 65 ss.; in dottrina, v. Bonelli, *Del fallimento (Commento al codice di commercio)*, III, Milano, 1923, 413-414; Rocco, *Il concordato nel fallimento e prima del fallimento*, Torino, 1902, 641 ss.; Ramella, *Trattato del fallimento*, II, Milano, 1915, 307 e 769-770.

<sup>37</sup> Sulle origini del concordato preventivo, v. Bolaffio, *Il concordato preventivo*, cit., 9 ss., che tenne a battesimo il nuovo istituto.

<sup>38</sup> Per una classificazione dei concordati, v. Rocco, *Il concordato*, cit., 5 ss.

producesse i suoi effetti rispetto alla totalità dei creditori, pur non assenzienti, richiedeva un intervento giudiziario a garanzia della minoranza. Per quanto concerneva la proposta concordataria, ieri come oggi, la legge non imponeva un contenuto fisso e determinabile a priori, il che condusse qualche interprete a ritenere che qualunque modificazione alle antiche obbligazioni che facesse cessare lo stato di fallimento potesse formare oggetto del concordato<sup>39</sup>, ivi compresa una dazione in pagamento – ossia il ricevere un bene diverso da quello che era oggetto della prestazione -, sulla considerazione che anch'essa costituiva una modificazione delle antiche obbligazioni. In tal senso, si riconosceva che la volontà delle parti, pur sovrana nel determinare il contenuto e le condizioni dell'accordo, subiva qualche limitazione nel concordato obbligatorio rispetto al concordato c.d. amichevole, atteso che soltanto il primo spiegava i suoi effetti anche nei confronti dei creditori non assenzienti<sup>40</sup>. Di tal che, certamente il concordato non poteva comportare una assunzione personale di obblighi da parte dei creditori, il che si sarebbe verificato ove si fosse ammessa una trasformazione dei crediti in quote di soci a responsabilità illimitata<sup>41</sup>. Per converso, vivido era il tentativo di riconoscere la liceità di un concordato obbligatorio della società anonima che comportasse la trasformazione dei crediti in quote sociali, quanto meno in quelle ipotesi in cui l'impresa, dichiarata fallita perché gravata da un passivo troppo elevato, presentava qualche chance di risanamento; d'altronde, se era possibile che il concordato avesse ad oggetto la cessione dell'attivo, non vi era motivo per ritenere preclusa l'operazione di conversione dei crediti in quote di capitale, che, di fatto, consisteva in una cessione ai creditori di parte dell'impresa costituente l'attivo del debitore, e, all'esito della quale i creditori sarebbero divenuti i comproprietari dell'impresa<sup>42</sup>. Ovviamente, come indirettamente affermato, tra le condizioni certamente vi era, in primo luogo, la necessità che la trasformazione non rendesse i creditori soci a responsabilità illimitata, giacché non era possibile costringere i non assenzienti ad assumere obbligazioni personali; in secondo luogo, l'operazione in esame avrebbe prodotto i suoi frutti ove l'impresa non fosse stata irrimediabilmente compromessa

---

<sup>39</sup> Rocco, ult. op. cit., 393.

<sup>40</sup> Rocco, ult. op. cit., 395.

<sup>41</sup> Rocco, ult. op. cit., 395.

<sup>42</sup> Rocco, ult. op. cit., 405.

dall'insolvenza; pertanto, in un simile contesto, il concordato avrebbe consentito la continuazione dell'impresa sociale da parte della medesima società, pur rinnovata nella sua compagine sociale; in argomento, occorre, però, distinguere tra continuazione dell'impresa e continuazione della società. Difatti, una parte della dottrina<sup>43</sup> riteneva ammissibile la prima – purché la società non fosse già in stato di liquidazione - ma non la seconda, e ciò, in virtù del disposto di cui all'art. 189, 4° co., cod. comm., secondo cui la dichiarazione di fallimento, ancorché seguito da concordato, produceva lo scioglimento della società; in altri termini, la continuazione dell'impresa da parte dei creditori era ritenuta possibile, purché la società, sciolta in seguito alla dichiarazione di fallimento, si fosse ricostituita col consenso dei creditori, e nei modi e alle condizioni determinate dal concordato stesso, il quale fungeva quasi da atto costitutivo<sup>44</sup>; altra dottrina<sup>45</sup>, in un certo senso premonitrice della soluzione adottata dal legislatore riformatore negli anni 2005-2007, riteneva, invece, che la continuazione dell'impresa fosse possibile persino da parte della stessa società concordataria, pur mutato al suo interno l'assetto proprietario<sup>46</sup>.

A ben vedere, le medesime considerazioni - per cui, già nella vigenza del Codice del Commercio, dovevano ritenersi ammissibili, ancorché non esplicitamente previste, quelle operazioni volte a trasferire il controllo dell'impresa societaria in crisi (purché non posta in liquidazione) attraverso la conversione dei crediti in quote di capitale - compiute con riferimento al concordato obbligatorio nel fallimento, possono esser riprodotte con riferimento al concordato preventivo, come introdotto dalla l. 24 maggio 1903 n. 197; al riguardo, infatti, come argomentato dalla migliore dottrina dell'epoca del concordato preventivo<sup>47</sup>, era indubbio che l'art. 853 cod. comm., - per cui, come anzidetto, il concordato (anche preventivo, dunque) di una società anonima, che non si trovi in stato di liquidazione può avere per oggetto la continuazione o la cessione dell'impresa sociale – fosse applicabile anche al

---

<sup>43</sup> Nel senso, invece, di impedire ad una società dichiarata fallita di stipulare, direttamente o indirettamente, la continuazione dell'impresa, Bonelli, *Appunti sul fallimento delle società commerciali*. A proposito del recente lavoro di A. Sraffa sul fallimento delle società commerciali, in *Riv. it., per le scienze giuridiche*, 1897, 21 e 38.

<sup>44</sup> Bonelli, *Appunti*, cit., 21.

<sup>45</sup> Rocco, *Il concordato*, cit., 408.

<sup>46</sup> Per ulteriori considerazioni sul tema della continuazione dell'impresa da parte della società fallita, si rinvia, ancora, a Rocco, *Il concordato*, cit., 407 ss.

<sup>47</sup> Bolaffio, *Il concordato*, cit., 108 ss.

concordato preventivo. Anzi, siffatta considerazione, a parere di chi scrive, neanche pare del tutto corretta, giacché la norma de qua era volta a disciplinare una situazione intervenuta nella fase di chiusura del fallimento, laddove, invece, quest'ultimo, il concordato preventivo intende proprio prevenire ed evitare. Al di là di questo rilievo, convincenti sembrano le conclusioni a cui perveniva tale autorevole dottrina, nel senso di ammettere che la continuazione dell'impresa e - si deve aggiungere - della società riorganizzata nel suo assetto proprietario, potessero verificarsi attraverso la cessione del patrimonio sociale ai creditori che, in tal modo, trasformavano "il loro rapporto creditorio in un rapporto reale, divenendo titolari della impresa"<sup>48</sup>; quanto affermato risultava altresì coerente con gli obiettivi del concordato preventivo, tra i quali vi è proprio quello di "conservare, sia pure soltanto nell'avviamento, quell'organismo industriale e commerciale che è l'impresa sociale"<sup>49</sup>. L'unica condizione posta all'operazione de qua, volta principalmente a tutelare la minoranza dissidente che subiva la decisione assunta dalla maggioranza, e che rappresentava una sorta di presupposto legale dell'operazione, consisteva nell'obbligo di garantire ai creditori sociali almeno il minimo della percentuale prescritta dalla legge, ossia, ai sensi di quanto stabilito dall'art. 3, 1° co., l. 197/1903, il quaranta per cento del capitale dei crediti non privilegiati o non garantiti da ipoteca o pegno<sup>50</sup>.

A ben vedere, il quadro ora tracciato mutò sensibilmente nel 1942, anno in cui, come è noto, entrò in vigore il Codice civile e, con esso, la legge fallimentare, e fu abrogato il Codice del Commercio; se fino a quel momento la dottrina pressoché unanime - salvo, come anzidetto, qualche disaccordo in ordine alla possibilità che a continuare fosse non soltanto l'impresa ma altresì la società concordataria - era giunta a ritenere che, con riferimento tanto al concordato obbligatorio nel fallimento (disciplinato dal cod. comm.), quanto al concordato preventivo (disciplinato dalla l.197/1903), fosse ammissibile la continuazione dell'impresa societaria da parte dei creditori e, quindi, nella sostanza la tramutazione dei creditori in soci, siffatta

---

<sup>48</sup> Bolaffio, ult. op. cit., 108.

<sup>49</sup> Bolaffio, ult. op. cit., 108.

<sup>50</sup> Bolaffio, ult. op. cit., 108-109. Nel senso di ammettere operazioni di cessione dell'intero attivo, se garantito il dividendo minimo del quaranta per cento, v. altresì Butera, *Moratoria. Concordato preventivo. Procedura dei piccoli fallimenti*, Torino, 1938, 172 ss.

possibilità apparve preclusa dall'avvento del nuovo Codice. Al riguardo, giova ricordare che il legislatore del 1942, nel riformulare totalmente la disciplina concorsuale della crisi d'impresa (che, come è noto, fu collocata nel r.d. 16 marzo 1942, n. 267) e, nell'ambito di essa, il concordato preventivo, introdusse, accanto al concordato c.d. con garanzia – che, di fatto, era la forma di concordato prevista dalla legge del 1903 – una seconda tipologia di concordato, definito concordato con cessione dei beni<sup>51</sup>, ritenuto, forse erroneamente, la novità saliente della riforma<sup>52</sup>; invero, tale scelta rappresentò la codificazione della prassi giurisprudenziale che, nel vigore del Codice del Commercio, già ammetteva il concordato preventivo anche se garantito soltanto con la cessione di beni<sup>53</sup>. Benvero, nel 1942 il concordato preventivo tentò di assumere i tratti della procedura che, evitando la liquidazione e la esecuzione collettiva proprie del fallimento, era volta non a distruggere bensì a risanare le imprese che fossero in una crisi transitoria e rimediabile<sup>54</sup>. Si riconosceva, infatti, che la conservazione dell'impresa, benché non fosse l'obiettivo primario perseguito dal concordato preventivo, costituisse il “caratteristico contrassegno dell'istituto”<sup>55</sup>; in tal senso, l'istituto della cessione dei beni non si rivelava affatto incompatibile con la conservazione dell'azienda, giacché, almeno in teoria, era possibile che il concordato consentisse il rilievo del complesso aziendale da parte di

---

<sup>51</sup> Per un approfondimento del concordato con cessione dei beni, si rinvia, oltre che alla corrente manualistica, a De Martini, La “cessio bonorum” nel concordato preventivo, in Riv. dir. comm., 1959, II, 85 ss.; Ghidini, La cessione dei beni ai creditori ed il concordato, in Dir. fall., 1964, I, 169 ss.; Miccio, Cessione dei beni ai creditori, in Enc. Del diritto, VI, Milano, 1969, 834 ss.; ID., La cessione dei beni nel concordato, Milano, 1953; Vassalli, La cessione dei beni ai creditori, in Rescigno (diretto da), Tratt. dir. priv., Torino, 1985, 398 ss.; Salvi, Della cessione dei beni ai creditori, in Commentario Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1963, 311.

Sull'istituto della cessio bonorum in generale, v., per tutti, Ghidini, La cessione dei beni ai creditori, Milano, 1956; Sotgia, La cessione dei beni ai creditori, in Vassalli (a cura di), Tratt. dir. civ. it., IX, Torino, 1957; Iudica, Cessione dei beni ai creditori (voce), in Dig. disc. priv., II, Torino, 1988, 280 ss.

<sup>52</sup> Brunetti, Lezioni di diritto concorsuale, Padova, 1944, 266 e 283.

<sup>53</sup> Cfr. Cass., 23 luglio 1932, in Riv. dir. comm., 1933, II 30; Cass. 28 luglio 1930, in Foro it., 1930, I, 1218; App. Roma, 12 dicembre 1922, in Mon. Trib., 1923, 307; App. Torino, 13 giugno 1930, in Giur. tor., 1930, 1496; App. Milano, 24 marzo 1933, in Mon. Trib., 1933, 292; App. Bologna, 1 dicembre 1930, in Giur. corti reg., 1930, 188; Trib. Modena, 5 luglio 1924, in Temi em., 1924, I, 758; Trib. Viterbo, 26 novembre 1927, in Rep. mens. giur. fall., 1928, nn. 4-5.

<sup>54</sup> Per una disamina della disciplina del concordato preventivo introdotta nel 1942, v. Lo Cascio, Il concordato preventivo, IV ed., cit.; Provinciali, Trattato di diritto fallimentare, Milano, 1979; Azzolina, Il fallimento e le altre procedure concorsuali, Torino, 1961; Satta, Diritto fallimentare, Padova, 1990; Bonsignori, Del concordato preventivo, in Commentario della legge fallimentare, Bologna-Roma, 1979; Brunetti, Lezioni di diritto concorsuale, Padova, 1944; De Semo, Diritto fallimentare, Padova, 1968; Ferrara-Borgioli, Il fallimento, Milano, 1995; Frascaroli Santi, Il concordato preventivo, Padova, 1990; Pajardi, Manuale di diritto fallimentare, Milano, 1998; Ragusa Maggiore, Diritto fallimentare, II, Napoli, 1974.

<sup>55</sup> Provinciali, Manuale di diritto fallimentare, III, Milano, 1970, 2035.

altri gruppi imprenditoriali, o – e questa è la fattispecie rilevante – proprio da parte dei creditori, che potevano mettersi d'accordo per gestire l'impresa insieme con il debitore<sup>56</sup>. Anzi, si affermò persino che la cessione dei beni spesso rappresentasse “l'unico mezzo per conservare l'impresa, attraverso il mutamento del suo titolare”<sup>57</sup>. Invero i fatti e, soprattutto, le conclusioni a cui addiveniva la dottrina non sempre furono coerenti con siffatti obiettivi. Difatti, la premessa da cui muoveva autorevole dottrina<sup>58</sup> consisteva nel riconoscere che, tra le svariate forme in cui potesse concretarsi la cessione dei beni ai creditori, vi fosse altresì la possibilità che i creditori si unissero per rilevare l'impresa e gestirla in comune; in particolare, ove il bene ceduto fosse proprio l'impresa del debitore nella sua globalità, in luogo dei singoli beni, sarebbe stato possibile costituire una società e attribuire ai creditori azioni o quote della società stessa, in luogo della quota che avrebbero ottenuto dalla liquidazione dei beni ceduti; in altre parole, i creditori avrebbero potuto trasformare i propri crediti in azioni o quote, rilevando, così l'impresa societaria. A ben vedere, sotto il profilo giuridico, tale prospettiva non fu esente da critiche fondate sull'idea che iniziative imprenditoriali di questo tipo fossero da considerarsi del tutto estranee all'istituto del concordato preventivo, il quale, doveva, pur sempre, concretarsi in una liquidazione di rapporti giuridici patrimoniali<sup>59</sup>; inoltre, era ritenuto inammissibile che i creditori, specie quelli di minoranza<sup>60</sup>, fossero costretti a rilevare e gestire in comune l'azienda, attraverso una sorta di “costituzione coatta di società”<sup>61</sup>. Sotto un diverso profilo – oggi per nulla più condivisibile – si rilevava, da un lato, che non fosse plausibile una valutazione “in blocco” dei beni ceduti, ossia del bene azienda, peraltro, secondo un loro ipotetico valore futuro, dovendosi, invece, procedere ad una loro valutazione atomistica e attuale<sup>62</sup>; dall'altro, che il maggior valore dell'azienda

---

<sup>56</sup> Così, tra gli altri, Provinciali, *Manuale*, cit., 2123; Azzolina, *Il fallimento*, cit., 1588.

<sup>57</sup> Provinciali, *ult. op. cit.*, 2035. Giustamente rilevava Lo Cascio, *Il concordato preventivo*, IV ed., Milano, 1997, 110, che la cessione dei beni costituiva una valida modalità per consentire il recupero aziendale, purché, però, fosse attuabile la cessione in blocco dell'azienda o, quanto meno, di taluni rami produttivi della stessa.

<sup>58</sup> Provinciali, *Manuale*, cit., 2123 e 2125.

<sup>59</sup> Bonsignori, *Del concordato preventivo*, cit., 444; Provinciali, *Manuale*, cit., 2132; ID., *Inammissibilità della gestione e dell'affitto d'azienda nel concordato per cessione dei beni*, in *Dir. fall.*, 1952, I, 142 ss.

<sup>60</sup> Per tutti, Satta, *Diritto fallimentare*, cit., 390.

<sup>61</sup> L'espressione è di Bonsignori, *Del concordato preventivo*, cit., 445.

<sup>62</sup> Così, Scalfi, *Gestione di azienda nel concordato per cessione di beni, e sua valutazione*, in *Temi*, 1953, I, 40-42.



in attività non potesse esser preso in considerazione da parte del tribunale che decideva sulla omologazione giacché esso era soltanto sperato<sup>63</sup>. A ben guardare, secondo qualche Autore<sup>64</sup>, ciò non precludeva ai creditori, tutti ovvero soltanto alcuni di essi, la possibilità, una volta che si fossero resi definitivi destinatari dei beni in liquidazione, di avviare ex novo una attività di impresa in forma societaria; però, ciò sarebbe comunque conseguito alla liquidazione, quale risultato finale e conclusivo della stessa; in altre parole, la trasformazione dei crediti in quote non costituiva in ogni caso la modalità esecutiva della liquidazione.

In definitiva, si affermava la inconciliabilità di qualunque atto di disposizione dei beni che non concretasse la liquidazione dei medesimi al fine di soddisfare i creditori; in altri termini, i beni ceduti, pur in blocco, non potevano costituire già di per sé l'oggetto del soddisfacimento dei creditori. Pertanto, nel vigore della legge fallimentare del 1942, non poteva che concludersi nel senso di negare al debitore la possibilità di una modalità di soddisfacimento alternativa dei creditori, mediante, appunto, attribuzione di azioni o quote della società concordataria.

A ben vedere, un passo indietro da parte del legislatore del 1942 fu compiuto anche con riferimento al concordato fallimentare, giacché la predetta possibilità di soddisfare i creditori mediante la attribuzione di quote di capitale fu impedita dal nuovo Codice; tale preclusione fu motivata dalle invero corrette considerazioni che, da un lato, la dichiarazione di fallimento continuasse ad essere una causa di scioglimento necessaria<sup>65</sup> e che, pertanto, dopo la chiusura del fallimento, anche se tramite il concordato, non fosse ammessa la continuazione della società<sup>66</sup>, e che, dall'altro, - rappresentando questa la novità del nuovo Codice - la legge vigente non avesse riprodotto la disposizione di cui all'art. 853 cod. comm., che, come esposto supra, ammetteva che un concordato prevedesse la continuazione dell'impresa

---

<sup>63</sup> In giurisprudenza, così App. Firenze, 20 marzo 1953, in Dir. fall., 1953, II, 393 e spec. 396; nello stesso senso, Trib. Milano, 10 giugno 1957, in Dir. fall., 1958, II, 814.

<sup>64</sup> Provinciali, Manuale, cit., 2132.

<sup>65</sup> "Non facoltativa od eventuale"; così Provinciali, Manuale, cit., 1830.

<sup>66</sup> Contra, una pronuncia della S.C., Cass. 30 novembre 1952, n. 3103, in Dir. fall., 1953, II, 12, secondo cui, se nel processo di liquidazione si inserisca un processo fallimentare, date le diverse finalità dei due istituti, non è escluso che, cessato lo stato di fallimento, riprenda il suo normale corso la fase di liquidazione. In dottrina, in luogo di tanti, cfr. Minervini, In tema di estinzione di società di capitali, in Giur. it., 1952, I, 1, 880 ss.

sociale<sup>67</sup> (anche da parte dei creditori). Pertanto, ne conseguì che qualsiasi forma di continuazione della società, vuoi da parte dei creditori vuoi da parte degli stessi soci, fosse preclusa<sup>68</sup>.

In definitiva, non può non rilevarsi come il quadro ora delineato si ponga in nettissima antitesi con la disciplina introdotta dal legislatore con la riforma degli anni 2005-2007, la quale, si è detto, al duplice fine di realizzare il soddisfacimento del ceto creditorio e, al contempo, la continuazione dell'impresa societaria, prevede la attribuzione di quote o azioni in capo ai creditori quale espressa e diretta forma di soddisfacimento dei crediti<sup>69</sup>.

### 3. Un confronto tra la cessione dei beni e l'operazione di attribuzione di quote ai creditori.

Alla luce delle osservazioni compiute, si deve senz'altro concordare con chi qualificava il vecchio concordato c.d. con cessio bonorum come una procedura essenzialmente liquidativa, nella quale si realizzava la liquidazione del patrimonio del debitore, pur con modalità diverse dalla liquidazione fallimentare, ed il soddisfacimento dei creditori originava dalla ripartizione del ricavato tra i creditori medesimi<sup>70</sup>. Di tal che, risulta pienamente evidente il revirement del legislatore della riforma degli anni 2005-2007, che ha relegato la liquidazione atomistica dei beni dell'impresa in crisi ad un ruolo marginale e residuale rispetto alle svariate fattispecie di tipo conservativo, fra le quali, appunto, si annovera il c.d. concordato

---

<sup>67</sup> Provinciali, Manuale, cit., 1831.

<sup>68</sup> Certamente si riconosceva ai soci la possibilità di continuare l'attività e, dunque, la ripresa della società, ma si riteneva fosse necessario un "nuovo contratto per risuscitare la società"; così, Provinciali, Manuale, cit., 1831.

<sup>69</sup> Come opportunamente evidenziato da Stanghellini, art. 124, cit., 1960, il nuovo concordato (e fallimentare e preventivo) è imperniato sull'utilizzo del termine "soddisfazione" in luogo di "pagamento"; ciò è relevantissimo, giacché il concordato oggi può avere l'effetto di soddisfare, in termini verosimilmente (ancorché non necessariamente) diversi, e anche con mezzi diversi dal denaro, i crediti del debitore.

<sup>70</sup> V., per tutti, prima della riforma della legge fallimentare, Guglielmucci, Lezioni di diritto fallimentare, II ed., Torino, 2003, 395.

partecipativo, volto, si è detto, per un verso, a consentire la conservazione dell'impresa in crisi e, per un altro – aspetto maggiormente rilevante – a far sì che le azioni o quote attribuite costituissero l'oggetto diretto del soddisfacimento dei creditori; dunque, la filosofia alla base dell'attuale concordato si presenta radicalmente diversa, se non opposta, a quella soggiacente al concordato con cessione dei beni. Invero, tra le modalità soddisfattorie previste dalla attuale disciplina sia nell'art. 160 l.fall, con riferimento al concordato preventivo, sia nell'art. 124 l.fall., con riferimento al concordato fallimentare, continua a comparire l'istituto della cessione dei beni, pur in una veste rinnovata da un punto di vista teleologico; difatti nella cessione dei beni a favore dei creditori o delle società da questi partecipate o dagli stessi costituite, il soddisfacimento dei creditori cessionari o soci della società cessionaria è programmato non con il pagamento di una somma in denaro riveniente dalla alienazione dei beni, bensì con gli utili dell'impresa risanata ed eventualmente la monetizzazione della partecipazione sociale<sup>71</sup>.

In secondo luogo, benché sia corretto qualificare l'operazione attributiva di azioni ovvero quote ai creditori sociali una variante del concordato con cessione dei beni, si rivela improprio, da un punto di vista giuridico, ricomprendere siffatto istituto nell'alveo della cessione dei beni ai creditori; non può, quindi, condividersi quanto sostenuto da chi<sup>72</sup> ritiene l'operazione di attribuzione ai creditori delle partecipazioni sociali sostanzialmente analoga, da un punto di vista funzionale, alla cessione dei beni, giacché le due operazioni, a parer di chi scrive, sono sensibilmente diverse. Difatti, sebbene sia corretto affermare che le partecipazioni nella società risananda vengono ad assolvere il ruolo di mezzo di soddisfazione dei creditori<sup>73</sup>, in verità ad essere assegnate ai creditori sono, non già le medesime azioni o quote che erano

---

<sup>71</sup> Guglielmucci, Diritto fallimentare, III ed., cit., 331. Inoltre, innumerevoli sono le differenze intercorrenti tra lo specifico istituto della *cessio bonorum* presente nella legge fallimentare ante riforma e la generica modalità satisfattiva della cessione dei beni prevista dalla attuale disciplina; fra le altre, si dubitava che la cessione dei beni integrasse un trasferimento della proprietà ai creditori; per approfondire il tema nonché per riferimenti di dottrina e giurisprudenza, v. Lo Cascio, Il concordato preventivo, IV ed., 692-693; in secondo luogo, la cessione dei beni, oltre a garantire il pagamento di almeno il quaranta per cento dei crediti chirografari, doveva coinvolgere la totalità dei beni esistenti nel patrimonio del debitore, mentre oggi, alla luce della ridisegnata fisionomia dell'istituto concordatario, pare che nulla osti ad una proposta che circoscriva la cessione ad una parte soltanto del patrimonio dell'imprenditore in crisi; così Ambrosini, Il concordato preventivo, cit., 35-36.

<sup>72</sup> Ferri jr., La struttura finanziaria, cit., 484 ss.

<sup>73</sup> Così, Ferri jr., ult. op. cit., 484.

detenute dai soci in epoca anteriore alla ristrutturazione concordataria, partecipazioni, peraltro, il cui valore si era ridotto o persino annullato, bensì azioni o quote di nuova emissione che, in seguito ad un aumento di capitale deliberato tendenzialmente dall'assemblea della società in crisi, vengono attribuite – per conversione dei rispettivi crediti – ai creditori. Pertanto, l'operazione non può configurarsi come una cessione delle partecipazioni dai soci ai creditori<sup>74</sup>, ma, come si dirà, come un procedimento regolato dalle norme in tema di aumento e riduzione del capitale sociale, all'esito del quale i vecchi creditori saranno divenuti soci della società risanata<sup>75</sup> e, a contrario, i soci saranno estromessi ove il valore delle azioni si sia azzerato del tutto, ovvero diluiti, ove il valore del loro investimento non sia del tutto perduto<sup>76</sup>. D'altronde, la cessione di partecipazioni, intesa come sottrazione ai soci ed attribuzioni ai creditori, non soltanto non compare tra le operazioni contemplate né dall'art. 124 l.fall., né dall'art. 160 l.fall., ma, così configurata, si sostanzierebbe in una compensazione tra il debito del creditore nei confronti del socio derivante dall'acquisto della partecipazione ed il credito vantato dal creditore nei confronti della società, soggetto, come è noto, distinto dalle persone dei soci.

Quindi, per quanto dianzi argomentato, non è legittimo ipotizzare, come effetto proprio del concordato, un trasferimento diretto delle partecipazioni dai vecchi soci ai creditori concorsuali, giacché tale riallocazione di valore costituisce il risultato della diluizione ovvero dell'azzeramento delle partecipazioni preesistenti che sono determinati dalle operazioni sul capitale “collegate” e “dipendenti” dalla proposta di

---

<sup>74</sup> Contra, Ferri jr., *Situazione finanziaria*, cit., 484. Neppure sarebbe possibile ritenere corretta tale impostazione, assimilando le partecipazioni ai “beni” (e dunque considerando la cessione delle partecipazioni come null'altro che una forma, forse atipica, di cessione dei beni), giacché, come è stato anche in questa sede affermato, le partecipazioni costituiscono soltanto dei beni di secondo grado, in quanto rappresentativi del patrimonio della società.

<sup>75</sup> Sul tema della riorganizzazione della società e della riallocazione della medesima mediante il mutamento dell'assetto proprietario e di poteri nella società, cfr. Censoni, *Il concordato preventivo e la prospettiva della ricollocazione del patrimonio dell'impresa in crisi*, in *Dir. fall.*, 2008, I, 858 ss.; Guerrera-Maltoni, *Concordati giudiziali*, cit., 17 ss.; Palmieri, *Operazioni straordinarie “corporative” e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*, in *Fall.*, 2009, 1092 ss.; Fimmanò, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, 57 ss.; Cagnasso-Saracino, *Il contratto di trasferimento di pacchetti di controllo e le procedure concorsuali*, in *Nuovo dir. soc.*, 2010, n. 21, 56 ss.; Perrino, *Concordato preventivo e trasformazione*, in *Fall.*, 2011, 360 ss.; Tombari, *Principi e problemi di “diritto societario della crisi”*, in *Riv. soc.*, 2013, 1138 ss.; Munari, *Impresa e capitale sociale nel nuovo diritto della crisi*, Torino, 2014, 85 ss.

<sup>76</sup> Per approfondire il tema, sia consentito un rinvio a Blandini-De Cicco-Locascio Aliberti, *Socio e Società nella società per azioni (in crisi): dal diritto di opzione al bail-in (con notazioni sulle ragioni di Mazzarò)*, in corso di pubb. su RDS, 2017.

concordato, e che devono avvenire nel rispetto delle regole comuni del diritto societario<sup>77</sup>. In particolare, ogniqualevolta siano i creditori concorsuali gli assegnatari delle azioni o quote – e, si precisa, di azioni o quote di nuova emissione -, e ciò, per effetto della conversione dei crediti vantati nei confronti della società in crisi in quote di capitale, occorre una deliberazione societaria – delibera tendenzialmente proveniente dall’assemblea<sup>78</sup> - di aumento del capitale sociale riservata ai creditori, e dunque con esclusione del diritto di opzione, che sia autonoma<sup>79</sup> ma “collegata” alla proposta di concordato<sup>80</sup>; in conclusione, la “mutazione genetica”<sup>81</sup> da creditore a socio può avvenire soltanto mediante l’operare di una combinazione di meccanismi appartenenti al diritto societario e fallimentare, i quali nella sostanza fanno sì che, all’esito dell’intero procedimento, da un lato, il credito originario risulti estinto a fronte della emissione delle nuove azioni o quote e, dall’altro, che avvenga l’ingresso dei creditori all’interno della compagine sociale.

---

<sup>77</sup> Così, Guerrera-Maltoni, *Concordati giudiziali*, cit., 28 ss.

<sup>78</sup> Benvero, nel concordato con proposte concorrenti è possibile che la delibera di aumento del capitale sociale, di fronte all’inerzia dell’assemblea, sia attuata da un amministratore giudiziario nominato ad hoc dal tribunale; al riguardo, si rinvia agli attenti rilievi di Abriani, *Proposte concorrenti*, cit., 365 ss.; per ulteriori considerazioni in merito, si rinvia alla dottrina già citata in nota 11.

<sup>79</sup> Si è giustamente osservato che non è ipotizzabile che la deliberazione della proposta di concordato, tendenzialmente proveniente nelle società di capitali dall’organo amministrativo, comprenda in sé e produca gli effetti di quelle delibere che dovranno essere assunte, nel caso in esame, di aumento del capitale sociale, ai fini dell’esecuzione del concordato; pertanto la deliberazione avente ad oggetto l’operazione programmata costituisce una fase autonoma del processo di ristrutturazione e deve essere assunta dall’organo sociale competente secondo le regole comuni del diritto societario. Così, Guerrera-Maltoni, *Concordati giudiziali*, cit.; Censoni, *Il concordato preventivo e la prospettiva*, cit., 858; contra, Ferri jr., *La struttura finanziaria*, cit., 482, il quale, viceversa, ritiene che il concordato approvato ed omologato già costituisca un “titolo giuridico, di per sé sufficiente ad assicurarne la completa esecuzione”, senza che sia necessario né l’intervento dell’assemblea né il compimento di operazioni collegate alle proposta concordataria. Per approfondire la sequenza procedimentale dell’intera operazione, sia consentito rinviare ancora a Guerrera-Maltoni, *Concordati giudiziali*, cit., 63 ss.

<sup>80</sup> Guerrera-Maltoni, *Concordati giudiziali*, cit., 68 ss.

<sup>81</sup> Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 213.

#### 4. La possibile operatività della conversione per i creditori cc.dd. privilegiati.

All'esito della riforma della legge fallimentare intervenuta negli anni 2005-2007, il trattamento dei creditori privilegiati ha subito rilevanti innovazioni<sup>82</sup>. E' infatti noto che la riforma, innovando sensibilmente e correttamente la previgente normativa<sup>83</sup> – che imponeva al debitore il pagamento integrale<sup>84</sup> dei creditori privilegiati, e ciò a prescindere dal valore effettivo della garanzia<sup>85</sup> – ha consentito che anche i creditori privilegiati – ciò valendo per i creditori assistiti da privilegio sia generale sia

---

<sup>82</sup> Si precisa che la l. 80/2005 non aveva previsto nel concordato preventivo la ammissibilità di un soddisfacimento parziale dei creditori assistiti da un diritto di prelazione, possibilità introdotta, invece, con il d.lgs. 5/2006 ma con riferimento al concordato fallimentare; tuttavia, non mancarono sporadiche pronunce della giurisprudenza di merito – tra le altre, v. Trib. Palermo 17 febbraio 2006, in Fall., 2006, 573 – che ammettevano anche nel concordato preventivo per i creditori privilegiati un trattamento diverso dal pagamento integrale; infine, il d.lgs. 169/2007 ha opportunamente esteso la medesima regola al concordato preventivo, prevedendo che essa si applicasse altresì ai creditori aventi privilegio generale. Per una disamina delle osservazioni sul tema, sia consentito il rinvio alla dottrina già citata in nota 21; v., inoltre, spec., Censoni, I diritti di prelazione nel concordato preventivo, in Giur. comm., 2009, I, 36 ss. e ID., Il concordato preventivo, 327 ss., ove pure ampi richiami di dottrina e di giurisprudenza, nonché Lo Cascio, Il concordato preventivo, cit., VII ed., 273 ss.

<sup>83</sup> Per un esame degli orientamenti della dottrina e della giurisprudenza, anche in merito alla possibilità che i creditori privilegiati subissero non una falceia bensì una dilazione, v. Bonsignori, Del concordato, cit., 54 ss.; Lo Cascio, Il concordato preventivo, IV ed., cit., 213 ss.; Provinciali, Trattato, cit., IV, 2229 ss.; Ragusa Maggiore, Diritto fallimentare, II, cit., 1003 ss.

<sup>84</sup> Per “integrale” si intendeva in denaro nonché immediato o comunque senza significative dilazioni rispetto al termine prefissato; in dottrina e in giurisprudenza si era infatti posto il problema se dal silenzio della disciplina del 1942 fosse possibile desumere che la proposta di concordato preventivo rivestisse contenuto dilatorio per i creditori privilegiati; al riguardo, alcuni giudici di merito avevano ritenuto che nel concordato con cessione dei beni i creditori privilegiati dovessero essere pagati integralmente: Trib. Piacenza 27 luglio 1987, in Fall., 1988, 466, ancorché siffatti crediti non avessero trovato capienza nel realizzo dei beni oggetto della prelazione: Trib. Torino 19 marzo 1990, in Dir. fall., 1990, II, 1189; contra Trib. Napoli 23 novembre 1992, in Dir. fall., 1993, II, 1160. Non mancarono pronunce che facevano salva, al più, la possibilità di prevedere la corresponsione ai privilegiati di interessi compensativi: Trib. Milano 30 settembre 2005, in Fall., 2006, 580 ss.; invero, anche dopo il primo intervento riformatore, l. 80/2005, come anzidetto, si continuò a richiedere il soddisfacimento integrale dei creditori privilegiati; v. Trib. Sulmona 6 giugno 2005, in Fall., 2005, 793; Trib. Bari 7 novembre 2005, ivi, 2006, 52.

Al riguardo, però, da parte della dottrina non mancarono tentativi volti a riconoscere la possibilità di inserire in classi i creditori privilegiati a cui riservare un soddisfacimento parziale; così, C. Ferri, La suddivisione dei creditori in classi, in Fall., 2006, 1026; Censoni, Concordato preventivo: la verifica del tribunale e coinvolgimento dei creditori con diritto di prelazione, in nota a Trib. Torino 20 dicembre 2006, in Fall., 2007, 434.

Per ulteriori considerazioni, si rinvia a Lo Cascio, Il concordato, cit., VII ed., 276 ss.

<sup>85</sup> Cfr. Cass. 14 novembre 1969, n. 3936, in Mon. Trib., 1970, 939, con nota di Pajardi; la S.C. in questa risalente pronuncia affermava esplicitamente che i creditori privilegiati speciali andassero soddisfatti integralmente a prescindere dalla capienza del bene gravato. Perplesità al riguardo erano manifestate da Terranova, Il soddisfacimento dei creditori ipotecari nella proposta di concordato preventivo, in Riv. dir. comm., 1971, II, 219, il quale rilevava che tale norma procurava ai creditori privilegiati un vantaggio ingiustificato.

speciale<sup>86</sup> -, subiscano la falcidia concordataria<sup>87</sup>, purché, però, da un lato, il piano concordatario contempra il soddisfacimento dei predetti creditori in misura non inferiore a quella realizzabile - in ragione della collocazione preferenziale - sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione, per come indicato nella relazione giurata redatta da un professionista in possesso degli specifici requisiti richiesti e che, dall'altro, il soddisfacimento non integrale dei privilegiati non comporti una alterazione dell'ordine delle cause legittime di prelazione<sup>88</sup>. Invero non si vuole in questa sede ritornare sul tema inerente la falcidiabilità ex se dei crediti

---

<sup>86</sup> Così, in luogo di altri, Censoni, I diritti di prelazione, cit., 36. Cfr. altresì Ambrosini, Il concordato preventivo e gli accordi, cit., 55-57.

<sup>87</sup> Tra i primi, all'indomani della riforma, a porre in luce la radicale innovazione, Demarchi, Quella svolta nel concordato preventivo: creditori privilegiati verso la deminutio, in *Dir. e giust.*, 2006, 97 ss.; ID., Prime considerazioni, in materia di concordato preventivo, sullo schema della riforma. Quale voto per i creditori privilegiati non soddisfatti integralmente?, ove pone in rilievo come la novella avesse eliminato "una stortura del sistema precedente ove il creditore privilegiato doveva percepire l'intero importo del suo credito anche se il bene che costituiva la sua garanzia si fosse nel frattempo deprezzato, persino se il suo valore fosse ridotto a zero".

La giurisprudenza di merito maggioritaria, riconoscendo la possibilità della falcidia dei privilegiati nonché di una dilazione nel pagamento, distingueva il "pagamento integrale" dalla "soddisfazione integrale", osservando che, allorché il pagamento fosse dilazionato per un "periodo considerevole" - che la dottrina fissava in sei mesi o un anno - si aveva una "soddisfazione integrale" e non un "pagamento integrale", rilevando ciò ai fini della ammissione al voto dei creditori privilegiati (e, precisa il Trib. Sulmona 2 novembre 2010, in *Fall.*, 2011, 615, non ex art. 177, 3° co., ma ex art. 177, 2° co. L.fall.); v., tra le altre, Trib. Sulmona 2 novembre 2010, cit., 615 ss., nonché Trib. Pescara 16 ottobre 2008, in *Giur. merito*, 2009, I, 125 ss. con nota di D'Orazio; Trib. Catania 27 luglio 2007, in *Giur. comm.*, 2008, II, 677 s. con nota di Macri; contra, Trib. Roma 29 luglio 2010, in *Fall.*, 2010, 1465.

Il supremo Collegio, in due sentenze sostanzialmente conformi - Cass. n. 10112/2014 e n. 20388/2014 - ha accolto la tesi più liberale per il debitore, riconoscendo la possibilità di un pagamento dilazionato, a condizione che la dilazione sia remunerata dal pagamento degli interessi, e purché per la somma aggiuntiva rappresentata dagli interessi i creditori siano ammessi al voto. Invero tale soluzione non sempre ha convinto i giudici delle prime cure. Nello specifico, la predetta Cass. 9 maggio 2014, n. 10112, in *Fall.*, 2014, 633, ha affermato che il piano possa prevedere una dilazione quantomeno corrispondente ai tempi tecnici della liquidazione dei beni gravati dalla garanzia o a quelli di una liquidazione fallimentare, precisando che "in materia di concordato preventivo, la regola generale è quella del pagamento non dilazionato dei creditori privilegiati, sicché il pagamento dei crediti medesimi con dilazione superiore a quella imposta dai tempi tecnici della procedura (e della stessa liquidazione, in caso di concordato c.d. 'liquidativo') equivale a soddisfazione non integrale di essi. Ciò a causa della perdita economica conseguente al ritardo (rispetto ai tempi 'normali')", perdita che deve trovare nel concordato una quantificazione ed una contropartita, anche nell'espressione del voto da parte del creditore falcidiato dal ritardo.

In dottrina, nel vigore della legge fallimentare attuale, v., ex multis, Cataldo, Prosecuzione dell'impresa mediante affitto d'azienda nel concordato preventivo e offerta di pagamento dilazionato ai creditori privilegiati, in *Fall.*, 2014, 463 ss.; D'Orazio, L'ammissibilità della domanda di concordato preventivo con proposta di dilazione di pagamento ai creditori prelazionari, ivi, 2014, 447 ss. ove pure ampi richiami di dottrina e di giurisprudenza; Panzani, Le garanzie tipiche ed atipiche nel concordato preventivo, ivi, 2014, 505 ss.; Penta, L'abuso dello strumento concordatario, in *Dir. fall.*, 2014, I, 116 ss. e 136 ss.

<sup>88</sup> Per tutti, Ambrosini, Il concordato preventivo, in *Le altre procedure concorsuali*, cit., 170 ss.

privilegiati, tema già affrontato dalla dottrina e dalla giurisprudenza – per cui bastino i richiami nelle due ultime note -, che peraltro esula dall’obiettivo del presente lavoro e su cui poco vi sarebbe da aggiungere; è, invece, obiettivo di chi scrive, verificare la ammissibilità di una falcidia c.d. qualitativa dei crediti privilegiati e, cioè, di una proposta che contempra non un pagamento – in denaro, quindi – bensì una soddisfazione dei titolari dei predetti crediti attraverso modalità diverse dal pagamento e, nello specifico, mediante la attribuzione a costoro di quote di capitale per conversione degli originari crediti, come del resto avviene ed è pacificamente ammesso per i crediti chirografari. E’ infatti questione dibattuta in dottrina e in giurisprudenza quella concernente i mezzi con cui è possibile soddisfare i creditori muniti di un diritto di prelazione nel concordato.

A tal riguardo, è doveroso precisare che il problema riguarda la ammissibilità dell’attribuzione di azioni o quote non tanto per la parte del credito che non trova capienza nella garanzia, quanto per la parte capiente, ossia quella che, sulla base di quanto risulta dalla relazione redatta dal professionista, sarebbe coperta dal ricavato derivante dalla liquidazione del bene oggetto di garanzia. Per quanto concerne invece la componente incapiente del credito, la dottrina è divisa tra chi<sup>89</sup> ritiene che al creditore privilegiato non integralmente soddisfatto spetti, per il residuo, la percentuale che gli spetterebbe quale chirografario; e, viceversa, chi<sup>90</sup> ritiene che al

---

<sup>89</sup> Bottai, *Trattamento dei crediti privilegiati, nuova finanza e rapporto fra classi e privilegi*, in *Fall.*, 2010, 90, nonché, pur con riferimento al concordato fallimentare, Stanghellini, art. 124, in Jorio (diretto da) e Fabiani (coordinato da), *Il nuovo diritto*, cit., 1968; Norelli, *Il concordato fallimentare “riformato” e “corretto*, in *Riv. esec. forz.*, 2008, 31; Guglielmucci, art. 124, in Lo Cascio (diretto da), *Codice commentato del fallimento*, Milano, 2008, 1239. Tale orientamento – a cui chi scrive aderisce – poggia sul combinato disposto di cui all’art. 54, 1° co., l.fall., ai sensi del quale, nell’ambito del fallimento, i creditori garantiti da ipoteca, pegno o privilegio “se non sono soddisfatti integralmente, concorrono, per quanto è ancora loro dovuto, con i creditori chirografari nelle ripartizioni nelle ripartizioni del resto dell’attivo” ed all’art. 177, 3° co., l.fall., per cui “i creditori muniti di diritto di prelazione di cui la proposta di concordato prevede, ai sensi dell’articolo 160, la soddisfazione non integrale, sono equiparati ai chirografari per la parte residua del credito”; in giurisprudenza, v. App. Venezia 17 luglio 2010.

<sup>90</sup> Censoni, *I diritti di prelazione*, cit., 26; Guiotto, *Opportunità della transazione fiscale e disciplina dei crediti privilegiati insoddisfatti*, in *Fall.*, 2010, 1283; Nardecchia, *Le classi e la tutela dei creditori nel concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 80 ss.; Vitiello, art. 127, in Jorio (diretto da) e Fabiani (coordinato da), *Il nuovo diritto*, II, cit., 2008; in giurisprudenza, v. App. Torino 6 maggio 2010, in *Fall.*, 2010, 1278. Gli Autori qui citati ritengono che la equiparazione dei privilegiati non integralmente soddisfatti ai chirografari, di cui all’art. 177, 3° co., opera ai soli fini del voto e, pertanto, non consente di affermare che ai privilegiati sia dovuta una doppia percentuale; a sostegno di questa tesi militerebbe l’art. 160 l.fall., il quale si limiterebbe a prescrivere che il piano di concordato preveda una “soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione



privilegiato falciato debba esser corrisposto soltanto quanto potrebbe ricavarsi dalla garanzia, restando del tutto insoddisfatta la parte residua del credito.

Benvero, per quanto concerne i crediti privilegiati o comunque la parte di essi “coperta” dalla garanzia, una parte della dottrina nega la possibilità che il piano concordatario preveda una soddisfazione diversa da quella in denaro – nello specifico, mediante un’attribuzione di azioni o quote - al pari di quanto avviene per i chirografari, adducendo, talora, il disposto di cui all’art. 160, 2° co., l.fall., il quale precluderebbe un soddisfacimento dei privilegiati diverso dal denaro<sup>91</sup>, talaltra, il fatto che i creditori privilegiati siano esclusi dal voto in assoluto e, qualora la garanzia sia incapiente, lo siano per la parte di credito “coperta” da quest’ultima<sup>92</sup>, talaltra ancora, la pretesa incompatibilità tra la novazione oggettiva del credito (aderendo alla tesi che la conversione del credito in quota di capitale concreti una novazione; in argomento, v. infra) e la funzione della garanzia, ritenendo che la modificazione da parte della maggioranza della modalità di soddisfacimento sia inconciliabile con la funzione oggettiva della garanzia, la quale funzione “resterebbe svuotata, dipendendone l’effettiva operatività...non dalla legge e nemmeno dal consenso degli interessati bensì dalla proposta di concordato”<sup>93</sup> e, dunque, dalla volontà del debitore.

Invero, tutte queste tesi non possono essere condivise; in primo luogo, infatti, non sembra corretto ritenere che la prescrizione di cui all’art. 160, 2° co., l.fall., - peraltro in ordine ai presupposti di ammissibilità della domanda di concordato – precluda un soddisfacimento dei crediti privilegiati con modalità diverse dal denaro; anzi, la lettura del combinato disposto di cui all’art. 160, 1° co., l.fall. - la cui lettera prevede

---

preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione”. Per ulteriori considerazioni, v. ancora Censoni, I diritti di prelazione, cit., 26 ss.

<sup>91</sup> Censoni, I diritti di prelazione, cit., 40; ID., Di Marzio, ‘Contratto’ e ‘deliberazione’ nella gestione della crisi d’impresa, in Di Marzio-Macario (a cura di), Autonomia negoziale e crisi di impresa, Milano, 2010, 98; ID., Introduzione al concordato preventivo, in Ghia-Piccinini-Severini (a cura di), Trattato delle procedure concorsuali, Torino, 2010, 232, ove l’Autore nega sia che i creditori privilegiati possano essere soddisfatti con mezzi diversi dal denaro sia che il pagamento possa essere dilazionato.

<sup>92</sup> Tersilla, Soluzioni “consensuali” nei concordati: il prepackaged bankruptcy all’italiana, in Fall., 2011, 776 ss.; Nisivoccia, Le procedure diverse dal fallimento nel decreto correttivo, in Giur. comm., 2009, I, 110. In giurisprudenza, quest’orientamento è seguito da Trib. Roma 20 aprile 2010, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>93</sup> Proto, Le classi dei creditori nel concordato preventivo, Milano, 2010, 127.

che il debitore possa proporre ai “creditori” - tutti, non soltanto i chirografari – una soddisfazione dei “crediti” – anche qui, tutti - “attraverso qualsiasi forma” - ed all’art. 160, 2° co., l.fall., - che, come anticipato, prevede la possibilità di una soddisfazione non integrale -, impongono all’interprete di ritenere ammissibili, anche per i privilegiati, trattamenti soddisfattivi in forme diverse dal pagamento in denaro, ivi ricompresa, quindi, la attribuzione di azioni o quote per conversione. A tal riguardo, anche il termine “soddisfazione” in luogo di pagamento o adempimento<sup>94</sup>, rappresenta una chiara indicazione dell’intenzione del legislatore di prevedere una fattispecie differente da quella dell’esatto adempimento<sup>95</sup>; pertanto, il termine “soddisfazione” viene utilizzato per riferirsi a quei modi di estinzione dell’obbligazione diversi dall’adempimento<sup>96</sup>, il che comporta il potere del debitore di prevedere l’attribuzione (anche) ai creditori privilegiati di qualcosa di qualitativamente diverso dall’oggetto originario dell’obbligazione. E d’altronde, come opportunamente evidenziato, la legge impone al contenuto della proposta un limite non già di tipo qualitativo, bensì di tipo meramente quantitativo, ossia concernente il valore da corrispondere al creditore privilegiato<sup>97</sup>, per cui è lecita una modificazione qualitativa del credito privilegiato; in tal senso, la garanzia assolve meramente a “mezzo per quantificare un valore”<sup>98</sup>, posto che la disposizione - che prevede che il soddisfacimento non dev’essere inferiore al ricavato di una potenziale

---

<sup>94</sup> Per un approfondimento delle nozioni di adempimento e pagamento, cfr. Oppo, *Adempimento e liberalità*, Milano, 1947; di Majo, *Adempimento in generale*, in Scialoja-Branca (a cura di), *Commentario al codice civile*, Bologna-Roma, 1994; G. Cian, *Pagamento*, in *Dig. civ.*, XIII, Torino, 1995, 234 ss.; Natoli, *L’attuazione del rapporto obbligatorio. Il comportamento del debitore*, in Cicu-Messineo (già diretto da) e Mengoni (continuato da), *Tratt. dir. civ. e comm.*, Milano, 1984, 142 ss.

<sup>95</sup> Così, Benedetti, *Il trattamento dei creditori con diritti di prelazione nel nuovo concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 1066; nello stesso senso, Sandulli, art. 160, in Nigro-Sandulli (a cura di), *La riforma della legge fallimentare*, Torino, 2006, 985, secondo cui il termine “soddisfazione” non equivale ad adempimento bensì al contenuto dell’accordo proposto ed approvato dai creditori; d’altronde, si è osservato, per un verso, che, nonostante la promiscuità con cui i termini “pagamento” e “adempimento” sono utilizzati, non sempre l’adempimento di un obbligo consegue ad un pagamento; v. Nicolò, *Adempimento (voce)*, in *Enc. dir.*, I, Milano, 1958, 554 ss.; per un altro, che non è condivisibile quell’orientamento secondo cui i termini “soddisfazione” e “pagamento” sarebbero utilizzati nelle norme sul concordato come sinonimi; in argomento, cfr. Genoviva, *Questioni controverse in tema di concordato preventivo*, in *Fall.*, 2009, 1227; Proto, *Le classi*, cit., 126;

<sup>96</sup> Cfr., per tutti, Perlingieri, *Il fenomeno dell’estinzione nelle obbligazioni*, Napoli, 1995; ID., *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall’adempimento (artt. 1230-1259)*, in Scialoja-Branca (a cura di), *Commentario al codice civile*, Bologna-Roma, 1975, e ivi per ulteriori riferimenti di dottrina e giurisprudenza.

<sup>97</sup> Così, Benedetti, *Il trattamento dei creditori*, cit., 1065.

<sup>98</sup> Benedetti, *ult. op. cit.*, 1066.

liquidazione - utilizza il denaro non come mezzo necessario per la soddisfazione del creditore ma come mero riferimento quantificatore. E così, ove la proposta preveda una attribuzione di azioni o quote al creditore privilegiato, questi dovrà ricevere un numero di azioni o di quote del valore complessivo non inferiore a quanto otterrebbe dalla liquidazione del bene oggetto di garanzia; beninteso, qualora il creditore vanti un credito di 100 garantito da privilegio, che tuttavia, in base alle risultanze della relazione giurata ex art. 160, 2° co., l.fall., “copre” solo 80, ad esso dovrà essere attribuita una partecipazione sociale di valore pari o superiore a 80; viceversa, qualora il privilegio copra l’intero credito, al creditore dovranno essere attribuite azioni o quote per un valore pari a 100, conseguendo così non un pagamento integrale, bensì una soddisfazione integrale; su tale aspetto si tornerà. Invero, a fondamento di quanto detto vi è la considerazione che le azioni nonché le quote sono beni dotati di un concreto e determinabile valore. In secondo luogo, neppure è convincente il tentativo di giustificare la inammissibilità della conversione dei crediti privilegiati in azioni con la incompatibilità di detta operazione con la funzione della garanzia, giacché, se anche nel diritto concorsuale la funzione della garanzia è quella di creare a favore del creditore una riserva di utilità reale su un bene determinato del debitore<sup>99</sup>, di costituire, cioè, un “diritto al valore”, tale funzione risulta rispettata e, quindi, compatibile con qualunque forma di soddisfacimento del credito sotto il profilo qualitativo, purché realizzata con beni di valore pari al suo importo<sup>100</sup>; di tal che, poiché le azioni e le quote, si è detto, hanno sì un valore determinabile, non si scorgono ragioni valide concrete per escludere la configurabilità di un soddisfacimento del creditore privilegiato mediante la attribuzione di una partecipazione sociale, in luogo di un pagamento in denaro. Infine, non può condividersi l’affermazione che il creditore privilegiato è in assoluto privato del diritto di voto nel concordato<sup>101</sup>, giacché, come è noto, il creditore privilegiato

---

<sup>99</sup> Una ricostruzione in tal senso del contenuto dei diritti reali di garanzia è prospettata da Gabrielli, *Il pegno*, in Sacco (diretto da), *Tratt. dir. civ.*, V, Torino, 2005, 9 ss.

<sup>100</sup> Benedetti, *Il trattamento dei creditori*, cit., 1071.

<sup>101</sup> La tendenziale privazione del diritto di voto per i creditori privilegiati è imperniata, secondo l’orientamento maggioritario – già sostenuto in epoca risalente, da Bonelli, *Del fallimento*, III, cit., 81, il quale considerava il credito garantito fuori dal passivo ed il suo portatore fuori dalla massa - sulla indifferenza di tali creditori rispetto all’esito del concordato, giacché essi, dovendo essere soddisfatti appunto integralmente, non erano interessati ad esprimere il loro assenso (o dissenso) rispetto alla proposta; in tal senso, in luogo di altri, Ambrosini, *Il concordato preventivo e gli accordi*, cit., 47; Di Marzio, ‘Contratto’ e ‘deliberazione’, cit., 97; un diverso orientamento riconduceva la ratio della

recupera siffatto diritto, oltre che nell'ipotesi in cui rinunci sua sponte al privilegio, non soltanto qualora la proposta preveda una soddisfazione non integrale ai sensi dell'art. 160, 2° co., l.fall. (art. 177, 3° co., l.fall.), ma altresì ogniqualvolta il creditore privilegiato non ottenga un pagamento integrale (art. 177, 2° co., l.fall.). A ben guardare, pur non volendo in questa sede esaminare la disciplina della approvazione del concordato, non ci si può esimere dal rilevare che invero il 2° ed il 3° comma dell'art. 177 l.fall. disciplinano fattispecie differenti, che “non sono affatto sovrapponibili, disciplinando il primo le condizioni per l'ammissione al voto, e il secondo il trattamento dei prelazionari solo parzialmente soddisfatti”<sup>102</sup>; orbene, a parere di chi scrive, la possibilità che ai privilegiati sia proposta una “soddisfazione” (integrale o meno, ciò non è ora rilevante, posto che la “integralità” dipende esclusivamente dal quantum che viene assegnato al creditore) in luogo del “pagamento” – alla luce della summenzionata differenza tra i due concetti -, e che, tale modifica qualitativa sia ex lege compensata dal recupero del diritto di voto in capo al privilegiato qualitativamente falciato<sup>103</sup>, deriva proprio dall'art. 177, 2° co., l.fall. Difatti, tale norma, letta a contrario, attribuisce il diritto di voto ai creditori chirografari, tutti, indipendentemente dalla misura di soddisfazione e, in secondo luogo, ai creditori privilegiati non destinatari di un pagamento integrale<sup>104</sup>; ne consegue che il diritto di voto spetti a quei creditori privilegiati che, pur conseguendo una soddisfazione integrale - rappresentata, nel caso specifico, da un numero di

---

esclusione dal voto per i privilegiati non alla mancanza di interesse bensì, a contrario, all'eccesso di interesse, giacché costoro, in virtù della soddisfazione integrale loro riservata dal concordato, hanno un fortissimo interesse a che il concordato venga approvato; così, per tutti, Bonsignori, *Del concordato*, cit., 364; Pajardi, *Manuale di diritto*, cit., 540. A ben vedere, questa seconda tesi poteva risultare condivisibile nel vigore della legge fallimentare del 1942, ove il privilegiato aveva diritto, a prescindere dal valore effettivo della garanzia, ad un pagamento integrale che, viceversa, non avrebbe ricevuto in sede di liquidazione fallimentare, qualora detto valore si fosse depauperato.

<sup>102</sup> Trib. Pescara 16 ottobre 2008, cit.

<sup>103</sup> Al riguardo, si precisa che la legittimazione al voto per il creditore privilegiato che subisce una falcidia qualitativa deriva direttamente dalla legge, in particolare, dall'art. 177, 2° co., l.fall. e non costituisce il frutto di un accordo con il debitore né tanto meno una sua imposizione; difatti, come opportunamente rilevato da Censoni, *I diritti di prelazione*, cit., 38 ss., non è possibile che il debitore offra o imponga al privilegiato il diritto di voto in cambio di una diversa o inferiore soddisfazione. Il diritto di voto è e deve rimanere liberamente esercitabile dal creditore, mentre non è disponibile dal debitore: esso lo si acquista rinunciando alla causa di prelazione ovvero nelle ipotesi esaminate nel presente lavoro, ma certamente non può essere coattivamente attribuito al creditore dal proponente; così, Di Marzio, *‘Contratto’ e ‘deliberazione’*, cit., 99.

<sup>104</sup> In tal senso, in dottrina, v. Filocamo, art. 177, cit., 2013 ss.; Benedetti, *Il trattamento dei creditori*, cit., 1074. In senso conforme, sebbene poi giunga a conclusioni differenti, Censoni, *I diritti di prelazione*, cit., 39 ss. In giurisprudenza, Trib. Pescara 16 ottobre 2008, cit., e, di recente, Trib. Torre Annunziata 29 luglio 2016, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

azioni o di quote di valore pari o persino superiore al valore della garanzia - non ricevono un pagamento (in denaro, quindi) integrale; anzi, non ricevono affatto alcun pagamento, giacché la soddisfazione delle loro pretese è attuata mediante attribuzione di azioni o quote. In altri termini, è corretto affermare che ogniqualvolta il diritto di tali creditori venga inciso dalla proposta concordataria, e ciò sul piano non solo quantitativo ma anche qualitativo o temporale – e su quest’ultimo profilo, si rinvia alle osservazioni dianzi compiute -, deve loro riconoscersi la legittimazione al voto, giacché non è possibile alterare il contenuto del diritto di credito senza il consenso del suo titolare<sup>105</sup>.

In conclusione, deve ritenersi che, per un verso, la previsione di trattamenti soddisfattivi in forme diverse dal pagamento in denaro, ivi ricompresa, quindi, la attribuzione di azioni o quote per conversione, non comporti la inammissibilità della proposta ma faccia soltanto sorgere il diritto di voto in capo ai titolari di siffatti crediti<sup>106</sup> e che, per un altro, essa non incontri alcun limite al di fuori della necessità che al creditore privilegiato sia garantita una soddisfazione di valore almeno pari a quello del bene oggetto della garanzia.

5. La natura forzosa della conversione per i creditori di minoranza. Una riflessione sul concordato nelle società con soci illimitatamente responsabili.

Come precedentemente osservato, il soddisfacimento dei creditori mediante l’attribuzione a costoro di azioni o quote della società concordataria può costituire una fattispecie, forse atipica, di novazione oggettiva del rapporto creditizio, giacché esso realizza la estinzione della obbligazione originaria (il debito della società verso il creditore) ed, al contempo, la costituzione di un nuovo rapporto (quello di

---

<sup>105</sup> In giurisprudenza, quest’orientamento è seguito da Trib. Pescara 16 ottobre 2008, cit.; Trib. Catania 27 luglio 2008, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); da ultimo, Trib. Torre Annunziata 29 luglio 2016, cit.

<sup>106</sup> Così, di recente, Trib. Torre Annunziata 29 luglio 2016, cit.

partecipazione alla società, in qualità di socio)<sup>107</sup>. Al riguardo, è stato talora sostenuto che la approvazione di un concordato che preveda la attribuzione di azioni o quote ai creditori privilegiati – e invero vien da chiedersi perché la problematica sia stata esaminata con riferimento esclusivo ai creditori privilegiati e non anche ai chirografari, posto che anche per questi ultimi ha luogo una novazione - debba avvenire, non già secondo la consueta regola della maggioranza – sulla quale, v. infra -, bensì all'unanimità<sup>108</sup>; la ratio alla base di quest'impostazione risiede nella qualificazione dell'operazione come novazione – tesi, peraltro, neanche totalmente pacifica, come anzidetto -, la quale, ai sensi dell'art. 1230 c.c., impone la sussistenza del consenso o accordo di entrambe le parti del rapporto obbligatorio originario che, con la novazione, si estingue. La tesi invero non pare condivisibile, per una serie di ragioni. In primo luogo, essa comporterebbe un trattamento differente delle falcidie cc.dd. quantitative (per es. una dilazione ovvero una riduzione dei crediti), per le quali si ammette pacificamente che possano essere decise dalla maggioranza – e di quelle cc.dd. qualitative, come, appunto, la trasformazione della quota di capitale di credito in capitale di rischio<sup>109</sup>; non si vede, quindi, perché le seconde non possano essere imposte al singolo creditore che non le abbia individualmente accettate, posto che, nella legge fallimentare, non si rinviene alcuna norma, né in tema di proposta concordataria, né in tema di approvazione, che sottenda una simile discriminazione<sup>110</sup>. In secondo luogo, se la regola maggioritaria ha una sua ratio e una sua giustificazione - ma anche dei correttivi, posti a tutela proprio dei creditori di minoranza - nel contesto della procedura di concordato preventivo, si deve ritenere che essa trovi applicazione rispetto alla proposta qualunque sia il suo contenuto<sup>111</sup>. D'altronde, posto che nel concordato “il singolo creditore perde la sovranità piena sul suo credito ed entra a far parte di una collettività che decide a maggioranza sia sulla

---

<sup>107</sup> Per ulteriori considerazioni in merito, si rinvia a quanto argomentato nel paragrafo 1 e, specificamente, nelle note 18, 19 e 20.

<sup>108</sup> Di Marzio, *Il diritto negoziale delle crisi di impresa*, Milano, 2011, 215 ss.;

<sup>109</sup> In tal senso, v. Benedetti, *Il trattamento dei creditori*, cit., 1077.

<sup>110</sup> Giova segnalare altresì il sospetto paventato da qualche Autore - Norelli, *Il concordato fallimentare*, cit., 28 ss.; Lanfranchi, *Civile giurisdizione e procedure concorsuali*, in *Corr. giur.*, 2007, 879 - che la deliberazione a maggioranza sulla attribuzione di azioni o quote ai creditori violi la libertà di iniziativa economica dei dissenzienti, garantita dall'art. 41 Cost. Per ogni considerazione al riguardo, sia consentito rinviare a quanto detto nel primo capitolo del presente lavoro.

<sup>111</sup> Benedetti, *Il trattamento dei creditori*, cit., 1078. Nella giurisprudenza di merito, v. la recente pronuncia del Trib. Torre Annunziata, 29 luglio 2016, cit.

ristrutturazione sia sulle modalità dei crediti ristrutturati”<sup>112</sup>, si deve dedurre che la regola del consenso individuale richiesto dal diritto comune per la novazione oggettiva sia sostituita da quella del consenso espresso a maggioranza e che, pertanto, la votazione a maggioranza del concordato non contrasti con la regola di diritto comune che condiziona la novazione dell’obbligazione al consenso di entrambe le parti<sup>113</sup>. E, del resto, è ormai noto che la legge fallimentare, in seguito ai numerosissimi interventi, deroghi in più punti, talora esplicitamente, talaltra implicitamente, a taluni consolidati principi del diritto civile<sup>114</sup>, al punto tale da potersi affermare che è in atto un processo di “fallimentarizzazione del codice civile”<sup>115</sup>; pertanto, deve certamente escludersi che il concordato, sol perché preveda la commutazione di rapporto di credito in un rapporto di partecipazione, richieda l’approvazione dell’unanimità, in nome di principi privatistici che non possono più essere condivisi in un contesto di crisi. D’altronde, se questa tesi fosse corretta, dovrebbe essere posto in discussione l’intero sistema normativo che soggiace al concordato preventivo, atteso che - ove si prevede che la maggioranza o, meglio, come si dirà, il tribunale omologante, e, quindi, di fatto, un terzo, dispone dei diritti dei creditori dissenzienti – si deroga al principio cardine della autonomia privata secondo cui, ai sensi dell’art. 1372 c.c., nessuno può essere obbligato se non dalla propria volontà. In conclusione, si deve ribadire quanto affermato nel precedente capitolo, ossia che molti brocardi riassuntivi di capisaldi storici del diritto civile che sembravano intramontabili devono, ora, ritenersi superati o superabili in un contesto di insolvenza o anche di crisi. Di tal che, la volontà del creditore dissenziente ben potrà essere coartata, in nome di un interesse superiore, ossia, nel caso del concordato preventivo, dell’interesse al soddisfacimento dell’intero ceto creditorio e – può altresì ritenersi, non arditamente – in nome di una volontà superiore, ossia del tribunale che invero omologa il concordato, pur se nell’interesse dei creditori. Piuttosto, ciò che non è revocabile in dubbio, e su cui si discuterà ampiamente, è che ai creditori dissenzienti debbano essere assicurate adeguate forme di tutela contro abusi o comunque contro l’approvazione di concordati del tutto svantaggiosi.

---

<sup>112</sup> Presti, Rigore è quando arbitro fischia?, in Fall., allegato al fasc. 1/2009, 28 ss.

<sup>113</sup> Benedetti, Il trattamento dei creditori, cit., 1077

<sup>114</sup> Cfr. Spiotta, Legge fallimentare e codice civile: prove di dialogo – riflessioni sulle deroghe al codice civile contenute nella legge fallimentare, in Giur. it., 2016, IV, 1020 ss.

<sup>115</sup> L’espressione è di Spiotta, Legge fallimentare, cit., 1020.

Beninteso, deve ritenersi che tale modalità soddisfattiva intanto è possibile in quanto essa comunque non comporti in capo ai creditori – quanto meno a quelli non aderenti alla proposta - l'esecuzione di nuove prestazioni o l'erogazione di nuovi finanziamenti, giacché mai sarebbe possibile costringere i non assenzienti ad assumere obbligazioni personali; se ne deduce, allora, che la conversione del debito in capitale non potrebbe essere prevista in un concordato di una società di persone<sup>116</sup>. Al più, si potrebbe, non senza incertezza, ritenere ammissibile un concordato di una società personale con attribuzione di partecipazioni ai creditori, purché, sulla falsariga di quanto previsto dall'art. 2500 sexies, 1° co., ult. parte, c.c., nell'ambito della trasformazione regressiva<sup>117</sup> – che pure, come noto, è regolata dal principio maggioritario (per i soci) - vi sia il consenso dei creditori che, all'esito della trasformazione in soci, assumeranno la responsabilità illimitata. Una simile conclusione, per quanto, forse, intrigante, non sembra tuttavia percorribile. D'altronde, anche il tenore letterale dell'art. 160, 1° co., lett b), l.fall., sembra militare nel senso di circoscrivere alle società di capitali la attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori, giacché esso cita espressamente le “azioni” e le “quote” – riferendosi, probabilmente, alle quote di s.r.l. – ed, in secondo luogo, tutte (e soltanto!) le specifiche categorie di strumenti finanziari che possono emettere le società di capitali; in definitiva pare che tale elenco debba considerarsi esaustivo e non meramente esemplificativo, atteso che, ove il legislatore avesse voluto rendere tale modalità soddisfattiva applicabile all'intero genus societario, avrebbe utilizzato il generico termine “partecipazioni”. Per quanto concerne, invece, l'ipotesi che la società concordataria sia una s.a.p.a., deve comunque escludersi che ai creditori dissenzienti possa essere imposto l'acquisto dello stato di socio accomandatario,

---

<sup>116</sup> Tale era la conclusione ipotizzata altresì da Rocco, *Il concordato*, cit., 395; inoltre, l'assunzione della responsabilità illimitata in assenza di consenso costituisce altresì, come osservato nel precedente capitolo, a cui si rinvia, la motivazione per cui la giurisprudenza maggioritaria contestava la liceità delle clausole di continuazione obbligatorie ed automatiche.

<sup>117</sup> In argomento, cfr. Tassinari, *La trasformazione c.d. regressiva (da società di capitali in società di persone)*, in Maltoni-Tassinari (a cura di) e Laurini (diretto da), *La trasformazione delle società*, Milano, 2011, 174 ss.; Mosca, art. 2500-sexies c.c., in Bianchi (a cura di), *Trasformazione-Fusione-Scissione*, in Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, 236 ss.; Cabras, *Le trasformazioni*, in Colombo-Portale (diretto da), *Trattato delle s.p.a.*, VII, Torino, 1997, 138 ss.; Bonfante, art. 2500- sexies c.c., in Schlesinger (fondato da) e Busnelli (diretto da), *Il codice civile. Commentario*, Milano, 2010, 209 ss.; Cagnasso, art. 2500 sexies, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 2265 ss.; Patriarca, *Trasformazione regressiva e principio di maggioranza*, Padova, 1988, 71 ss.



attributivo, in quanto tale, non solo della responsabilità illimitata ma altresì della qualifica ex lege di amministratore.

## 6. Il principio di maggioranza nella approvazione del concordato: la ratio e i limiti.

Quando nel secolo scorso fu introdotto l'istituto del concordato preventivo, immediatamente la dottrina dell'epoca ne pose in rilievo le due peculiarità essenziali, ossia il fatto che esso fosse un concordato giudiziale e obbligatorio<sup>118</sup>; benvero, malgrado le numerose riforme e controriforme, che negli anni hanno novellato siffatto istituto, abbiano modificato profondamente entrambi i profili, ma soprattutto quello attinente al ruolo svolto dall'autorità giudiziaria, come si dirà, non può revocarsi in dubbio che "giudiziarità" ed "obbligatorietà" continuano a costituire tutt'ora i tratti qualificanti del concordato preventivo. Per quanto concerne il primo aspetto, benché quale sia la natura giuridica del concordato è stato oggetto di un mai sopito "dibattito ultrasecolare"<sup>119</sup> da parte della dottrina<sup>120</sup> e della giurisprudenza<sup>121</sup> -

---

<sup>118</sup> Per un'analisi dei due aspetti, si rinvia a Bolaffio, *Il concordato*, cit.; ulteriori considerazioni sulla obbligatorietà dei concordati in generale, v. Rocco, *Il concordato*, cit.

<sup>119</sup> L'espressione è di Azzaro, *Concordato preventivo, principio maggioritario e classi dei creditori*, in Di Marzio-Macario (a cura di), *Autonomia negoziale*, cit., 551.

<sup>120</sup> Per un panorama generale dei due orientamenti nel vigore della legge fallimentare del 1942, nonché per riferimenti sia di dottrina che di giurisprudenza, si rinvia a Lo Cascio, *Il concordato preventivo*, VII ed., cit., 193 ss.

Nel vigore del Codice del Commercio, concezioni contrattualistiche del concordato, pur con varie costruzioni e più o meno larga infiltrazione di elementi pubblicistici, erano accolte da Bolaffio, *Il concordato preventivo*, cit., 25, il quale riteneva il concordato un "contratto giudiziale"; Ascarelli, *Sulla natura dell'attività del giudice nell'omologazione del concordato*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1928, II, 223; Carnelutti, *Sui poteri del tribunale in sede di omologazione del concordato preventivo*, in *Riv. dir. proc.*, 1924, II, 61; Brunetti, *Diritto concorsuale*, 341, che lo definiva un "contratto sui generis"; nella legislazione del 1942, l'orientamento privatistico faceva capo essenzialmente a Ferrara, *Il fallimento*, Milano, 1995, 164 ss.; ex multis, poi, v. Satta, *Diritto fallimentare*, Padova, 1990, 360 ss.. Di recente hanno sostenuto la tesi contrattualistica: ex multis, Galgano, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007, passim; Azzaro, *Concordato preventivo e autonomia privata*, in *Fall.*, 2007, 1267 ss.; Fabiani, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009, 67 ss.

La tesi pubblicistica fu sostenuta, nel vigore del Codice del Commercio, da Bonelli, *Del fallimento: commento al codice di commercio*, Milano, 1938, 434 ss.; con l'introduzione della legge fallimentare del 1942, l'orientamento pubblicistico faceva capo a Provinciali, *Trattato di diritto fallimentare*,

e ne è prova la querelle tuttora vivida tra i fautori della tesi privatistico-contrattuale e i fautori di quella pubblicistico-processuale –, si può affermare con certezza che il concordato preventivo sia un concordato giudiziale; esso infatti non si esaurisce in un mero accordo tra debitore e creditori ma è caratterizzato dall'intervento dell'organo giurisdizionale e sfocia in un provvedimento avente carattere di giudicato e di efficacia nei confronti di tutti i creditori<sup>122</sup>. Per quanto concerne, invece, la obbligatorietà, è noto che il concordato preventivo (ma anche quello fallimentare), la cui approvazione è retta dal principio maggioritario, ha efficacia, una volta omologato, nei confronti di tutti i creditori, anche di coloro che non sono intervenuti nel relativo procedimento o che, intervenendo, si sono opposti; tale aspetto è rilevante giacché è ciò che differenzia il concordato preventivo dalle svariate forme di concordato stragiudiziale<sup>123</sup>, un tempo largamente adoperate per risolvere la crisi evitando la dichiarazione di fallimento, che, pur consentendo di addivenire al medesimo fine di evitare il fallimento, richiedevano l'assenso di tutti i creditori. Tale aspetto è pregnante, atteso che esso, come anche il concordato fallimentare, suo "gemello minore", ha efficacia erga omnes, nel senso che obbliga anche coloro che, pur essendo potenzialmente soggetti del rapporto concorsuale, sono rimasti - perché assenti, dissenzienti, astenuti, o, persino, perché ignoravano l'esistenza di detto

---

Milano, 1974, vol. III, 1783 ss. (per il concordato fallimentare), e vol. IV, 2207 ss. (per il concordato preventivo); tale indirizzo era poi sostenuto, tra gli altri, da Rago, *Il concordato preventivo dalla domanda all'omologazione*, Padova, 1998, 3 ss.; Tedeschi, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2001, 636 e 719 ss.

Rilevante la posizione di chi, come Jorio, *La crisi d'impresa*, in *Il fallimento*, Milano, 2000, 716 ss., ritiene tali e tante le peculiarità dell'istituto che sia impossibile una adesione all'una ovvero all'altra teoria.

<sup>121</sup> Con riferimento al concordato preventivo nella legge fallimentare del 1942, la giurisprudenza in un primo momento si era manifestata favorevole alla tesi contrattualistica del concordato, definendolo un "regolamento amichevole di dissesto commerciale del debitore" oppure "un contratto che intercorre tra l'assemblea dei creditori e il fallito"; v. Cass. 20 luglio 1954, n. 2593, in *Giust. civ.*, 1954, 1798; Trib. Roma, 18 aprile 1956, in *Dir. fall.*, 1956, II, 364; App. Roma, 9 marzo 1959, in *Dir. fall.*, 1959, II, 208, con nota di Provinciali. In un secondo momento, aderì alla tesi pubblicistica; v. Cass. 1 aprile 1960, n. 723, in *Giust. civ.*, 1960, I, 1142; Cass. 26 ottobre 1961, n. 2405, in *Foro it.*, 1961, I, c. 1602; Cass. 10 giugno 1964, n. 1441, in *Foro it.*, 1964, I, c. 1121; Cass. 2 luglio 1965, n. 1373, in *Dir. fall.*, 1965, II, 529.

<sup>122</sup> Lo Cascio, *Il concordato preventivo*, IV ed., cit., 120.

<sup>123</sup> Per approfondire la figura del concordato stragiudiziale, cfr., in vario senso, Frascaroli Santi, *Il concordato stragiudiziale*, Padova, 1984; Pazzaglia, *Soluzioni concordatarie e soddisfacimento extraconcorsuale del creditore*, in *Dir. fall.*, 1992, I, 551 ss.; Provinciali, *Concordato stragiudiziale*, in *Noviss. Dig. it.*, III, Torino, 1959, 987 ss.; Montesano, *Il concordato stragiudiziale*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1974, I, 480 ss.; Bolaffio, *Sul c.d. concordato stragiudiziale*, in *Giur. it.*, 1932, I c. 369.

procedimento – estranei alla pronuncia relativa<sup>124</sup>. Così, gli effetti della falcidia concordataria, ivi compresi quelli della novazione del rapporto obbligatorio, derivanti dal decreto di omologazione operano nei confronti di tutti i creditori<sup>125</sup>; è per questo che il concordato è definito un concordato c.d. di maggioranza, nel senso che l’adesione manifestata da una qualificata maggioranza prevale ed esplica tutti i suoi effetti giuridici anche nei confronti dei dissenzienti<sup>126</sup>.

Per quanto concerne siffatta inevitabile “tirannia democratica” della maggioranza nei confronti della minoranza, la dottrina del secolo scorso, tentando più volte di giustificare, con svariate teorie, la operatività del principio di maggioranza nelle deliberazioni dei creditori sulla proposta di concordato preventivo e fallimentare (e, in passato, di amministrazione controllata)<sup>127</sup>, è giunta a ritenere che, per una serie di motivi, essa certamente non può essere riconducibile al diritto dei contratti. E’ noto infatti che l’operatività del principio maggioritario ex se è, nella prospettiva giusprivatistica, subordinato alla esistenza di una omogeneità di interessi fra i votanti; solo in questo caso, infatti, la decisione maggioritaria produce lo stesso effetto per tutti i votanti, per cui rispetto ad essa esiste un rapporto di strumentalità fra gli interessi dei votanti e, dunque, un loro interesse comune che legittima la soggezione della minoranza dissenziente alla volontà maggioritaria<sup>128</sup>. Del resto,

---

<sup>124</sup> Lo Cascio, *Il concordato preventivo*, IV ed., cit., 121.

<sup>125</sup> Cass. 14 luglio 1965, n. 1491, in *Dir. fall.*, 1965, II, 538.

<sup>126</sup> Lo Cascio, *Il concordato preventivo*, IV ed., cit., 121.

<sup>127</sup> L’opera di maggior pregio, anche per riferimenti nella dottrina straniera, è quella di Sacchi, *Il principio di maggioranza*, cit.; cfr. altresì Dimundo, *La deliberazione dei creditori*, in *Fall.*, 1992, 272 ss.; Galgano, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Padova, 1960, passim; Rocco, *Il concordato*, cit., 36 ss.

<sup>128</sup> Così, di recente, Sacchi, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Fall.*, 2009, 1066; ID., *Il conflitto di interessi dei creditori nel concordato*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014, 3131 ss. D’altronde, uno dei principi cardine della autonomia privata consiste in ciò, che nessuno può essere obbligato se non dalla propria volontà; invero tale principio subisce una vistosa deroga nelle delibere approvate a maggioranza, in quanto i componenti della minoranza sono vincolati da una volontà manifestata unilateralmente da altri soggetti, gli appartenenti alla maggioranza, e ciò, in assenza o addirittura in contrasto con la volontà manifestata dagli appartenenti alla minoranza; tale deroga è, però, giustificata dalla esistenza di una omogeneità di interessi fra i votanti, la quale sottende che la decisione assunta dalla maggioranza non possa ledere la minoranza, in quanto, appunto, contraddistinta da interessi omogenei; cfr. Sacchi, *Il principio di maggioranza*, cit., passim e spec. 1 e 300 ss.; nonché D’Alessandro, *Le crisi*, cit., 336 e 341. Sul principio maggioritario in genere, cfr. Galgano, *La forza del numero*, cit.; Bianca, *Le autorità private*, Napoli, 1997; Ruffini, *Il principio maggioritario*, Milano, 1976; sul principio di maggioranza nel diritto societario, cfr. Venditti, *Collegialità e maggioranza nelle società di persone*, Napoli, 1955; Serra, *Unanimità e maggioranza nelle società di persone*, Milano, 1980; sul principio di maggioranza nelle procedure concorsuali, cfr. d’Alessandro, *Sui poteri della maggioranza del ceto creditorio e su*

sulla base di quanto afferma la teoria contrattualistica, la esistenza di una comunione di interessi tra i partecipanti varrebbe a giustificare la applicazione del principio maggioritario, allorquando il concordato “così come votato dalla maggioranza dei creditori, risponda a tale interesse comune, e quindi svolga la funzione tipica ad esso assegnata dalla legge”<sup>129</sup>. In realtà, al di fuori del generico obiettivo rappresentato dalla massima valorizzazione del patrimonio del loro comune debitore<sup>130</sup>, una omogeneità di interessi tra creditori non pare ravvisabile all’interno di un concordato<sup>131</sup>.

Al riguardo, nel tentativo di individuare una qualche identità di interessi fra creditori di un medesimo debitore, la dottrina è giunta ad affermare che invero le relazioni intercorrenti tra gli interessi dei creditori di uno stesso debitore non permangono immutate nel tempo, ma variano a seconda che il debitore sia o meno in grado di pagare tutti i propri creditori integralmente e regolarmente<sup>132</sup>. E difatti, fin quando il patrimonio del debitore è in grado di soddisfare tutte le pretese dei creditori, il soddisfacimento del credito di un creditore è ininfluenza rispetto al soddisfacimento di crediti altrui, al punto che si può affermare che vi sia un rapporto di indifferenza tra gli interessi dei diversi creditori<sup>133</sup>. Al contrario, tale rapporto di indifferenza si tramuta inevitabilmente in un rapporto di interferenza<sup>134</sup>, allorquando, da un lato, il debitore comune non sia più in grado di soddisfare integralmente e regolarmente tutti i suoi creditori e, dall’altro, il patrimonio divenga oggetto di aspettative collettive, delle quali non possono più disporre i singoli, attesa la apertura del procedimento concorsuale concordatario, ed i beni, dunque, divengano insufficienti a soddisfare

---

alcuni loro limiti, già in Fall., 1990, II, 189, ora in ID., Scritti di Floriano d’Alessandro, II, Milano, 1997, 909, nonché Frascaroli Santi, L’adunanza dei creditori e la votazione nei provvedimenti concorsuali, Padova, 1989.

<sup>129</sup> Azzaro, Le funzioni del concordato preventivo, in Fall., 2007, 744 ss.;

<sup>130</sup> Così, pur giungendo a ritenere che “la comunanza di interessi fra i creditori, tuttavia, non è sufficiente a renderli un gruppo coeso”, Stanghellini, Le crisi di impresa, cit., 52.

Invero il “perseguimento del maggior grado di soddisfacimento possibile” è stato talora ritenuto un obiettivo comune della totalità dei creditori anche dalla giurisprudenza; v. Cass. 10 febbraio 2011, n. 3274, in Giur. comm., 2012, II, 276 ss.

<sup>131</sup> Sacchi, Il principio di maggioranza, cit., passim; conforme Stanghellini, Le crisi di impresa, cit., 224 ss.

<sup>132</sup> Sacchi, Il principio di maggioranza, cit., 235 ss.

<sup>133</sup> Cfr. Jaeger, L’interesse sociale, Milano, 1964, 7 ss.

<sup>134</sup> Sacchi, Il principio di maggioranza, cit., 236.

l'intero passivo<sup>135</sup>. In definitiva, si può affermare che, tra i creditori di un medesimo debitore in crisi, potrà esservi – si è detto - indifferenza ovvero interferenza, ma non identità di interessi; e ciò, giacché, spesso, i creditori sono titolari di crediti con differenti caratteristiche giuridico-formali, quanto alla loro certezza, liquidità, esigibilità ed ammontare degli eventuali interessi<sup>136</sup>. Pertanto, l'interesse di ciascun creditore è quello di realizzare la sua pretesa obbligatoria nella misura più elevata possibile, senza mai porsi in un rapporto di strumentalità con tutti gli altri; se ciò è vero per quanto riguarda i creditori chirografari, ancor più lo è, se si considera che una parte spesso cospicua dei crediti è di natura privilegiata – sull'argomento si tornerà nel prosieguo del capitolo - ; anzi, nell'ordinamento italiano i privilegi sono così numerosi e diffusi da assorbire, nella maggior parte dei casi, l'intero valore del patrimonio del debitore<sup>137</sup>. E così, molto probabilmente, mentre ai creditori con garanzia su un bene specifico interesserà la pronta liquidazione dello stesso, i creditori non garantiti preferiranno la massima valorizzazione dell'intero patrimonio e, ancora, ai fornitori potrà interessare la prosecuzione dei rapporti con l'impresa, altresì votando per una conversione dei loro crediti in quote di capitale, soluzione che, per contro, difficilmente verrebbe avallata dai creditori cc.dd. finanziari. Ma, a ben vedere, la disomogeneità concerne non soltanto i crediti nella loro oggettiva strutturazione, ma altresì i creditori, per quanto attiene al loro profilo psicologico e personale; difatti, la volontà di approvare o meno una proposta concordataria ben può dipendere da fattori del tutto estranei alla natura o tipologia del credito e, viceversa, legati a vicende o prospettive di carattere personale: e così, alcuni creditori respingeranno la proposta perché mossi dal desiderio di punire il debitore per un torto subito ovvero per la cattiva gestione imprenditoriale adottata; altri la

---

<sup>135</sup> Sacchi, *Il principio di maggioranza*, cit., 235 ss.; l'opinione, pur con riferimento alla disciplina attuale, è stata sostenuta di recente da Terranova, *Concordati*, cit., 198-199. Per approfondire il tema della interferenza e, dunque, del conflitto tra creditori, v. Sacchi, *Il conflitto di interessi*, cit., 3131 ss. In senso conforme, Cass. 10 febbraio 2011, n. 3274, in *Giust. civ.*, 2012, I, 516; la S.C. ritiene infatti che il singolo creditore sia legittimamente "homo homini lupus" nel senso che può valutare esclusivamente il proprio interesse e che, inoltre, il conflitto tra i creditori sia immanente nel sistema delle procedure concorsuali.

<sup>136</sup> Sacchi, *Il principio di maggioranza*, cit., 300

<sup>137</sup> Giustamente si afferma che i crediti dotati di una qualche prelazione, legale o volontaria, costituiscono la regola, mentre le pretese chirografarie rappresentano, ormai, l'eccezione; così, recentemente, in luogo di tanti, Terranova, *Concordati*, cit., 215. Per una completa disamina dei privilegi previsti dalla legislazione speciale, v. G. Tucci, *I privilegi*, in *Rescigno* (diretto da), *Tratt. dir. priv.*, XIX, Torino, 1997, 684 ss.; cfr., nel vigore del Codice di Commercio, Chironi, *Trattato dei privilegi, delle ipoteche e del pegno*, II, Torino, 1918.

approveranno poiché intenzionati ad intrattenere in futuro relazioni di affari col debitore ovvero poiché spinti da ragioni di amicizia o stima personale, e così via dicendo<sup>138</sup>. Pertanto, non può non condividersi quanto autorevolmente sostenuto da chi<sup>139</sup> definiva la omogeneità degli interessi dei creditori “non più di una finzione”, posto che, come già detto, non ha molto senso, oggi come ieri, attribuire la stessa posizione, anche dal punto di vista psicologico dei soggetti che li esprimono, agli interessi, per esempio, dei lavoratori, dei fornitori, delle banche, etc. In argomento, non si può fare a meno di evidenziare che il tema della (dis)omogeneità degli interessi è stato affrontato esplicitamente dal legislatore con riferimento alla possibilità che la proposta concordataria preveda la suddivisione dei creditori in classi<sup>140</sup>; è infatti previsto, sia dall’art. 124 l.fall. che dall’art. 160 l.fall., che queste debbano essere formate secondo “posizione giuridica e interessi economici omogenei”<sup>141</sup>. Del resto, un utilizzo adeguato dello strumento delle classi, al fine di garantire l’omogeneità fra gli interessi tipici dei creditori votanti e giustificare in tal modo la soggezione della minoranza dissenziente alla maggioranza, riveste un’importanza tale che qualche Autore<sup>142</sup>, in maniera ardita ma non erronea, è giunto ad affermare la obbligatorietà delle classi, in presenza di interessi troppo eterogenei.

---

<sup>138</sup> In tal senso, Terranova, *Conflitti di interesse*, cit., 172-173.

<sup>139</sup> Jaeger, *Crisi delle imprese e poteri del giudice*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 875.

<sup>140</sup> Sul tema delle classi nel concordato, sotto diversi profili, cfr., senza pretesa di completezza, De Cicco, *Le classi di creditori nel concordato preventivo. Appunti sulla par condicio creditorum*, Napoli, 2007; ID., *Concordato preventivo e classi di creditori: dalla postergazione alla predeuzione*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 257 ss.; Sciuto, *La classificazione dei creditori*, cit., 566 ss.; Marrollo, *Le classi di creditori nel concordato preventivo alla luce del d.lgs. 12 settembre 2007, n. 169*. In *Fall.*, 2008, 1460 ss.; Fabiani, *Brevi riflessioni su omogeneità degli interessi ed obbligatorietà delle classi nei concordati*, ivi, 2009, 437 ss.; Panzani, *Classi di creditori nel concordato preventivo e crediti postergati dei così di società di capitali*, ivi, 2009, 800 ss.; Racugno, *Concordato preventivo: il trattamento dei creditori*, in *Dir. fall.*, 2009, I, 781 ss.; Guerrera, *Struttura finanziaria*, cit., 707 ss.; Nardecchia, *Le classi e la tutela dei creditori nel concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 80 ss.; Bertacchini, *Clausole generali e autonomia negoziale nella crisi d’impresa*, in *Contr. e impr.*, 2011, 3, 687 ss.

<sup>141</sup> Così, Sacchi, *Il conflitto di interessi*, cit., 3141.

<sup>142</sup> Sacchi, *Concordato preventivo, conflitti di interessi fra creditori e sindacato dell’autorità giudiziaria*, in *Fall.*, 2009, 1 e 30 ss. e ID., *Dai soci di minoranza*, cit., 1063 ss.; per la compiuta formulazione della tesi, v. Fabiani, *Contratto e processo*, cit., passim; della medesima opinione altresì Presti, *Rigore*, cit., 29. Contra, Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 225, e ID., *Creditori forti*, cit., 386, il quale ritiene la formazione obbligatoria delle classi auspicabile de jure condendo, ma non imposta dall’attuale diritto positivo. Nel senso, invece, di ritenere la ripartizione in classi dei creditori una mera facoltà, v. Sciuto, *La classificazione dei creditori*, cit., 581; Bozza, *La facoltatività della formazione delle classi nel concordato preventivo*, in *Fall.*, 2009, 424 ss.; Calandra Buonauro, *Disomogeneità di interessi dei creditori chirografari e valutazione di convenienza del concordato*, in *Giur. comm.*, 2012, II, 18 ss.

Benvero, in virtù di siffatta eterogeneità fra interessi, non esiste di per sè, benché non è detto che non possa in qualche pur raro caso esistere, un rapporto di strumentalità fra gli interessi stessi rispetto alla deliberazione sulla proposta di concordato, sia preventivo che fallimentare; anzi, è la stessa articolazione del passivo che confligge con l'idea di una comunione di interessi o, addirittura, di diritti; è noto che ogni categoria di creditori tira acqua al proprio mulino e non tollera di essere messa sullo stesso piano di altri creditori, a fortiori se appartenenti ad una classe diversa<sup>143</sup>. Di tal che, la irragionevolezza della presunzione che ciò che hanno deciso i più rispecchi l'interesse di tutti gli altri e, di conseguenza, la necessità che – pur nell'ottica della privatizzazione del concordato preventivo<sup>144</sup> e della c.d. autotutela dei creditori – vi sia un controllo esterno su quanto deciso dai creditori.

Al riguardo, neppure convincente è il tentativo di ricollegare l'operatività del principio maggioritario per i creditori nel concordato a quello adottato dai soci nelle deliberazioni assembleari nelle società di capitali<sup>145</sup>, giacché, nella collettività dei creditori concorsuali nell'ambito del concordato manca una manifestazione della volontà dei singoli creditori di entrare a far parte della collettività stessa<sup>146</sup>,

---

La tesi della obbligatorietà delle classi è stata peraltro contestata dalla giurisprudenza di legittimità; v. Cass., 10 febbraio 2011, n. 3274, in *Giur. comm.*, 2012, II, 276 ss., con nota di Fabiani, *La ricerca di una tutela per i creditori di minoranza nel concordato fallimentare e preventivo, nonché in Giust. civ.*, 2012, I, 516; e in *Foro it.*, 2011, I, 2095, con nota di Perrino. Per un'analisi critica della sentenza, v. altresì Sacchi, *Il confitto di interessi*, cit., 3147 ss.

<sup>143</sup> Terranova, *Concordati*, cit., 199.

<sup>144</sup> Su tale fenomeno, in dottrina, v., senza pretesa di completezza ed in luogo di tanti, Nigro, "Privatizzazione" delle procedure concorsuali e ruolo delle banche, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2006, I, 368 ss.; Di Marzio, *Il diritto negoziale*, cit., 3 e 42 ss.; in generale tutti gli scritti contenuti in Di Marzio-Macario (a cura di), *Autonomia negoziale*, cit., 233 ss.; Guerrera, *Le soluzioni concordatarie*, cit., 133 ss.; Libonati, *Crisi societarie e governo dei creditori*, in *Dir. giur.*, 2007, 10 ss.; Portale, *Dalla "pietra del vituperio" alle nuove concezioni del fallimento e delle altre procedure concorsuali*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2010, I, 389 ss.; in giurisprudenza, parla esplicitamente di tale fenomeno, Cass. 15 settembre 2011, n. 18864, in *Corr. giur.*, 2012, 39 ss., con nota di Salvato, *Puntualizzazioni della Corte di cassazione sul potere di controllo del tribunale nel concordato preventivo*.

<sup>145</sup> Cfr., anche per riferimenti, Sacchi, *Il principio di maggioranza*, cit., 23 ss.

<sup>146</sup> Così, Sacchi, *Il principio di maggioranza*, cit., 23 ss.; di recente, Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 222 ss.; nel vigore del codice del commercio, Ferrara, *Il fallimento*, cit., 147 e 567, rilevava la mancanza di un'associazione volontaria fra i creditori nel concordato, osservando che, di conseguenza, il potere della maggioranza non si potesse ricollegare alla volontà degli appartenenti alla collettività dei creditori. Inoltre, pur volendo aderire alla tesi, peraltro forzata, sostenuta da Bonelli-Andrioli, *Del fallimento*, III, Milano, 1939, 136, secondo cui, nel fallimento, la domanda di ammissione al passivo costituisce una manifestazione della volontà di entrare a far parte della collettività dei creditori e di sottomettersi ai voleri della maggioranza, tale tesi non permetterebbe di spiegare l'operatività del principio maggioritario nel concordato preventivo ove non è prevista la presentazione di domande di ammissione al passivo da parte dei creditori.

manifestazione che, invece, in tema di società, va ricondotta alla originaria adesione alla società<sup>147</sup>. Anzi, come affermato anche dalla S.C., l'organo formato dalle persone dei creditori si rivela essere "costituito in corpo deliberante in modo del tutto casuale e involontario così che non è avvinto da alcun patto che comporti, in una qualche occasione, la necessità di valutare un interesse comune trascendente quello dei singoli"<sup>148</sup>. A ciò si può inoltre aggiungere che i rimedi tipicamente societari quali il conflitto di interessi, l'abuso di maggioranza<sup>149</sup>, etc., appaiono complessi e difficili da gestire in un contesto di crisi nel quale si richiedono decisioni rapide e definitive.

7. La natura parzialmente vincolante della approvazione e la "giustificazione" del tribunale omologante.

Le considerazioni sinora svolte in merito alla approvazione del concordato indurrebbero, di prima acchito, ad affermare che i creditori dissenzienti - o, meglio, non aderenti alla proposta concordataria - debbano subire la legge imposta dalla maggioranza; a ben guardare, così non è; così come, non pare corretto affermare che il legislatore, prevedendo che la maggioranza dei creditori possa disporre dei diritti della totalità dei creditori, abbia inteso legittimare una sorta di contratto in sfavore del terzo<sup>150</sup>; al contrario, si deve ritenere che la compressione dei diritti dei creditori

---

<sup>147</sup> Cfr. Venditti, Collegialità e maggioranza, cit., 92 ss., e, ancora, Sacchi, Il principio di maggioranza, cit., 22 ss.

<sup>148</sup> Cfr. Cass. 10 febbraio 2011, n. 3274, in Giust. civ., cit., 516.

<sup>149</sup> Cfr., in proposito, i fondamentali contributi di Ascarelli, Sui poteri della maggioranza, cit., 99; ID., Interesse sociale, cit., 147 ss.; Gambino, Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni, Milano, 1987, 271 ss.; Cassottana, L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare, Milano, 1991, 24 ss.; Preite, Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni, in Colombo-Portale (diretto da), Trattato delle s.p.a., III, Torino, 1993, 86 ss.; Guerrera, Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare, in Riv. soc., 2002, 215 ss.; d'Alessandro, Il conflitto di interessi nei rapporti fra socio e società, in Giur. comm., 2007, I, 5 ss.

<sup>150</sup> Della medesima opinione è Terranova, Concordati, cit., 195-196. In dottrina, si è talora ritenuto che siffatta operazione concretasse un contratto "a sfavore di terzi"; cfr. Spiotta, Legge fallimentare, cit., 1021; sulla problematica del contratto a sfavore del terzo, v., per tutti, Messineo, Contratto nei rapporti col terzo (voce), in Enc. dir., X, Milano, 1962, 196 ss.



e, nello specifico, la novazione oggettiva del rapporto creditorio, vengono prodotte non già dalla maggioranza che approva il concordato – approvazione, peraltro, destinata ad essere posta nel nulla, ove il tribunale non ritenga di omologare il concordato - ma dalla procedura; in altri termini, è la legge che regola il concorso a giustificare il sacrificio che viene imposto alla minoranza<sup>151</sup>, la quale, al verificarsi di determinate condizioni – la regolarità della procedura, la fattibilità della proposta e la convenienza della stessa per il ceto creditorio<sup>152</sup> -, può subire la decisione assunta dalla maggioranza e ratificata, all’esito di un più o meno approfondito esame, dalla omologazione del tribunale. Tale affermazione, del resto, impone di concordare con quanto sostenuto in passato da chi<sup>153</sup> affermava che il vincolo per i creditori dissenzienti intanto si spiegava in quanto era il giudice che li condannava ad acconsentire anch’essi alla convenzione e ad accordare le proroghe o le diminuzioni in essa contenute; e cioè, non era la maggioranza che imponeva il concordato alla minoranza ma la pronuncia giudiziale che, in forza dell’intervento omologante, poneva termine all’azione concorsuale, disponendo la modificazione dei diritti dei creditori. In altri termini, la approvazione da parte dei creditori può essere interpretata come una valutazione prima facie da parte dei diretti interessati, giacché i creditori, per un verso, sono in grado di apprezzare meglio d’ogni altro le condizioni patrimoniali del debitore e, soprattutto, la sua serietà e, per altro verso, costituiscono i destinatari della proposta, fermo restando che un giudizio più penetrante dovrà essere emesso dal giudice in sede di omologazione<sup>154</sup>. Beninteso, tale valutazione deve considerarsi preliminare ma “parzialmente vincolante”<sup>155</sup>; e difatti, da un lato, l’intervento del tribunale comunque non può supplire alla mancanza del consenso della maggioranza per cui, ove la maggioranza non sia raggiunta, l’iter concordatario inesorabilmente si arresta; dall’altro lato, il tribunale conserva tutt’ora il potere di non omologare il concordato nonostante il voto favorevole della maggioranza. In altri termini, poiché nel concordato non sussiste alcuna comunanza di interessi,

---

<sup>151</sup> Così, Terranova, *Concordati*, cit., 197.

<sup>152</sup> Chi è investito del potere-dovere di valutare siffatte condizioni sarà oggetto di analisi nel prosieguo del lavoro.

<sup>153</sup> Per tutti, Rocco, *Il concordato*, cit., 100 ss. nonché Bonelli-Andrioli, *Del fallimento*, cit., III, 134 ss.

<sup>154</sup> Terranova, *Conflitti di interesse e giudizio di merito nelle soluzioni concordate delle crisi di impresa*, in Fortunato-Giannelli-Guerrera-Perrino (a cura di), *La riforma*, cit., 193-194.

<sup>155</sup> Tale è ritenuta altresì da Sacchi, *Il principio di maggioranza*, cit., 325.

l'adozione del principio di maggioranza, da solo, non può giustificare la obbligatorietà degli effetti derivanti dal concordato nei confronti della totalità dei creditori; come autorevolmente affermato, “il principio di maggioranza può estendere il suo dominio soltanto fin dove giunge il confine dell’interesse comune”<sup>156</sup>. In tale ottica, sembra ancora corretto considerare l’approvazione della proposta di concordato da parte dei creditori una fase<sup>157</sup> della procedura concordataria, propedeutica, in ordine sia logico che cronologico, al provvedimento omologante del tribunale<sup>158</sup>; difatti, pur essendo il concordato preventivo un accordo fra il proponente – che, per quanto brevemente detto, non è necessariamente il debitore, giacché è possibile che la proposta venga formulata da un creditore concorrente, contro la volontà del debitore – ed i creditori (rectius: la maggioranza dei creditori)<sup>159</sup>, tale accordo si forma nel processo e non produce effetti senza l’intervento decisivo del tribunale, quale condizione di efficacia del medesimo, e questo, nell’interesse dell’intera massa creditoria, cioè anche di coloro che erano assenti o dissenzienti o che non abbiano potuto partecipare alla votazione<sup>160</sup>. Anzi, alla luce della mutata ampiezza del sindacato consentito al tribunale in sede di omologazione, come si dirà, risulta oggi più di ieri, corretto affermare che la votazione dei creditori rappresenti una garanzia per i creditori sulla realizzabilità e sulla bontà della proposta, garanzia che, però, verrà, in un certo senso, controllata dall’autorità giudiziaria in fase di omologazione. Invero, benché il giudizio del tribunale certamente tenga in debita considerazione gli interessi del ceto creditorio, il voto dei creditori è giustificato dalle conseguenze che derivano dal concordato - conseguenze che consistono nella modificazione delle caratteristiche giuridico-formali dei diritti di credito dei creditori<sup>161</sup> e, persino, nella conversione di un rapporto creditizio in un rapporto partecipativo al capitale di una società – ma

---

<sup>156</sup> D’Alessandro, Sui poteri della maggioranza, cit., 189.

<sup>157</sup> Cfr. Provinciali, Trattato, cit., III, 1783 ss.; Ragusa Maggiore, Diritto fallimentare, cit., II, 744 ss.

<sup>158</sup> Non è, invece, condivisibile, come già rilevato da Sacchi, Il principio di maggioranza, cit., 324-325, quanto affermato da Candian, Il processo di fallimento, cit., 177 e 186, secondo cui l’approvazione dei creditori costituirebbe un presupposto della sentenza (oggi decreto) del tribunale, avente valore meramente consultivo; del resto, l’effetto vincolante che la mancata approvazione da parte dei creditori svolge sulla stessa improseguibilità del procedimento consente di smentire una simile affermazione; così, Bonsignori, Del concordato preventivo, cit., 134.

<sup>159</sup> Gentili, Autonomia assistita, cit., 350, qualifica sostanzialmente il concordato come “un contratto fra un imprenditore e la maggioranza dei suoi creditori”.

<sup>160</sup> Censoni, Il concordato preventivo, in Jorio-Sassani (diretto da), Trattato, cit., 12.

<sup>161</sup> Sacchi, Il principio di maggioranza, cit., 325 ss.

soprattutto nella considerazione che il concordato preventivo, differentemente da altre procedure, è volto, in via primaria e diretta, a garantire il soddisfacimento delle pretese creditorie. Su questo aspetto si tornerà a brevissimo. Invece, ciò che bisogna porre in rilievo, è che il principio di maggioranza, con la annessa necessità di tutela dei dissenzienti, è stato e viene eccessivamente enfatizzato, laddove nella prassi riveste un ruolo molto più limitato di quanto a prima vista possa sembrare; e non tanto perché si tratta di una maggioranza fittizia<sup>162</sup>, quanto perché vi sono altre procedure – l’ovvio riferimento è ai concordati della liquidazione coatta amministrativa e dell’amministrazione straordinaria<sup>163</sup> – nelle quali non è

---

<sup>162</sup> Come noto, la riforma ha inciso notevolmente sull’approvazione del concordato, giacché è stata eliminata la c.d. doppia maggioranza, per numero (la maggioranza dei votanti) e per somma (i due terzi dei crediti ammessi al voto); per un approfondimento della previgente disciplina, cfr. i vari Autori già citati in nota 54. Oggi, a testimonianza del favor verso l’istituto concordatario, il concordato è approvato se riporta il voto favorevole dei creditori che rappresentano la maggioranza dei crediti ammessi al voto e, in caso di presenza di più classi, se tale maggioranza sussiste altresì nella maggioranza delle classi; a ciò si deve aggiungere che tale maggioranza è in realtà meramente apparente perché essa non rappresenta il risultato di una votazione che ha riguardato tutti i creditori, molti dei quali neanche sono identificati e ben determinati (e talora neppure informati della apertura del procedimento di concordato), attesa la mancanza di uno specifico procedimento di accertamento del passivo (come nel fallimento); e, del resto, già nel vigore della legge fallimentare del 1942, si affermava che nel concordato preventivo non vi fosse una verifica a carattere giurisdizionale destinata all’accertamento dell’esistenza e della natura delle obbligazioni concorsuali; così, in giurisprudenza, tra le altre, Cass. 17 giugno 1995, n. 6859, in Fall., 1996, 50; Cass. 24 giugno 1993, n. 7002, ivi 1993, 1237; Cass. 14 aprile 1993, n. 4446, ivi 1993, 1036, nonché in Giust. civ., 1993, I, 2061, con nota di Lo Cascio, L’accertamento e l’adempimento delle obbligazioni nel concordato preventivo; Cass. 27 febbraio 1989, n. 1050, in Fall., 1989, 1051; Cass. 12 novembre 1980, n. 6061, in Giust. civ. Rep., 1980, voce Fallimento n. 194; Cass. 18 dicembre 1978, n. 6042, in Foro it., 1980, I, c. 3073; Cass. 22 novembre 1976, n. 4383, in Giust. Civ., mass., 1976, 1813; Cass. 29 maggio 1976, n. 1939, in Dir. fall., 1976, II, 687 ed in Foro it., 1976, I, c. 2666; Cass. 22 novembre 1976, n. 4383, in Giust. civ., mass., 1976, 1813. In dottrina, tra gli altri, Bonsignori, Concordato preventivo, cit., 239; Fabiani, La tutela del creditore concorsuale non concorrente nel concordato preventivo, in Fall., 1994, 618 in nota a Trib. Piacenza 15 settembre 1993, ivi 1994, 615; Guglielmucci, L’accertamento del passivo nell’amministrazione controllata, nel concordato preventivo e nel concordato fallimentare, in Fall., 1990, 968; Pellegrino, L’accertamento del passivo nelle procedure concorsuali, Padova, 1992, 479 ss.; Provinciali, Trattato, cit., 2279.

E difatti, coerentemente con la assenza di detta verifica giurisdizionale, oggi l’art. 176, 1° co., l.fall., dispone che i provvedimenti di ammissione del giudice delegato hanno valore “ai soli fini del voto e del calcolo delle maggioranze, senza che ciò pregiudichi le pronunzie definitive sulla sussistenza dei crediti stessi”.

Tuttavia, i creditori che non abbiano esercitato il voto in occasione della adunanza dei creditori, hanno la possibilità di esprimerlo anche successivamente, purché entro venti giorni dalla chiusura del verbale dell’adunanza, così che, come osservato da Demarchi, art. 177, in Ambrosini-Demarchi, Il nuovo concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti, Milano, 2005, 131, ben potrà aversi “un’adunanza deserta e una maggioranza dei crediti raggiunta tutta tramite volontà espresse per corrispondenza”; a tal riguardo, è da accogliere con favore la novella introdotta dalla miniriforma del 2015 che ha abolito il principio del silenzio-assenso, peraltro introdotto appena tre anni prima dal d.l. 83/2012 conv. con l. agosto 2012 n.134.

<sup>163</sup> Cfr. Fimmanò, La ristrutturazione mediante concordato della grande impresa in amministrazione straordinaria, in Di Marzio-Macario (a cura di), Autonomia negoziale, cit., 621 ss.; Tomasso, Il concordato nella liquidazione coatta amministrativa e nell’amministrazione straordinaria dopo le

contemplata alcuna votazione dei creditori, fermo restando che costoro hanno il diritto di opporsi all'omologazione della proposta del commissario liquidatore o del commissario straordinario, qualora ritengano di subire un ingiusto pregiudizio<sup>164</sup>. Nelle summenzionate procedure non soltanto non vi è alcuna delibera a maggioranza, ma non vi è neppure alcun accordo; e, tuttavia, siffatti concordati vanno ad incidere sulle posizioni creditorie, imponendo ai creditori una novazione oggettiva, al pari di quanto avviene nel concordato preventivo<sup>165</sup>. Al riguardo, benché il tema sarà oggetto di analisi nel successivo capitolo, non può non rilevarsi che la medesima incisione dei diritti dei creditori – ivi inclusa la conversione forzosa del diritto di credito in quota di capitale – si verifica, e, per giunta, nella totale assenza di consenso da parte dei creditori, nel bail-in dell'impresa bancaria.

Al riguardo, si potrebbe, peraltro correttamente, obiettare che nei concordati di imprese sottoposte a liquidazione coatta ovvero amministrazione straordinaria sia presente uno specifico interesse pubblico - dovuto alla importanza che l'impresa presenta per la pubblica economia e che giustifica l'assoggettamento dell'impresa stessa a tale procedura – che travalica ogni interesse privato, come quello dei creditori<sup>166</sup>. Orbene, proprio perché nel concordato gli interessi dei creditori si reputano rilevanti, prioritari e, quindi, meritevoli di protezione, costoro, attraverso il diritto di voto – parzialmente vincolante, si è detto – vengono resi protagonisti della composizione della crisi.

Ciò posto, pur nella consapevolezza della specialità delle procedure summenzionate e dei differenti interessi prevalenti, si deve ritenere che, se è possibile l'imposizione di un sacrificio al creditore anche a prescindere da una decisione della maggioranza, ne consegue che non è tanto la forza della maggioranza a legittimare l'incisione del

---

riforme della legge fallimentare e la garanzia patrimoniale ex art. 2740 cc., in *Giur. comm.*, 2007, II, 448 ss.; Lascaro, *Il concordato nelle procedure concorsuali amministrative*, Padova, 2000, ove ulteriori riferimenti. Per la dottrina più risalente, v. Bonsignori, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, Padova, 1980; Rocco di Torrepadula, *Creditori e impresa nell'amministrazione straordinaria*, Padova, 1994. In giurisprudenza, cfr. Cass. 19 settembre 2006, n. 20259, in *Riv. dir. comm.*, 2007, II, 77 con nota di Serafini, *Nuove questioni in tema di concordato nella liquidazione coatta amministrativa*, nonché in *Giur. comm.*, 2007, II, 1171, con nota di Tomasso, cit.

<sup>164</sup> Terranova, *Conflitti di interesse*, cit., 212.

<sup>165</sup> Terranova, *ult. op. cit.*, 213.

<sup>166</sup> Per un approfondimento di tali considerazioni, sia consentito il rinvio a Sacchi, *Il principio di maggioranza*, cit., 333 ss.

diritto e, nel caso specifico, la conversione forzosa, quanto la intrinseca forza della procedura, nella quale la maggioranza è chiamata ad esprimersi<sup>167</sup>. Ovviamente siffatte considerazioni sarebbero erronee qualora si volesse interpretare l'istituto concordatario come un pura e semplice manifestazione dell'autonomia privata, fondata sul consenso maggioritario della collettività dei creditori; ma così non è, atteso il ruolo omologante del tribunale che, come anzidetto, perfeziona e rende efficace il concordato, dovendosi, invece, escludere che l'adozione del principio maggioritario nel concordato sia riconducibile ad un paradigma contrattuale-privatistico<sup>168</sup>.

Invero, l'adozione del principio maggioritario presenta l'indubbio vantaggio di poter regolare il concorso della totalità dei creditori (e non soltanto dei creditori aderenti, come avveniva nei concordati stragiudiziali), non ledendo neanche la *par condicio creditorum* - tema assai sentito in un non troppo lontano passato<sup>169</sup> -, che giocoforza risultava fortemente affievolita in quei concordati cc.dd. amichevoli che, stipulati soltanto con una parte dei creditori, di fatto finivano col riservare trattamenti diversi anche a creditori dello stesso rango; e difatti il pregio del principio di maggioranza risiede proprio nella eliminazione della necessità, che altrimenti sussisterebbe, del consenso individualmente espresso da tutti i creditori alla modificazione dei loro diritti di credito. In tale ottica, allora, la regola maggioritaria deve essere concepita, non come una deroga ai principi in materia di formazione del consenso, bensì come una "tecnica di soluzione di un problema concreto"<sup>170</sup>, atteso che siffatto principio

---

<sup>167</sup> A tale conclusione perviene Terranova, *Conflitti di interesse*, cit., 213 ss.

<sup>168</sup> In tal senso, riprendendo l'espressione utilizzata da Gentili, *Autonomia*, cit., 357, la forza omologante del tribunale configura "una sorta di autonomia assistita dei creditori interessati dalla proposta di concordato".

<sup>169</sup> La crisi del principio formale della *par condicio creditorum* costituisce un tema che già è stato segnalato dalla dottrina degli anni ottanta del secolo scorso; v. Colesanti, *Mito e realtà della "par condicio"*, in *Fall.*, 1984, 32 ss.; Jaeger, "Par condicio creditorum" in *Giur. comm.*, 1984, I, 88 ss.; Roppo, "Par condicio creditorum" sulla posizione e sul ruolo del principio di cui all'art. 2741 c.c., in *Riv. dir. comm.*, 1981, I, 305 ss.; Tarzia Gius., *Parità e discriminazioni tra i creditori nelle procedure concorsuali*, in *Fall.*, 1984, I, 153 ss.; Sacchi, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Milano, 1981, 14 ss.; di recente, Buonocore, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 570 ss., nell'ambito di un più ampio discorso sul principio di uguaglianza nel diritto commerciale.

Cfr. altresì, sotto il profilo privatistico, Schlesinger, *L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, in *Riv. dir. proc.*, 1995, 319 ss.; Monteleone, *Sullo 'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore'*, *ivi*, 1996, 275 ss.

<sup>170</sup> L'espressione è di Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 223. In generale, riconduceva l'adozione del principio maggioritario ad una scelta di politica legislativa Venditti, *Collegialità e maggioranze*,

“risolve un problema di azione collettiva, cioè la difficoltà di coordinamento tra i creditori tale da provocare comportamenti che, ancorché individualmente razionali, producono un assetto finale sub ottimale”<sup>171</sup>; in altri termini, lo scopo di detto principio è quello di facilitare l’adozione di decisioni che interessano una molteplicità di soggetti, i creditori, i quali talora potrebbero avere difficoltà nel comunicare tra loro e nel coordinarsi - presupponendo invero che la maggioranza che decide, decida bene, atteso che è quella che rischia di più<sup>172</sup> - e, al contempo, evitare che la volontà di una minoranza di creditori, magari non dissenziente ma soltanto disinteressata e inerte, ostacoli il perfezionamento dell’iter concordatario, pervenendo, così, ad una composizione della crisi societaria.

In definitiva, per quanto dianzi affermato, e come ben è stato posto in rilievo<sup>173</sup>, ancorché in relazione alla previgente normativa e, soprattutto, ad un potere/dovere del tribunale sensibilmente diverso, la tutela degli interessi dei creditori deve ritenersi sottratta alla piena libera disponibilità dei creditori medesimi, per essere invece affidata all’autorità giudiziaria che vi provvede attraverso il decreto di omologazione, giacché, sebbene i confini del sindacato del Tribunale – come è noto – abbiano subito una drastica compressione, è ancora attuale ritenere che il perfezionamento del procedimento concordatario sia dato e, quindi, discenda dalla omologazione del Tribunale.

A ben vedere, la necessità di un intervento esterno nonché *super partes*, nello specifico da parte dell’autorità giudiziaria, discende proprio dal fatto che il concordato, come è noto, e come del resto avveniva già nel vigore della precedente normativa codicistica, non è approvato dalla unanimità dei creditori, bensì, dalla maggioranza di essi.

Per ora, ciò che si deve porre in rilievo è che, in linea generale, se non fosse operato dal tribunale alcun controllo – sull’ampiezza del quale si discuterà ampiamente infra

---

cit., 22 e 24; secondo questo Autore, “l’affidare alla integrale concordia dei voleri individuali il processo di formazione della volontà del gruppo implica, fatalmente, l’interruzione infeconda di tale processo”; in altri termini, citando ancora le parole del medesimo A., il principio maggioritario consente di “ridurre al minimo le ipotesi di impossibilità della formazione della volontà collettiva”.

<sup>171</sup> Queste le parole di Presti, Rigore, cit., 28.

<sup>172</sup> Stanghellini, *Creditori ‘forti’*, cit., 381.

<sup>173</sup> Sacchi, *Il principio di maggioranza*, cit., 319

– , la maggioranza dei creditori potrebbe disporre delle aspettative nonché dei diritti altrui, eventualmente attraverso una decisione non già soltanto errata da un punto di vista economico-aziendalistico, ma anche al limite viziata da conflitto di interesse<sup>174</sup>; il potere tirannico della maggioranza, nell'ipotesi che qui si esamina, giungerebbe sino ad imporre ai creditori dissenzienti (rectius: non aderenti alla proposta) la novazione oggettiva del rapporto creditizio che scaturisce dalla trasformazione del loro credito in capitale di rischio, senza il loro consenso individuale<sup>175</sup> e, in ultima istanza, la assunzione forzosa della qualità di socio.

E' possibile, allora, concludere affermando che intanto il concordato può spiegare i suoi effetti nei confronti della totalità dei creditori, ivi inclusi gli assenti, i dissenzienti e gli astenuti, in quanto il tribunale, nell'interesse dei creditori e, in particolare, di quei creditori che hanno mostrato un attivismo ed un interessamento fattivo alla composizione della crisi, ne dispone l'omologazione, giustificando altresì la imposizione sulla minoranza delle scelte operate dalla maggioranza.

8. Il giudizio del tribunale tra valutazioni di fattibilità giuridica ed economica: i nuovi orizzonti della giurisprudenza di legittimità.

L'applicazione del principio maggioritario nell'approvazione del concordato e, soprattutto, la mancanza di una preventiva accettazione di detta regola da parte di creditori (come invece avviene nelle collettività societarie ove, si è detto, i soci hanno scelto di aderire ad un gruppo e di adottare la regola della maggioranza) richiedono che l'imposizione sulla minoranza della volontà della maggioranza sia mediata dall'intervento di un giudice<sup>176</sup>, il quale verifichi la correttezza del procedimento. Non è infatti revocabile in dubbio che ai creditori non consenzienti debba essere assicurata una qualche forma di protezione, a fortiori nell'attuale

---

<sup>174</sup> Galletti, art. 160, in Jorio (diretto da) e Fabiani (coordinato da), *Il nuovo diritto*, II, cit., 2278.

<sup>175</sup> Così, Stanghellini, art. 124, cit., 1961.

<sup>176</sup> Per tutti, Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 223.

regime normativo, basato, come è noto, su una accentuata privatizzazione del concordato che ha ridimensionato notevolmente i poteri del tribunale; orbene, oggi come ieri, il concordato preventivo è una procedura concorsuale che si svolge sotto l'egida del tribunale, il quale esercita le sue funzioni di controllo sia in sede di ammissione al concordato ex art. 162, 2° co., l.fall., sia nel corso della procedura ex art. 173 l.fall., sia in sede di omologazione ex art. 180 l.fall.; in quest'ottica, il tribunale rappresenta l'unica effettiva risorsa per riequilibrare la forza della maggioranza con i diritti lesi della minoranza<sup>177</sup>; ché sembra ancora corretto ritenere che la funzione omologatrice del tribunale costituisca “un elemento integratore del contratto giudiziale, un elemento essenziale perché l'accordo abbia effetto per tutti i creditori e quindi anche per la minoranza dei dissenzienti”<sup>178</sup>. Invero, è doveroso precisare, per quanto ben noto, che la riforma intervenuta negli anni 2005-2007 ha compresso sensibilmente i poteri/doveri del tribunale<sup>179</sup>, il quale, nel vigore della legge fallimentare del 1942, esercitava in sede di omologazione un controllo che

---

<sup>177</sup> Così, Fabiani, La ricerca di una tutela, cit., 229, citando Sacchi, Il principio di maggioranza, cit.

<sup>178</sup> Bolaffio, Il concordato, cit., 30-31.

<sup>179</sup> Numerosi nella dottrina sono gli Autori che hanno esaminato tale profilo; aldilà della corrente manualistica, e in luogo di altri, v. Sacchi, Concordato preventivo, conflitto d'interessi, cit., 30; Abete, Il ruolo del giudice ed i principio maggioritario nel novello concordato preventivo; brevi note, in Fall., 2008, 255 ss.; Bozza, Il sindacato del tribunale sulla fattibilità del concordato preventivo, in Fall., 2011, 182 ss.; Racugno, Gli obiettivi del concordato preventivo, lo stato di crisi e la fattibilità del piano, in Giur. comm., 2009, I, 889 ss.; Censoni, Autonomia negoziale e controllo giudiziale nel concordato preventivo, in Di Marzio-Macario (a cura di), Autonomia negoziale, cit., 493 ss.; Ambrosini, Controllo giudiziario sull'ammissibilità della domanda di concordato preventivo e sulla formazione delle classi, ivi, 525 ss.; ID., L'omologazione del concordato, in Dir. fall., 2014, I, 504 ss.; Rago, I poteri del tribunale sul controllo della fattibilità del concordato preventivo dopo il decreto correttivo, in Fall., 2008, 264 ss.; Macario, Nuovo concordato preventivo e (antiche) tecniche di controllo degli atti di autonomia: inammissibilità della proposta per mancanza di causa, nota a Trib. Roma 16 aprile 2008, in Dir. fall., 2008, II, 550 ss.; Fauceglia, Ancora sui poteri del tribunale per l'ammissibilità del concordato preventivo: errare è umano, perseverare diabolico, nota a Trib. Roma 24 aprile 2008, in Dir. fall., 2008, II, 573 ss.; ID., Ruolo del tribunale e concordato preventivo: quando la scelta risiede nel favorire la soluzione della crisi d'impresa, in Giur. it., 2011, 349 ss.; Jorio, Il controllo del tribunale in sede di ammissione alla procedura. Controllo di merito e di legittimità. La fattibilità del piano, in Jorio-Fabiani (diretto da), Il nuovo diritto fallimentare. Novità ed esperienze applicative a cinque anni dalla riforma, Bologna-Roma, 2010, 991 ss.; Pacchi, La valutazione del piano di concordato preventivo: i poteri del tribunale e la relazione del commissario giudiziale, in Dir. fall., 2011, I, 95 ss.; Patti, Il giudice nella crisi di impresa: le ragioni di una presenza, in Fall., 2011, 261 ss.; Piccinini, I poteri del tribunale nella fase di ammissione alla procedura di concordato preventivo dopo il 'decreto correttivo', in Dir. fall., 2008, II, 551 ss.; Rago, I poteri del tribunale sul controllo della fattibilità del piano nel concordato preventivo dopo il decreto correttivo, in Fall., 2008, 264 ss.; Vacchiano, I poteri di controllo del tribunale in sede di ammissione del debitore al concordato preventivo, in Fall., 2007, 1321 ss.; C. Ferri, Classi di creditori e poteri del giudice nel giudizio di omologazione del 'nuovo' concordato preventivo, in Giur. comm., 2006, I, 553 ss.; Jorio, Le soluzioni concordate della crisi dell'impresa tra 'privatizzazione' e tutela giudiziaria, in Fall., 2005, 1453 ss.; Galletti, Il nuovo concordato, cit., 906 ss.; Schiano di Pepe, Alcune considerazioni sui poteri dell'autorità giudiziaria con riguardo al concordato preventivo, in Dir. fall., 2010, II, 304 ss.



verteva sia sulla legalità che sul merito della proposta<sup>180</sup>; difatti, il giudizio del tribunale, oltre a concernere l'osservanza di tutte le norme inerenti la regolarità della procedura – tra le altre, la pubblicazione del decreto di ammissione, la convocazione dei creditori, la regolarità della votazione e del computo delle maggioranze<sup>181</sup> –, verteva altresì su tre punti essenziali; in primo luogo, il tribunale era chiamato a verificare il vantaggio economico del concordato per i creditori, tutti e non soltanto – come può avvenire oggi a talune condizioni, ma sul tema si tornerà infra – i creditori di minoranza che non avevano concorso ad approvare il concordato<sup>182</sup>; siffatta convenienza doveva essere valutata non soltanto attraverso il confronto tra l'esito del concordato ed il presumibile esito di un fallimento<sup>183</sup>, ma altresì considerando le attività esistenti e l'efficienza e la potenzialità dell'impresa<sup>184</sup> e, in generale, un complesso di dati di assai ardua valutazione, il che consentisse di vagliare se l'impresa poteva assicurare il pagamento di quanto promesso<sup>185</sup>. In secondo luogo, il tribunale era chiamato ad accertare la sicurezza delle garanzie offerte (nel concordato c.d. per garanzia) e la sufficienza dei beni (nel concordato c.d. con cessione dei beni) ai fini del pagamento dei crediti nella percentuale minima del quaranta per cento; tale

---

<sup>180</sup> Per tutti, Provinciali, Manuale, cit., 2112.

<sup>181</sup> Bonsignori, Del concordato, cit., 414 ss.; Provinciali, Manuale, cit., 2112; Rago, Il concordato, cit., 478 ss.; Satta, Diritto fallimentare, cit., 505; Ferrara-Borgioli, Il fallimento, cit., 215; Macri, Limiti del controllo del tribunale sull'esistenza e sulla natura dei crediti ammessi al voto nel concordato preventivo, in nota a App. Catania 7 marzo 1990, in Dir. fall., 1991, II, 362; nella giurisprudenza di legittimità, cfr. Cass. 6 settembre 1990, n. 9201, in Fall., 1991, 348.

<sup>182</sup> Tale profilo è evidenziato da Bonsignori, Del concordato, cit., 419-420, il quale rilevava che il tribunale dovesse non tutelare l'interesse della minoranza dei creditori, bensì “formulare autonomamente un giudizio di carattere economico, indifferentemente se la maggioranza o la minoranza dei creditori l'abbia espresso”, aggiungendo che il controllo di convenienza fosse necessario anche di fronte alla unanimità dei consensi dei creditori. Contra, Azzolina, Del fallimento, III, cit., 1549, il quale considerava il controllo del tribunale come limitato alla tutela della minoranza dei creditori dissenzienti; e in argomento cfr. altresì le lucide osservazioni di Ascarelli, Sulla natura dell'attività, cit., 229.

<sup>183</sup> Al riguardo, la Cassazione – Cass. 21 gennaio 1999, n. 531, in Fall., 1999, 1226 – aveva precisato che il giudizio sulla convenienza della proposta non potesse muovere da mere congetture, ma dovesse fondarsi su elementi concreti idonei a giustificare la presenza dei requisiti richiesti, tra i quali certamente il vantaggio per i creditori. In questo senso non sarebbe stato certamente idoneo un giudizio che si limitasse a registrare la possibilità che il fallimento non fosse “in grado di dare di più”.

<sup>184</sup> Provinciali, Manuale, cit., 2113; in giurisprudenza, v. il noto Trib. Parma 25 luglio 1968, in Dir. fall., 1968, II, 876 ss., nonché Trib. Bologna 1° giugno 1987, in Dir. fall., 1989, II, 165, con nota adesiva di Santi Frascaroli.

<sup>185</sup> Cfr. Ragusa Maggiore, Diritto fallimentare, II, cit., 1056 ss.; Bonsignori, Del concordato, cit., 416-417; per una disamina completa dei criteri elaborati dalla giurisprudenza nella formulazione del giudizio di convenienza, v. Lo Cascio, Il concordato, cit., IV ed., 646 ss.; ivi pure per riferimenti giurisprudenziali. Condivisibile risulta l'opinione di Pajardi, Manuale, cit., 836, secondo cui il tribunale, “costretto a ‘brancolare’ tra indizi, accertamenti sommari, indicazioni, circostanze e fatti sostanzialmente non verificati”, si trova a dover operare “una comparazione con una soluzione fallimentare che purtroppo va più intuita che diagnosticata.”

accertamento si sostanziava in una valutazione basata sugli ulteriori accertamenti che il commissario giudiziale svolgeva, tenuto anche conto dell'evoluzione subita dal patrimonio del debitore a seguito del decreto di ammissione<sup>186</sup>. A ben vedere, non sembra ardito paragonare il controllo della serietà delle garanzie all'odierno giudizio sulla fattibilità del concordato, giacché entrambi rilevano ai fini della esecuzione e del buon esito del concordato e, pertanto, differiscono dalla valutazione della convenienza – quanto meno quella per i creditori - che invece essenzialmente si sostanzia nell'accertare se la soluzione concordataria sia migliore rispetto al fallimento<sup>187</sup>. Infine, il tribunale era chiamato a valutare se il debitore potesse essere ritenuto meritevole del beneficio<sup>188</sup>. Benvero, siffatto triplice controllo di merito – in ordine, si è detto, alla fattibilità, alla convenienza ed alla meritevolezza del debitore - che era sancito in maniera univoca dall'art. 181 l.fall. ante-riforma, è stato soppresso dalla riforma che ha introdotto, come ben si sa, un sistema imperniato sulla prevalenza dell'autotutela dei creditori rispetto alla loro eterotutela giudiziale<sup>189</sup>.

Non è intenzione di chi scrive rientrare nell'acceso dibattito inerente l'estensione del controllo giudiziale che il tribunale può esercitare sulla proposta di concordato nelle varie fasi della procedura, tema peraltro già affrontato tanto e tanto bene dalla anche autorevole dottrina – per cui basti un richiamo alla dottrina citata in precedenza<sup>190</sup> - e su cui poco si potrebbe aggiungere. Tuttavia, è doveroso affermare che - anche alla luce di quanto stabilito dalle Sezioni Unite<sup>191</sup> che nella celeberrima sentenza n.

---

<sup>186</sup> Per tutti, v. Lo Cascio, *Il concordato*, cit., IV ed., 648; ivi anche per numerosi riferimenti giurisprudenziali, di merito e di legittimità.

<sup>187</sup> Non risulta pertanto condivisibile la tesi di Bonsignori, *Del concordato*, cit., 425, secondo il quale il controllo della serietà delle garanzie costituirebbe null'altro che una duplicazione del giudizi di convenienza.

<sup>188</sup> Per tutti, Lo Cascio, *Il concordato*, cit., IV ed., 649 ss.; ivi ampiamente anche per riferimenti di dottrina e giurisprudenza.

<sup>189</sup> In questi termini, in luogo di moltissimi, Ambrosini, *Il concordato preventivo*, in *Le altre procedure concorsuali*, in Vassalli-Luiso-Gabrielli (diretto da), *Trattato*, cit., 354 ss. e 422.

<sup>190</sup> V. nota 179.

<sup>191</sup> All'esito della riforma della legge fallimentare, pur ritenendosi unanimemente che il ruolo del tribunale aveva subito una indubbia modifica, si contrapponevano due orientamenti radicali, il primo dei quali, legato ancora ad antiche concezioni pubblicistiche del concordato, riteneva che non esulasse dai poteri del tribunale una valutazione circa la fattibilità in concreto del piano di concordato; il secondo, ispirato ai profili privatistici e negoziali del nuovo concordato, invece escludeva ogni possibile valutazione circa la fattibilità del medesimo. Non mancavano inoltre orientamenti intermedi che reputavano che il controllo dovesse estendersi alla ragionevolezza, correttezza metodologica, logicità, comprensibilità e coerenza dei criteri valutativi adottati dall'esperto, anche sotto il profilo della completezza argomentativa della sua relazione, al fine di assicurare ai creditori, prima della votazione, una corretta informazione ed un consenso informato. Per un panorama degli orientamenti

1521/2013<sup>192</sup> hanno affrontato il delicato tema, enucleando inoltre la originale quanto equivoca formula della “fattibilità giuridica”<sup>193</sup> (spettante al tribunale), distinta dalla “fattibilità economica”<sup>194</sup> (spettante, per contro, in via esclusiva ai creditori), ed importando nel concordato preventivo la categoria civilistica della “causa concreta”<sup>195</sup> - tendenzialmente il tribunale non ha (più) quell’indiscusso e illimitato

---

dottrinali e giurisprudenziali, nonché delle prime (contraddittorie) sentenze della Cassazione all’esito della riforma degli anni 2005-2007, sia consentito il rinvio a Jorio, (Rassegna di giurisprudenza) Fattibilità del piano di concordato, autonomia delle parti e poteri del giudice, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1107 ss.

<sup>192</sup> Cass. S.U. 23 gennaio 2013, n. 1521. Il testo integrale della sentenza de qua è reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); essa è stata commentata, ex multis, da Fabiani, La questione ‘fattibilità’ del concordato preventivo e la lettura delle Sezioni Unite, in *Fall.*, 2013, 149 ss.; Di Majo, Il percorso ‘lungo’ della fattibilità del piano proposto nel concordato, *ivi*, 2013, 291 ss.; Didone, Le Sezioni unite e la fattibilità del concordato preventivo, in *Dir. fall.*, 2013, II, 1 ss.; Abete, La struttura contrattuale del concordato preventivo: riflessioni a latere della sentenza n. 1521/2013 delle Sezioni Unite, in *Dir. fall.*, 2013, I, 871 ss.; Alessi, Autonomia privata nel concordato preventivo e ruolo del tribunale, in *Giur. comm.*, 2014, II, 443 ss.; Balestra, Brevi riflessioni sulla fattibilità del piano concordatario: sulla pertinenza del richiamo da parte delle Sezioni Unite alla causa in concreto, in *Corr. giur.*, 2013, 383 ss.; Panzani, I nuovi poteri autorizzativi del tribunale e il sindacato di fattibilità del concordato, in *Società*, 2013, 574 ss.; P. Vella, L’affinamento della giurisprudenza di legittimità dopo le Sezioni Unite sulla ‘causa concreta’ del concordato: ha ancora senso la distinzione tra fattibilità giuridica ed economica, in *Fall.*, 2015, 438 ss.; Censoni, I limiti del controllo giudiziale sulla ‘fattibilità’ del concordato preventivo, in *Giur. comm.*, 2013, II, 333 ss.; Nardecchia, La fattibilità del concordato preventivo al vaglio delle sezioni unite, in *Dir. fall.*, 2013, II, 185 ss.; De Sanctis, Causa ‘in concreto’ della proposta di concordato preventivo e giudizio ‘permanente’ di fattibilità del piano, in *Fall.*, 2013, 279 ss.; Pagni, Il controllo di fattibilità del piano di concordato dopo la sentenza 23 gennaio 2013 n. 1521: la prospettiva ‘funzionale’ aperta e il richiamo alla causa concreta, *ivi*, 2013, 286 ss.; per una lettura critica della sentenza cfr. Lo Cascio, Concordato preventivo: natura giuridica e fasi giurisprudenziali alterne, in *Fall.*, 2013, 525 ss.

<sup>193</sup> La fattibilità giuridica è definita dalle Sezioni Unite come la verifica della non incompatibilità del piano con norme inderogabili e costituisce “l’effettiva possibilità di attuare *secundum legem* il programma negoziale” (Casa, Le (impercettibili) correzioni della Corte di cassazione in tema di concordato preventivo, in nota a App. Firenze 2 novembre 2015, in *Fall.*, 2016, 948), e, in altri termini, la “legittimità del percorso attuativo del programma negoziale del debitore” (così, Alessi, Autonomia, cit., 451). Per una lettura critica del concetto di fattibilità giuridica, cfr. App. Firenze 2 novembre 2015, cit., 945; secondo tale Corte, la locuzione fattibilità giuridica “non sta nella legge, nasce dalla creatività dell’interprete al fine di sottrarre al giudice il potere/dovere di valutare la fattibilità economica della proposta concordataria...si rivela un mostro semantico, una *contradictio in adiecto*, come sarebbe l’omologo inverso di ‘giuridicità fattuale’”.

<sup>194</sup> La fattibilità economica rappresenta invece la concreta realizzabilità nei fatti della proposta concordataria e, essendo “legata ad un giudizio prognostico, che fisiologicamente presenta margini di opinabilità ed implica la possibilità di errore, che a sua volta si traduce in un fattore di rischio per gli interessati” – in questi termini si esprimono le Sezioni Unite -, non può che far “esclusivo carico” ai creditori, purché vi sia stata sul punto corretta informazione; al riguardo, è compito del tribunale valutare la completezza e la completezza dell’informazione; così, Cass. 9 maggio 2013, n. 11014 e Cass. 27 maggio 2013, n. 13083, entrambi reperibili su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

Sulla distinzione tra fattibilità giuridica e fattibilità economica, cfr., oltre agli Autori citati nella nota 190, Censoni, Autonomia, cit., 493 ss. e 505 ss.

<sup>195</sup> Per la definizione della “causa” come elemento che “sta ad indicare gli interessi perseguiti attraverso il contratto...in una prospettiva tesa ad individuarne la giustificazione”, cfr. Balestra, Brevi riflessioni, cit., 385, il quale, richiama Cass. 8 maggio 2006, n. 10490, in *Corr. giur.*, 2006, 1718, come *leading case* della nuova interpretazione dell’elemento negoziale della causa non più come espressione di una generale ed astratta funzione economico-sociale – secondo l’antica definizione

potere di sindacare la convenienza del concordato né di valutarne la fattibilità, quest'ultima definita dalle Sezioni Unite come la “prognosi circa la possibilità di realizzazione della proposta nei termini prospettati”, dacché, in nome di quell'ampia autonomia negoziale impressa allo strumento concordatario dalla riforma, la valutazione di entrambe spetta esclusivamente ai creditori<sup>196</sup>. Al contempo, benché la valutazione della fattibilità economica – intesa come concreta realizzabilità del piano, e risultando perciò “intrisa di valutazioni prognostiche fisiologicamente opinabili”<sup>197</sup> – spetti unicamente ai creditori, le Sezioni Unite soggiungono che, con riferimento alla fattibilità economica, vi è un unico profilo su cui il giudice può e deve esercitare il proprio sindacato, ossia la verifica della sussistenza o meno di una assoluta, manifesta inettitudine del piano presentato dal debitore a raggiungere gli obiettivi prefissati<sup>198</sup>; ciò significa che, nei casi in cui la inidoneità della proposta a soddisfare i diversi crediti nei modi e nei tempi promessi sia estesa alla possibilità di un qualunque soddisfacimento dei creditori ed emerga prima facie - e non, invece, dopo una verifica della prognosi favorevole, la quale spetta pur sempre ai creditori e, peraltro, è normalmente sottintesa dall'approvazione del concordato da parte dei creditori<sup>199</sup> - il tribunale, pur legittimato alla verifica della sola fattibilità giuridica, è chiamato a compiere una valutazione della fattibilità economica e, in definitiva, a rifiutare l'omologazione del concordato<sup>200</sup>.

Benvero, deve rilevarsi che, anche dopo la pronuncia delle Sezioni Unite, il tema del controllo giudiziale sulla fattibilità del concordato e sulla sua convenienza per i

---

risalente a Betti, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1943, 117 –, bensì come attuazione degli interessi concreti, meritevoli di tutela, perseguiti dalle parti del contratto. Per una evoluzione in tale direzione della nozione di causa contrattuale, cfr. Lo Cascio, *Concordato preventivo: natura giuridica*, cit., 532. Al riguardo, Lo Cascio opportunamente rileva che la “realizzazione dello scopo di regolare la crisi”, considerata la causa concreta dalle Sezioni Unite, non possa rappresentare la causa concreta, bensì la causa generica, posto che essa è comune a tutte le procedure concordatarie. Per ulteriori considerazioni, anche critiche, sui concetti di causa del concordato, causa in generale e “causa concreta”, v. Trentini, *Fattibilità economica del piano e controllo del tribunale dopo l'approvazione: la Cassazione ribadisce che il controllo spetta ai creditori*, nota a Cass. 4 luglio 2014, n. 15345, in *Fall.*, 2015, 171 ss.

<sup>196</sup> Questa rappresenta, pur sinteticamente, la conclusione cui addivene Cass. S.U. 23 gennaio 2013, n. 1521, cit.; sulla scia di questa, pur con qualche scostamento, Cass. 4 luglio 2014, n. 15345, cit., 166; Cass. 6 novembre 2013, n. 24970, in *Fall.*, 2013, 1452; Cass. 25 settembre 2013, n. 21901 e Cass. 25 maggio 2013, n. 13083, entrambe reperibili su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>197</sup> Così, Cass. 23 maggio 2014, n. 11497, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>198</sup> Così, Cass. S.U. 23 gennaio 2013, cit.

<sup>199</sup> Cass. 22 giugno 2016, n. 12964, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Cass. 23 maggio 2014, n. 11497, cit.; Cass. 2013, n. 13083, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>200</sup> Così, sulla scia di Cass. S.U. 23 gennaio 2013, cit., Cass. 4 luglio 2014, n. 15345, cit., 166.

creditori sia rimasto e sia tuttora magmatico<sup>201</sup>; infatti, benché tale approdo nomofilattico sia stato confermato da gran parte della giurisprudenza di legittimità successiva, non sono mancate pronunce, anche di legittimità, che, talora registrando semplici affinamenti<sup>202</sup>, talaltra scostandosi in maniera più o meno incisiva da quanto statuito nel 2013<sup>203</sup>, hanno condotto il Supremo Collegio a dei pur parziali revirement.

A ben vedere, le incongruenze tra alcune pronunce della Cassazione e la sentenza delle Sezioni Unite risiedono proprio nel significato concreto che si vuole attribuire alla locuzione “manifesta inettitudine” del piano e, ancora una volta, nei confini che può e deve avere il sindacato del tribunale, posto che, come è stato ripetutamente affermato dalla Suprema Corte<sup>204</sup>, “la fattibilità del piano è un presupposto di ammissibilità della proposta sul quale il giudice deve pronunciarsi, anche in sede di omologa (Cass. S.U. n.1521/2013), esercitando un sindacato che consiste nella verifica diretta del presupposto stesso e che non resta escluso dall’attestazione del professionista, con la differenza che, mentre il controllo sulla fattibilità giuridica - intesa come verifica della non incompatibilità del piano con norme inderogabili - non incontra particolari limiti, quello sulla fattibilità economica - intesa come

---

<sup>201</sup> In tal senso, P. Vella, La giurisprudenza della cassazione sul controllo di fattibilità del concordato preventivo dopo le Sezioni Unite del 2013, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>202</sup> Cfr. Cass. 9 maggio 2013, n. 11014, in Giust. civ. Mass., 2013, secondo cui “la delibazione del tribunale circa la sussistenza del requisito della fattibilità non si riduce ad un’operazione di mero segretariato giudiziale, ma implica un giudizio di merito in ordine all’intrinseca serietà logica della proposta concordataria”, non circoscritta, dunque, alla sola attestazione del professionista; di tal che, la necessità di “una valutazione delle possibilità di attuazione della stessa, sotto il profilo della concreta realizzabilità delle previsioni di vendita degli immobili e delle connesse prospettive di soddisfacimento dei creditori”. In definitiva, la S.C. affermava che l’apprezzamento della fattibilità spettasse tanto ai creditori quanto al giudice, ponendo in rilievo, però, che mentre per i primi la valutazione è discrezionale, per i secondi essa non può esprimersi in termini meramente probabilistici, ma deve raggiungere la soglia di “certezza” della irrealizzabilità. Cfr. altresì Cass. 27 maggio 2013, n. 13083, cit., che riconosce la ammissibilità di un sindacato giudiziale sulla fattibilità economica della proposta, però non in via diretta ma mediata, attraverso il controllo di congruenza tra corredo informativo offerto dal debitore e contenuti dell’attestazione del professionista.

<sup>203</sup> Cfr. Cass. 17 ottobre 2014, n. 22045, in Fall., 2015, con nota di P. Vella; in questa sentenza, la S.C., pur muovendo dalla cornice lessicale tracciata dalle Sezioni Unite – per quanto concerne la “causa concreta”, la “fattibilità giuridica” e la “inidoneità prima facie” della proposta – giunge ad ammettere che i giudici di merito possano pervenire, anche attraverso la valutazione della condotta del debitore (nel caso in esame, si imputava al debitore un difetto di trasparenza della proposta in ordine ad una circostanza ritenuta decisiva ai fini della sua valutazione), ad una prognosi di non fattibilità del piano, per l’irragionevolezza delle previsioni di realizzo dei crediti. Emerge allora una sensibile dilatazione del controllo giudiziale sulla fattibilità del concordato, rispetto a quanto statuito dalle Sezioni Unite.

<sup>204</sup> Cass. 22 giugno 2016, n. 12964, cit.; Cass. 23 maggio 2014, n. 11497, cit.; Cass. 2013, n. 13083, cit.

realizzabilità nei fatti della proposta concordataria - va svolto solo nei limiti di una assoluta, manifesta inettitudine del piano presentato dal debitore a raggiungere gli obiettivi prefissati”. Orbene, deve rilevarsi che non sempre è agevole distinguere una situazione di manifesta e dunque acclarata inettitudine del piano ad assicurare il superamento della crisi attraverso il soddisfacimento, sia pur in misura minimale, dei creditori, da un'altra in cui tale inettitudine è soltanto temuta o probabile; al contempo, infatti, non si deve dimenticare che la Cassazione ha affermato che, dopo l'approvazione della proposta da parte dei creditori, non è consentito al tribunale, e neppure alla corte di appello in sede di reclamo, verificare la probabilità di successo del concordato e non omologarlo quando appaia prevedibile un inadempimento del debitore che legittimerebbe i creditori a chiedere la risoluzione del concordato<sup>205</sup>.

Rilevante è una recente pronuncia del supremo Collegio<sup>206</sup> ove si ritiene che l'aver accertato che le risorse acquisite ed acquisibili dalla procedura siano significativamente inferiori a quelle considerate nell'attestazione di fattibilità non costituisca una mera ipotesi di insuccesso del concordato – valutazione prognostica e incerta e, in quanto tale, spettante ai creditori – bensì rappresenti il venir meno delle condizioni di fattibilità economica del piano in base ad una verifica condotta in concreto che rientra pienamente nei limiti del sindacato giurisdizionale esercitabile sul punto.

In definitiva, per quanto concerne la fattibilità, alla luce delle sensibili disarmonie della Cassazione e, vieppiù, di alcune pronunce di merito<sup>207</sup> - che, ponendosi in netta contraddizione con il disposto delle Sezioni Unite, sono giunte, confutando i concetti di fattibilità giuridica ed economica, ad affermare che la fattibilità, cui fa riferimento l'art. 161 l.fall., non può che essere quella economica (ciò sulla base del fatto che il controllo sulla fattibilità giuridica già rientrerebbe a pieno titolo nei compiti autonomi del giudice) - sarebbe auspicabile un nuovo intervento chiarificatore delle Sezioni Unite e, soprattutto, una revisione della fraseologia – l'ovvio riferimento è ai concetti ormai dubbi di fattibilità giuridica e fattibilità economica – che invero ha

---

<sup>205</sup> Cass. 4 luglio 2014, n. 15345, cit., 166.

<sup>206</sup> Cass. 9 agosto 2016 n. 16830, reperibile su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

<sup>207</sup> Cfr. App. Firenze 2 novembre 2015, cit., 945 ss.

arretrato più dubbi che soluzioni nell'indagine ermeneutica sull'ambito e sui confini del sindacato giudiziale in ordine alla fattibilità del concordato.

9. La (illusoria?) valutazione di convenienza del tribunale: l'obbligatorietà della conversione.

La riforma della legge fallimentare intervenuta negli anni 2005-2007, come anzidetto, oltre ad abolire il pieno controllo del tribunale sulla fattibilità della proposta, ha altresì eliminato la valutazione della convenienza del concordato che, prevista univocamente in capo al tribunale dall'art. 181 l.fall. ante-riforma, spetta anch'essa, unitamente alla valutazione della fattibilità economica, ai creditori; a ben vedere, però, differentemente dal giudizio sulla fattibilità i cui contorni sono – si è visto – tuttora incerti, la valutazione della convenienza del concordato ad opera del tribunale riemerge in maniera chiara e univoca nell'ipotesi in cui sia stata presentata un'opposizione fondata sulla convenienza del concordato da parte di un creditore appartenente ad una classe dissenziente ovvero, nell'ipotesi di mancata formazione delle classi, da parte dei creditori dissenzienti che rappresentano il venti per cento dei crediti ammessi al voto.

Benvero, sensibili sono le differenze con il giudizio di convenienza previsto nel sistema previgente, giacché, mentre nella precedente versione della legge fallimentare il tribunale era ex lege investito di siffatto giudizio e, inoltre, accertare la convenienza del concordato significava esprimere un giudizio complessivo sul trattamento riservato ai creditori, compresi quelli che avevano espresso un voto favorevole sulla proposta<sup>208</sup>, l'odierna disposizione contenuta nell'art. 180 prevede un giudizio di convenienza limitato alla posizione di coloro che si sono opposti all'omologazione del concordato<sup>209</sup>, lamentando la lesione di un proprio diritto e,

---

<sup>208</sup> Al riguardo, si rinvia alle osservazioni compiute nel precedente paragrafo.

<sup>209</sup> Per tutti, cfr. Terranova, *Conflitti di interesse*, cit., 167. In proposito, giova precisare che la norma ha subito rilevanti modifiche nelle varie formulazioni della legge fallimentare nel corso della riforma,

nello specifico, contestando la convenienza del concordato; il che, per un verso, risulta coerente con l'anima privatistica impressa al concordato dalla riforma e con l'abbandono di quella concezione pubblicistica e paternalistica che contraddistingueva il concordato, per un altro, offre una forma di tutela a quei creditori di minoranza, che non soltanto non hanno concorso ad approvare il concordato ma, opponendosi alla sua omologazione, ne hanno altresì contestato la convenienza.

Prima di approfondire il significato concreto di siffatto controllo, occorre precisare, da un lato, che le nozioni di fattibilità e di convenienza integrano concetti ben diversi – come, del resto, è stato chiarito già dalle Sezioni Unite nel 2013<sup>210</sup> – e, dall'altro, che il giudizio di convenienza e quello di fattibilità giacciono su piani diversi, che li rendono autonomi l'uno dall'altro<sup>211</sup>. Occorre rilevare che il giudizio sulla fattibilità del concordato, quanto meno quella “giuridica”, opera a prescindere da qualsiasi dissenso o opposizione e, per di più, nei confronti dell'intera operazione concordataria, laddove, invece, quello sulla convenienza opera soltanto su richiesta

---

giacché la legittimazione a richiedere il giudizio di convenienza scaturiva, in un primo tempo, dal dissenso di una o più classi di creditori indipendentemente dalla presentazione di opposizioni (d.l. 35/2005), successivamente, dall'opposizione di un creditore appartenente ad una classe dissenziente (d.lgs. 169/2007) e, infine – disciplina attualmente in vigore –, dall'opposizione di un creditore appartenente ad una classe dissenziente, ovvero, nel caso di concordato senza classi, di creditori dissenzienti che rappresentano almeno il 20% dei crediti ammessi al voto (d.l. 83/2012). Cfr. Cass. 4 luglio 2014, n. 15345, cit.

<sup>210</sup> La fattibilità - in particolare quella economica, il cui apprezzamento è riservato, come noto, ai creditori – è definita come la “prognosi di realizzabilità dell'attivo nei termini indicati dall'imprenditore”, laddove la convenienza indica se la percentuale o comunque la soddisfazione promessa ai creditori sia più vantaggiosa di quanto gli stessi possono legittimamente aspettarsi di ottenere da una procedura alternativa. In dottrina, v., in luogo di altri, Nardecchia, Nuova proposta di concordato, istanza di fallimento e poteri del tribunale in sede di ammissione, in Fall., 2011, 1455 nonché Bozza, Il sindacato sulla fattibilità del concordato preventivo, in Fall., 2011, 195 i quali rilevano che la fattibilità non ha nulla a che vedere con la convenienza, potendo al più rappresentarne una sorta di “pre-condizione”, atteso che un concordato infattibile non può essere omologato, ancorché approvato dai creditori e ritenuto da costoro conveniente; in proposito, cfr. altresì Censoni, Sull'ammissibilità di un concordato preventivo non conveniente, in Fall., 2010, 988.

<sup>211</sup> Terranova, Conflitti di interesse, cit., 166. In proposito, qualche incertezza è suscitata dalla Cassazione – Cass. 28 aprile 2015, n. 8575, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) – allorché afferma che “la valutazione della fattibilità economica non è d'altronde esclusa in modo assoluto, essendo destinata a riemergere, nella forma prevista dall'art. 180, comma 4, della Legge Fall., nel caso in cui un creditore appartenente ad una classe dissenziente o i creditori dissenzienti che rappresentino il 20% dei crediti ammessi al voto contestino la convenienza della proposta”; ciò non è condivisibile giacché la norma contenuta nell'art. 180 l.fall. allude al giudizio di convenienza e, come preliminarmente affermato, fattibilità e convenienza giacciono su piani differenti e hanno significati diversi. Al riguardo, v. Cass. 4 luglio 2014, n. 15345, che, coerentemente con quanto qui si ritiene, afferma che “la proposizione di opposizioni alla omologazione...non estende automaticamente il sindacato del giudice alla fattibilità e convenienza del concordato...la possibile estensione è limitata alla sola convenienza”.



dei soggetti legittimati e con riferimento a questi ultimi. Vieppiù, come acutamente osservato<sup>212</sup>, la convenienza e la fattibilità, oltre che rappresentare caratteristiche ben diverse, “si legano in un rapporto di proporzionalità inversa”, giacché quanto più conveniente è la proposta del debitore, tanto più si può dubitare della fattibilità del progetto volto a superare la crisi ed a soddisfare i creditori; e, a contrario, una proposta che presenta alte probabilità di successo potrà risultare poco conveniente per i creditori. Così, nell’ambito di un concordato che preveda la soddisfazione dei creditori attraverso l’attribuzione di azioni, l’assegnazione ad un titolare di un credito di mille euro di una partecipazione sociale del valore di mille euro sarà certamente conveniente ma probabilmente non fattibile; l’opposto si verificherà qualora al creditore siano assegnate azioni per un valore complessivo di dieci euro. In altri termini, ciò che si vuole qui porre in rilievo è che un concordato ben potrà essere conveniente ma irrealizzabile, e viceversa.

Per quanto concerne l’ampiezza del sindacato del tribunale sulla convenienza della proposta, è noto che quest’ultima sia valutata nel confronto tra il soddisfacimento conseguibile dai creditori nel concordato e quello possibile con le “alternative concretamente praticabili”<sup>213</sup>. Al riguardo, una diffusa opinione<sup>214</sup> ravvisa nel fallimento l’alternativa più ovvia, sicché il giudizio comparativo del tribunale si ridurrebbe a stabilire l’entità della soddisfazione che i creditori che hanno presentato opposizione al concordato contestando la convenienza conseguirebbero nell’ambito di un ipotetico fallimento<sup>215</sup>. Benvero, sotto un primo profilo, certamente complessa appare una comparazione tra uno scenario reale – quello del concordato – ed uno scenario ipotetico – quello del fallimento – in cui, peraltro, si dovrebbe tener conto, oltre che del presumibile ricavato dalla liquidazione fallimentare, anche degli esiti delle varie azioni revocatorie, di responsabilità verso gli amministratori, etc. nonché

---

<sup>212</sup> Terranova, ult. op. cit., 166.

<sup>213</sup> Cass. 4 luglio 2014, n. 15345, cit., e, di recente, Cass. 14 settembre 2016, n. 18089, reperibile su [www.iffallimentarista.it](http://www.iffallimentarista.it).

<sup>214</sup> Guglielmucci, La riforma in via d’urgenza, cit., 106 ss.; C. Ferri, Classi di creditori, cit., 566; dubitativamente, Censoni, Il nuovo concordato preventivo, cit., 740; Genoviva, I limiti del sindacato di merito del tribunale nel nuovo concordato preventivo, in *Fall.*, 2006, 361 ss. e 366; Bozza, La proposta di concordato, cit., 1215, consapevolmente riconoscendo che le “alternative concretamente praticabili” potrebbero essere in principio anche altre, ma che, giunti al momento della votazione, non ve ne sarebbero altre; nella medesima direzione, Stanghellini, L’approvazione dei creditori, cit., 1066.

<sup>215</sup> Gentili, Autonomia, cit., 360.

della consistenza dei patrimoni dei soci a responsabilità illimitata<sup>216</sup>. Sotto un diverso profilo, considerare il fallimento quale alternativa al concordato si rivela semplicistico, giacché il fatto che il presupposto del concordato include ma non coincide (necessariamente) con quello del fallimento, da un lato, e il tenore letterale della formula legislativa che fa riferimento alle “alternative concretamente praticabili”, dall’altro, impongono all’interprete di considerare, almeno in ipotesi, quali alternative non soltanto il fallimento ma altresì ulteriori ipotesi non necessariamente di tipo liquidatorio<sup>217</sup>; e infatti, sembra in questa sede superfluo ribadire le innumerevoli varietà di piani che l’art. 160 l.fall. consente. Di tal che, il predetto confronto postulerebbe la teorica e faticosa necessità di prendere in considerazione tutte le alternative che i diversi piani che si potrebbero porre a base del concordato prospettano virtualmente<sup>218</sup>. Benvero, qualora da siffatta comparazione emerga che i creditori oppositori possano risultare soddisfatti dal concordato in misura non inferiore, il tribunale, sterilizzando il dissenso dei creditori, i quali invero non ricevano alcun pregiudizio dalla proposta rifiutata, può omologare il concordato<sup>219</sup>. Al riguardo è, però, doverosa qualche osservazione; è probabilmente inevitabile che il giudizio del tribunale, quand’anche verifichi che la proposta sia conveniente altresì per i dissenzienti oppositori – o, meglio, che essa non sia più svantaggiosa di quanto sarebbe una soluzione alternativa quale il fallimento -, non renda questi ultimi soddisfatti. I dissenzienti sono e rimangono insoddisfatti<sup>220</sup>, e ciò proprio a causa della coazione che subiscono venendo attratti contro la loro volontà nel concordato per effetto del “cramdown”; e allora se ne deduce che il giudizio di convenienza del tribunale risponde all’esigenza, non di soddisfare i creditori dissenzienti oppositori, ma di garantire che l’operazione concordataria non si sostanzi in un abuso a danno della minoranza dei creditori. Il punto è il seguente: i creditori dissenzienti potrebbero non approvare il concordato non tanto perché giudicano insufficiente la proposta in generale, e quindi per esempio la percentuale offerta,

---

<sup>216</sup> Cfr. nel vigore della legge fallimentare del 1942, Bonsignori, *Del concordato*, cit., 417 ss.; Lo Cascio, *Il concordato*, cit., IV ed., 644 ss.

<sup>217</sup> Così, Sciuto, *La classificazione dei creditori*, cit., 596; nella medesima direzione, Gentili, *Autonomia*, cit., 360.

<sup>218</sup> In tal senso, Gentili, *Autonomia*, cit., 360.

<sup>219</sup> Questo è il c.d. “cramdown”. Per ulteriori considerazioni, v., per tutti, Stanghellini, *Le crisi di impresa*, cit., 228 ss.

<sup>220</sup> In questi termini, Gentili, *Autonomia*, cit., 361.

quanto perché reputano inaccettabile la forma di soddisfacimento per loro prevista; a tal riguardo, si deve osservare che il giudizio del tribunale concerne la convenienza sotto un profilo meramente quantitativo e non qualitativo, nel senso che si limita ad assicurare che quel creditore non otterrebbe una soddisfazione maggiore nell'ipotesi del fallimento. Pertanto, nel caso in cui la proposta di concordato preveda la conversione dei crediti in partecipazioni sociali, nessun creditore potrà dolersi dell'assegnazione di azioni in luogo del pagamento in denaro del proprio credito, qualora il tribunale accerti che il valore delle predette azioni non è inferiore a quanto egli otterrebbe dalla liquidazione fallimentare. Certo, si potrebbe obiettare che lo *spatium* decidendi riservato al debitore sia eccessivo, giacché alcune categorie di creditori – si pensi ai piccoli fornitori – avrebbero interesse a monetizzare il loro credito, invece di vederselo trasformato in una partecipazione sociale; tuttavia la volontà della legge è chiara, così come chiaro è l'effetto dell'obbligatorietà del concordato per tutti i creditori, effetto *ex lege* questo, tipico dell'istituto e che, come già detto nelle precedenti pagine, prescinde dal contenuto della proposta.

## Capitolo III

### La novella bancaria e l'acquisizione forzata della qualità di socio: la posizione degli azionisti e dei creditori subordinati.

SOMMARIO: 1. Considerazioni generali sulla crisi bancaria. – 2. Il principio di “Burden sharing” nelle crisi bancarie: dalla Comunicazione C 216/01 alla Direttiva 2014/59/UE. – 3. La massima attuazione del burden sharing: il bail-in. – 4. Bail-in e forme minori di bail-in: le differenze. Il caso italiano delle “quattro Banche”. – 5. La sequenza procedimentale del bail-in. La riduzione delle azioni e delle altre passività “bail-inable”. – 6. La conversione del debito in capitale e la ricapitalizzazione forzata. – 7. Gli effetti del bail-in sugli azionisti.- 8. (segue) La posizione degli azionisti tra rischio d'impresa e diritto di proprietà. – 9. (segue) La delegittimazione a deliberare aumento e riduzione del capitale: la lettura della Corte di Giustizia dell'UE. – 10. Gli effetti del bail-in sugli obbligazionisti subordinati. Un confronto europeo.

#### 1. Considerazioni generali sulla crisi bancaria.

La partecipazione al processo di risanamento dell'impresa e, nello specifico, alla ricapitalizzazione della società in crisi da parte dei creditori – termine, quest'ultimo, ora utilizzato in senso onnicomprensivo e generico – pur, come si vedrà, in via sussidiaria rispetto agli azionisti, costituisce una realtà normativa e fattuale anche - e purtroppo, si potrebbe dire, alla luce dei ben noti eventi del novembre 2015 connessi alla risoluzione delle “quattro Banche<sup>1</sup>”, di cui si dirà infra - nelle imprese bancarie; invero, come preliminarmente osservato nel primo capitolo, siffatta compartecipazione al procedimento di ristrutturazione e ricapitalizzazione avviene secondo modalità e, soprattutto, finalità del tutto diverse da quelle previste nelle

---

<sup>1</sup> Banca delle Marche s.p.a., Cassa di Risparmio di Ferrara s.p.a., Banca dell'Etruria e del Lazio s.p.a., Cassa di Risparmio di Chieti s.p.a.

imprese societarie di diritto comune. E difatti, per quanto concerne le finalità, è ben noto che, in virtù della c.d. specialità dell'attività creditizia<sup>2</sup> e, a fortiori, della crisi bancaria<sup>3</sup>, l'obiettivo primario ed essenziale delle procedure di composizione delle

---

<sup>2</sup> In argomento, cfr., in luogo di tanti, Ferro Luzzi, *Lezioni di diritto bancario*, I, Torino, 2004, 12 ss., il quale evidenziava la connotazione eminentemente pubblicistica dell'attività bancaria; sul significato della nozione di "attività bancaria" ai sensi degli artt. 10 e 11 del Testo Unico Bancario, v. variamente Costi, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, 195 ss.; Ferro Luzzi, *La nozione di attività bancaria*, in Ferro Luzzi-Castaldi (a cura di), *La nuova legge bancaria*, Milano, 1996, 209 ss.; Porzio, *Banca e attività bancaria (voce)*, in *Enc. dir.*, Aggiornamento, IV, Milano, 2000, 157 ss.; Desiderio, *L'attività bancaria (fattispecie ed evoluzione)*, Milano, 2004, passim; per un'analisi della natura imprenditoriale dell'attività bancaria, v., per tutti, Castaldi, *La disciplina dell'attività bancaria*, in Morera-Nuzzo (a cura di), *La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, II, Milano, 1996, 1 ss.; Landi-Onado, *La funzione economica del sistema finanziario e delle banche*, in Onado (a cura di), *La banca come impresa*, Bologna, 2004, 15 ss.; Ferri Sr., *Banca (attività e organizzazione bancaria)*, in *Enc. dir.*, V, Milano, 1959, 1 ss.; Molle, *La banca nell'ordinamento giuridico italiano*, Milano, 1980, 11 ss.; Minervini, *Banca, attività bancaria, contratti bancari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1962, I, 315 ss.; Libonati, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965, 55 ss.; Maccarone, *Sulla nozione giuridica dell'attività bancaria*, in *Bancaria*, 1965, 939 ss.; Vitale, *Attività intermediaria nella circolazione del bene "denaro"*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, II, 64 ss.; Giorgianni, *I crediti disponibili*, Milano, 1974, 165 ss.; Buonocore, *Postilla in tema di attività bancaria*, in *Giur. comm.*, 1976, II, 817 ss. Ne evidenziano, invece, i connotati pubblicistici, tra gli altri, Giannini, *Istituti di credito e servizi di interesse pubblico*, in *Moneta e credito*, 1949, 105; Vignocchi, *Il servizio del credito nell'ordinamento pubblico italiano*, Milano, 1968, 32 ss. e 63 ss.; Nigro, *Profili pubblicistici del credito*, Milano, 1969, 33 ss.; Ferri Sr., *Considerazioni preliminari sull'impresa bancaria*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1969, I, 320 ss.; ID., *La validità attuale della legge bancaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1974, I, 129 ss.

<sup>3</sup> Che la crisi di un'impresa bancaria si differenzia da quella delle altre imprese, è pacificamente e unanimemente affermato in dottrina; per tutti, Costi, *L'ordinamento bancario*, cit., 757 ss. Al riguardo, si afferma oggi come ieri – v. per tutti, Stanghellini, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, reperibile su <http://edizionicafoscari.unive.it/media/pdf/article/ricerche-giuridiche/2015/2/la-gestione-delle-crisi-bancarie/art-10.14277-2281-6100-RG-4-2-15-2.pdf> - che le ordinarie procedure di insolvenza si rivelano inefficienti per la gestione delle crisi bancarie; in tal senso, il nuovo sistema normativo introdotto dalla BRRD costituisce la risposta alla inadeguatezza delle procedure di insolvenza di diritto comune, financo della liquidazione coatta amministrativa, procedura per eccellenza deputata a comporre le crisi bancarie. Alcuni Paesi avevano già fronteggiato siffatta inadeguatezza ricorrendo a normative ad hoc considerate in un qualche senso come precursori della Direttiva BRRD, quale il Banking Act emanato dal Regno Unito già nel 2009; per un approfondimento al riguardo, v., nella dottrina straniera e in luogo di molti, Brierley, *The UK special resolution regime for failing banks in an international context*; Singh, *The UK Banking Act 2009, Pre-insolvency and early intervention: policy and practice*; Tomasic, *Establishing a UK rescue regime for failed investment banks*, tutti reperibili su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Per un confronto tra Banking Act inglese e BRRD, v. Babis, *Bank Recovery and Resolution: what about shareholder rights?*, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

Per una disamina della disciplina della liquidazione coatta amministrativa, v., senza pretesa di esaustività, Bavetta, *La liquidazione coatta amministrativa*, Milano, 1974; Belviso, *Tipologia e normativa della liquidazione coatta amministrativa*, in Bricola-Galgano-Santini, *Commentario della legge fallimentare*, Bologna-Roma, 1974; Boccuzzi (a cura di), *La crisi dell'impresa bancaria: profili economici e giuridici*, Milano, 1998; Bonfatti, *La liquidazione coatta amministrativa della banca*, in Panzani (diretto da), *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, Torino, 2000, 376 ss.; Bonsignori, *Tendenze evolutive nella legislazione sulla liquidazione coatta delle imprese creditizie*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1976, I, 33 ss.; Fortunato, *La liquidazione coatta amministrativa. Lineamenti generali e finalità*, in Ferro Luzzi-Castaldi, *La nuova legge bancaria*, cit., II, 1259 ss.

Per un panorama generale dei rimedi alle crisi bancarie nell'ordinamento italiano nonché delle scelte di policy sulla gestione delle crisi bancarie nel periodo immediatamente antecedente l'emanazione

crisi bancarie, oggi come ieri, si rinviene, non, come nelle imprese di diritto comune, nel soddisfacimento dei creditori, che, si è visto, ben può avvenire attraverso la continuazione dell'attività d'impresa e della società pur in una rinnovata compagine sociale, bensì nella stabilità finanziaria; da qui, la preoccupazione dei legislatori è sempre stata quella di preservare la stabilità del sistema, assicurando la continuità delle funzioni essenziali di tali enti e, al contempo, evitando i gravi effetti negativi di ricaduta sull'intero sistema bancario (il c.d. contagio sistemico) che provocherebbe il dissesto di un ente creditizio<sup>4</sup>; del resto, è da queste ultime considerazioni che sono discese, da un lato, la *communis opinio* secondo cui “le banche non possono fallire” e, dall'altro, la fortunata espressione, entrata nel linguaggio comune all'esito della crisi finanziaria globale del 2008, “too big to fail”<sup>5</sup>. Benvero, tale obiettivo della stabilità finanziaria fino a pochi anni fa era pressoché sempre realizzato mediante svariati ed eterogenei interventi salvifici da parte dello Stato; pertanto, il costo delle crisi bancarie era posto a carico dei bilanci degli stati, che sovente utilizzavano fondi pubblici per ripianare le perdite delle banche in crisi, e, in definitiva, a carico della generalità dei contribuenti; fenomeno, questo, che, di recente, e in contrapposizione al nuovo strumento del bail-in, è stato definito bail-out<sup>6</sup>. Negli ultimi anni si è verificato un drastico e anche repentino mutamento di prospettiva che ha portato alla

---

della Direttiva, cfr. Marcucci, *Crisi bancarie e diritti degli azionisti*, in Tombari (a cura di), *Diritto societario e crisi d'impresa*, Torino, 2014, 143 ss.

<sup>4</sup> Come autorevolmente affermato da Nigro, *La gestione delle crisi bancarie nell'ordinamento comunitario*, in *Dir. banc.*, 1990, I, 280, “la peculiarità più vistosa della crisi dell'impresa bancaria sta negli effetti che la crisi dell'impresa bancaria può avere, in termini di sue ripercussioni esterne, di sua propalazione, di innesco, potrebbe dirsi, di un processo di metastasi...La crisi di un'impresa bancaria determina la perdita di fiducia in quella banca e l'allarme generalizzato fra i depositanti: ne può venire intaccata la fiducia in altre banche, determinando la corsa ai ritiri dei depositi presso queste ultime. E quando si apre un processo convulso e diffuso di ritiro dei depositi la conseguenza è, o può essere, il crollo dell'intero sistema bancario, con le ovvie ripercussioni, potenzialmente disastrose, sull'intero sistema economico”. Di recente, in senso conforme, de Aldisio, *La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria*, in *Banca Impresa Società*, 2015, 3, 391 ss., che si esprime in termini di “esternalità negative”.

<sup>5</sup> Sull'impatto della crisi finanziaria nel quadro della regolazione, v., in generale e senza alcuna pretesa di completezza, Sbrescia, *Verso il superamento dello Stato regolatore? Poteri pubblici e mercati dopo la crisi economica internazionale*, in *Riv. giur. del Mezz.*, 2011, III, 671 ss.; Recalde Castells, *Crisi ed efficacia dei controlli sui mercati finanziari. Riflessioni sugli effetti della crisi nella regolazione del sistema finanziario*, in *Riv. Soc.*, 2010, 237 ss.; Bertezolo, *Prevenire nuove crisi finanziarie: la riforma del sistema americano e comunitario in prospettiva globale*, in *Giorn. dir. amm.*, 2010, I, 83 ss.; Macchiati, *L'interesse pubblico nella regolamentazione finanziaria. Lezioni della recente crisi e problemi aperti*, in *Mercato, conc. e regole*, 2009, II, 223 ss.; Cera, *Crisi finanziaria, interventi legislativi e ordinamento bancario*, in *AA.VV.*, *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, 1209.

<sup>6</sup> Sulle origini del termine bail-in e sulla sua dichiarata contrapposizione al bail-out, si rinvia a quanto osservato nel primo capitolo.

abrogazione di quella legge non scritta secondo cui era possibile salvare le banche facendo ricorso alle risorse pubbliche; invero, legge non scritta, ma che fino a poco tempo fa, aveva offerto una garanzia implicita e nutrito l'azzardo morale<sup>7</sup>. D'altronde, non può non rilevarsi che, benché sporadici e certamente meno frequenti di quelli avvenuti in altri paesi europei<sup>8</sup>, anche in Italia non sono mancati casi in cui si è dovuto far ricorso al sostegno pubblico per rilevanti operazioni di salvataggio bancario; sovente la composizione delle crisi bancarie in Italia è stata attuata mediante processi di acquisizione e assorbimento dell'azienda bancaria in esercizio da parte di altre banche, operazioni, queste, rese possibili dal sostegno pubblico a copertura dello sbilancio, ossia della differenza tra le attività cedute e le passività assunte; gli interventi si sono concretati vuoi in specifiche agevolazioni, vuoi in prestiti urgenti, vuoi in vere e proprie ricapitalizzazioni effettuate senza la previa cancellazione delle azioni esistenti e, dunque, senza che il costo della crisi ricadesse neppure minimamente sugli azionisti<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> In questi termini, Rulli, *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in *RTDE*, 2015, 291.

<sup>8</sup> Cfr., ex multis, Carriero-Ciocca-Marcucci, *Diritto e risultanze dell'economia nell'Italia unita*, in Ciocca-Toniolo (a cura di), *Storia economica d'Italia*, Bari, 2003, 511, ove si rileva che, nel periodo compreso tra il 1950 ed il 2000, le risorse utilizzate per far fronte ai salvataggi bancari italiani non hanno superato l'1,5 per cento del Pil, cifra di gran lunga inferiore a quella di altri Paesi; casi limite sono rappresentati dalla Spagna (17 per cento del Pil) e dalla Finlandia (10,4 per cento del Pil).

<sup>9</sup> Al riguardo, v. il notissimo d.m. 27 settembre 1974 (c.d. "decreto Sindona"), emanato per fronteggiare la crisi della Banca Privata Italiana, provvedimento col quale la Banca d'Italia concedeva anticipazioni per 24 mesi a tasso agevolato alle banche che intervenivano assumendo attività e passività nell'ambito di procedure di liquidazione coatta amministrativa; in dottrina, v. Minervini, *Il "ristoro" ex d.m. 27 settembre 1974 e il fondo interbancario di tutela dei depositi*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 5 ss., il quale ritenne tale intervento "un sistema di salvataggio indiscriminato a spese dello Stato"; cfr. altresì Desiderio, *La liquidazione coatta amministrativa delle aziende di credito*, Milano, 1981, 442 ss., nonché Visentini, *L'interesse pubblico al regolare svolgimento dell'attività creditizia e l'interesse sociale nelle società esercenti attività bancarie*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1975, II, 309 ss. Nell'ambito degli interventi di ricapitalizzazione di istituti di credito realizzati grazie a provvedimenti legislativi ad hoc, va senz'altro menzionato il caso del Banco di Napoli; v. il d.l. 163/1996 - non convertito ma i cui effetti furono fatti salvi dalla l. 19 novembre 1996, n. 588, recante *Disposizioni urgenti per il risanamento, la ristrutturazione e la privatizzazione del Banco di Napoli* - il quale prevedeva un sostegno pubblico realizzato mediante versamenti in conto capitale effettuati dal Ministero del Tesoro e che portarono all'esclusione degli originari azionisti; al riguardo, v. Cass. 17 novembre 2005, n. 23269, in *Foro it.*, 2007, I, c. 919. Degno di menzione è altresì il d.l. 292/1997, conv. con l. 8 novembre 1997, n. 388, intervenuto per la soluzione della crisi della Sicilcassa s.p.a. e per il risanamento del Banco di Sicilia S.p.a.

## 2. Il principio di “Burden sharing” nelle crisi bancarie: dalla Comunicazione C 216/01 alla Direttiva 2014/59/UE

Orbene, in questo contesto, si inserisce la nuova disciplina sulla soluzione delle crisi bancarie<sup>10</sup>, introdotta dalla Direttiva 2014/59/UE<sup>11</sup>, recepita in Italia attraverso i decreti legislativi nn. 180 e 181 del 2015, volta a garantire, da un lato, il mantenimento della stabilità finanziaria, che induce, oggi più di ieri, ad intervenire a sostegno delle banche in difficoltà per evitare effetti sistemici, e, dall’altro, - e questa rappresenta la novità della novella - la prevenzione di comportamenti opportunistici che gli intermediari possono adottare, e nei fatti hanno adottato, nell’aspettativa di un intervento pubblico<sup>12</sup>. Pur non potendo in questa sede esaminare nel dettaglio gli obiettivi avuti di mira dal legislatore comunitario<sup>13</sup>, non ci si può esimere dal rilevare

---

<sup>10</sup> Benché le nuove procedure per il risanamento e la risoluzione siano applicabili a tutte e soltanto le entità elencate nell’art. 1, par. 1 della BRRD (nonché nell’art. 2 del d.lgs. 180/2015), per ragioni pratiche nel prosieguo del lavoro si farà riferimento alle banche o enti creditizi in generale.

<sup>11</sup> La Direttiva de qua istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e, di concerto con il Regolamento UE 806/2014, il quale fissa le norme e una procedura uniforme per la risoluzione dei predetti enti ed imprese di investimento, costituiscono la attuazione del Meccanismo Unico di Risoluzione delle banche in crisi - Single Resolution Mechanism (SRM) -; esso costituisce il secondo pilastro dell’Unione Bancaria europea. In argomento, cfr., in luogo di moltissimi, Brescia Morra, La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa, in Banca Impresa Società, 2015, 1, 73 ss.; ID., Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti, in Analisi giur. ec., 2016, 2, 279 ss.; Rotondo, Il recepimento del Sistema europeo di Vigilanza finanziaria nell’ordinamento italiano; l’impatto sull’architettura di vigilanza bancaria, in Dir. banca e merc. fin., 2015, I, 41 ss.; Donato-Grasso, Gli strumenti della nuova vigilanza bancaria europea. Oltre il Testo Unico bancario, verso il Single Supervisory Mechanism, in Banca Impresa Società, 2014, 3 ss.; Boccuzzi, La gestione delle crisi bancarie nel quadro dell’Unione bancaria europea, in Bancaria, 2015, II, 2 ss.; ID, L’unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie, Milano, 2015; de Aldisio, La gestione delle crisi, cit., 391 ss.; Stanghellini, La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea, in AA.VV., Dal Testo unico bancario all’Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d’Italia, Roma, 2014, reperibile su <https://www.bancaditalia.it/publicazioni/index.html>; Donato, Gli strumenti della nuova vigilanza bancaria europea. Dalla legge bancaria al Single Supervisory Mechanism, ivi; Rispoli Farina, La disciplina europea di soluzione delle crisi bancarie. L’attuazione nell’ordinamento italiano. Profili problematici, reperibile su [www.innovazioneediritto.it](http://www.innovazioneediritto.it); Santoro, Prevenzione e “risoluzione” della crisi delle banche, reperibile su [www.regolazionedemercati.it](http://www.regolazionedemercati.it); cfr., infine, i contributi nell’opera collettanea di Chiti-Santoro (a cura di), L’Unione bancaria europea, Pisa, 2016.

<sup>12</sup> Così, Visco, “Relazione al Forex”, reperibile su <https://www.bancaditalia.it/publicazioni/interventi-governatore/integov2016/Visco-300116.pdf>

<sup>13</sup> La Direttiva 2014/59/UE è stata oggetto di attenzione da parte di numerosi commentatori stranieri; per un approfondimento degli obiettivi perseguiti, v., in luogo di moltissimi, Joosen, Bail in mechanisms in the bank recovery and resolution directive; Hadjiemmanuil, Bank resolution financing in the Banking Union; Binder, Resolution: concepts, requirements and Tools; Cappiello, The interplay between the EBA and the Banking Union; Chen Hu, The recovery framework in the BRRD and its



che, come d'altronde emerge dalla lettera delle norme della Direttiva<sup>14</sup> e da più di un Considerando<sup>15</sup>, fra gli obiettivi perseguiti dalla BRRD spicca senz'altro quello di scongiurare l'utilizzo dei fondi pubblici per evitare i dissesti bancari; e ciò, poiché i paesi europei, troppo deboli e indebitati, non hanno più la forza di investire risorse pubbliche nei salvataggi bancari, alimentando così il noto circolo vizioso tra crisi finanziarie e debiti sovrani<sup>16</sup>. Di tal che, il superamento dell'idea che il salvataggio delle banche possa essere realizzato integralmente con risorse pubbliche poste a carico della collettività e, viceversa, la necessità che le crisi bancarie siano sopportate, in via prioritaria ancorché non esclusiva, dagli attori interni alla banca, ossia da coloro i quali, per libera e personale scelta, hanno investito nell'ente creditizio<sup>17</sup>; questa la filosofia posta a fondamento del bail-in<sup>18</sup> – di cui molto si dirà

---

Effectiveness; Balciunas, International Standards and EU framework relating to continuity of bank's critical functions; Thole, Bank crisis management and resolution – Core features of the bank recovery and resolution Directive; Wiggins-Wedow-Metrick, European Banking Union: The Single Resolution Mechanism; Haentjens, Bank recovery and resolution: an overview of institutional initiatives; Micossi-Bruzzzone-Carmassi, The new european framework for managing bank crises; Huertas, European bank resolution: making it work!, tutti reperibili su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

<sup>14</sup> V. l'art. 31, par. 2 della BRRD, lett. c), secondo cui fra gli obiettivi della risoluzione vi è quello di “salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario”.

<sup>15</sup> Ad esempio, v. il Considerando n. 45, secondo cui tra gli obiettivi vi è quello di “tutelare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario per gli enti in dissesto”. Rilevante è altresì il Considerando n. 67 della Direttiva, ove si afferma in maniera esplicita che il bail-in, realizzando il suesposto obiettivo di ridurre al minimo – ancorché non escludere in toto, come si vedrà in séguito – l'impatto delle crisi bancarie sulla stabilità finanziaria e sui contribuenti, garantisce che siano gli azionisti e i creditori dell'ente in dissesto a sostenere “perdite adeguate” nonché a farsi carico di una “quota adeguata dei costi derivanti dal dissesto dell'ente”.

<sup>16</sup> In tal senso, Santoni, Tre interrogativi sull'operazione di salvataggio delle quattro banche. Scritto per il Convegno “Salvataggio bancario e tutela del risparmio”, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), secondo cui “se gli stati non hanno questa forza, l'unico rimedio possibile per impedire il contagio è che la banca in crisi imploda su se stessa, evitando che le sue macerie travolgano gli edifici vicini”. L'Autore prosegue poi sostenendo la impossibilità del ritorno al bail-out, “ritenuto ormai troppo costoso e impraticabile in paesi ben più ricchi del nostro”.

<sup>17</sup> Esprime benissimo questo concetto Stanghellini, *La disciplina delle crisi*, cit., 171. Il punto è, inoltre, ben sintetizzato da Fiordiponti, *Le aspettative restitutorie di azionisti e creditori ai tempi del bail-in*, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 528, il quale afferma che “il coinvolgimento del privato diviene struttura portante delle nuove regole”.

<sup>18</sup> Numerosissimi sono i contributi in dottrina in tema di bail-in; nella dottrina straniera, v. Conlon-Cotter, *Anatomy of a Bail-in*; Zhou et al., *From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions*; Gleeson, *Legal aspects of bank bail-ins*; Joosen, *Bail in mechanisms*, cit.; Huertas, *The case for bail-ins*; Davies, *The fall and rise of debt: bank capital regulation after the crisis*; Goodhart-Avgouleas, *A critical evaluation of bail-ins as bank recapitalisation mechanisms*, Hadjiemmanuil, *Bank stakeholders' mandatory contribution to resolution financing: principle and ambiguities of bail-in*, tutti reperibili su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

Nella dottrina italiana, v. Spina-Bikoula, *Dal bail-out al bail-in. La BRRD e il quadro di prevenzione, gestione e risoluzione delle crisi nell'Unione Bancaria*, Roma, 2015; Inzitari, *Brrd, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite* (d.lgs. 180/2015), in *Dir. fall.*, 2016, I, 634 ss., (contributo pubblicato altresì in *Contr. e Impr.*, 2016, III, 689 ss., e reperibile su

-, procedura innovativa introdotta dalla Direttiva di cui sopra, rivolta alla soluzione delle crisi bancarie mediante l'imposizione ai soci e ai creditori dell'ente sia della sopportazione delle perdite sia della ricapitalizzazione.

In proposito, non ci si può esimere dal menzionare il noto caso della crisi cipriota del 2013<sup>19</sup>, per far fronte alla quale le autorità nazionali hanno adottato una serie di provvedimenti ad hoc – in particolare, la Law on the Resolution of Financial Institutions, legge del marzo 2013, n. 17 (I) - per la stabilizzazione del sistema bancario, tra i quali un piano di imposizione delle perdite ad azionisti e creditori, ivi inclusi i titolari di depositi superiori a centomila euro<sup>20</sup>; ché siffatto intervento costituisce una sorta di pioniere della Direttiva<sup>21</sup>, non soltanto per l'operazione complessiva e le finalità ma anche per le concrete modalità attuative. Difatti, la Banca centrale di Cipro, nell'ambito del programma di stabilizzazione delle due maggiori banche del Paese – Laiki Bank e Bank of Cyprus – ha adottato strumenti

---

www.dirittobancario.it e su [www.ildirittodegliaffari.it](http://www.ildirittodegliaffari.it)); Capriglione, Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del 'diritto dell'economia': il difficile equilibrio tra politica e finanza, in RTDE, 2016, 1 ss.; Capizzi-Cappiello, Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzosa di debito in capitale, reperibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it); Carriere, Crisi bancaria e bail-in: prime noterelle sui decreti di recepimento della Direttiva BBRD, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Di Brina, "Risoluzione" delle banche e "bail-in", alla luce dei principi della carta dei diritti fondamentali dell'Ue e della Costituzione nazionale, in RTDE, 2015, 206 ss.; Di Falco-Mamone, Capire lo strumento del bail-in attraverso le linee guida e i regulatory technical standards della European Banking Authority (EBA), reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Donati, La ricapitalizzazione "interna" delle banche mediante bail-in, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 597 ss.; Gardella, Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2015, I, 587 ss.; Presti, Il bail-in, in *Banca Impresa Società*, 2015, 3, 339 ss.; Guizzi, Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?, in *Corr. giur.*, 2015, 12, 1485 ss.; Laviola-Loiacono-Santella, Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie: un'analisi comparata dell'applicazione del bail-in, in *Bancaria*, 2015, 9, 46 ss.; Lener, Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2016, I, 287 ss.; ID., Bail-in: una questione di regole di condotta? Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio", reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Rossano, Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione, reperibile su [www.federalismi.it](http://www.federalismi.it); Rulli, Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative", in RTDE, 2015, 284 ss.; Stanghellini, La gestione delle crisi bancarie, cit., 315 ss.; Vattermoli, Il bail-in, in Chiti-Santoro (a cura di), *L'Unione bancaria*, cit., 517 ss.

<sup>19</sup> Complessa è la descrizione della crisi cipriota e degli eventi che hanno condotto al bail-in cipriota; al riguardo, si rinvia, in luogo di tanti nella letteratura straniera, a Michaelides, What happened in Cyprus?; ID., Cyprus: From Boom to Bail-In; Zenios, Fairness and Reflexivity in the Cyprus Bail-In, tutti reperibili su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>20</sup> Cfr. Marcucci, Crisi bancarie, cit., 169 ss.; Capriglione-Troisi, L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi, Torino, 2014, 101 ss.

<sup>21</sup> Zenios, Fairness and reflexivity, cit., 17, riferendosi al bail-in cipriota afferma che "it was implemented ad hoc and with unclear legal basis as Directive 2014/59 was not issued until a year later".

che, come si vedrà, oggi sono previsti nella BRRD; difatti, in primo luogo, la Laiki Bank è stata scissa, per cui i suoi asset “buoni” sono stati forzatamente ceduti alla Bank of Cyprus, mentre quelli “non performing” sono rimasti in capo ad essa, divenendo così una sorta di c.d. bad bank; in secondo luogo, alla Bank of Cyprus è stato imposto un piano di salvataggio basato su una ricapitalizzazione ad opera degli investitori interni, per cui azionisti, obbligazionisti, titolari di strumenti finanziari e altresì i titolari di depositi non garantiti, suddivisi in quattro classi, hanno subito una conversione dei diritti in azioni<sup>22</sup>.

Benvero, adottando per la prima volta nel contesto bancario una logica analoga a quella tipica delle procedure di crisi di diritto comune, le perdite subite dall’intermediario devono essere allocate sugli attori interni, ossia in primo luogo sugli azionisti, che sono coloro che hanno apportato il capitale di rischio e, in secondo luogo, sui creditori, seguendo l’ordine delle pretese previsto dalla gerarchia fallimentare, pur, come si dirà, con talune vistose deroghe e, in generale, secondo una logica in base alla quale chi ha investito in strumenti maggiormente rischiosi debba, prima di altri, subire le conseguenze del dissesto. In altre parole, secondo l’impostazione di fondo della Direttiva, l’equilibrio di bilancio e, nello specifico, il rispetto dei requisiti prudenziali richiesti in termini di capitale necessario per lo svolgimento dell’attività<sup>23</sup>, al fine di poter adeguatamente fronteggiare i rischi tipici

---

<sup>22</sup> Per ulteriori dettagli, v. Marcucci, *Crisi bancarie*, cit., 170; Capriglione-Troisi, *L’ordinamento finanziario*, cit., 102 ss.

<sup>23</sup> Come è noto, l’esercizio dell’attività bancaria è soggetto all’osservanza di requisiti prudenziali in materia di capitale, molto più stringenti e specifici di quanto previsto per le imprese societarie di diritto comune; in argomento, v., per tutti, Costi, *L’ordinamento bancario*, cit., 553 ss. Attualmente i requisiti minimi di adeguata patrimonializzazione sono contenuti nel Regolamento UE n. 575/2013, noto come CCR nonché nella Direttiva 2013/36/UE. Fra le funzioni che assolve il capitale nelle società bancarie vi è quella di garantire un certo grado di assorbimento delle perdite; sul significato e sulle possibili declinazioni del concetto di “assorbimento delle perdite”, v. le osservazioni di Frigeni, *Natura e funzione del “capitale” delle banche nella nuova regolamentazione*, in *Banca Impresa Società*, 2015, 1, 57 ss.

Nello stesso senso, anche se da un punto di vista aziendale, v. Onado, *Aspetti economici e tecnici del capitale proprio delle banche*, in Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle Banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 78, ss., il quale evidenzia che le funzioni assegnate al capitale proprio delle banche consistono “nella capacità di assorbire l’ampia gamma dei rischi che gravano sull’attività creditizia e di offrire mezzi finanziari a scadenza indefinita”. Ne consegue che, ancor più delle imprese societarie di diritto comune, la banca necessita di una dotazione di risorse sufficiente a far fronte alle eventuali perdite che dovessero verificarsi nello svolgimento dell’attività bancaria; non può allora che condividersi quanto osservato brillantemente da Portale, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito*, Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione*, cit., 5, nel senso di ritenere definitivamente superata la tesi formulata da Pantaleoni, *La caduta della società generale di credito mobiliare italiano*, in *Scritti vari di economia*, Roma, 1910, III, 357, secondo cui, “in teoria una banca potrebbe anche

dell'impresa bancaria, vengono ripristinati utilizzando risorse reperite presso coloro che nella banca già hanno investito apportandovi risorse, ancorché sotto forma non di capitale di rischio bensì di capitale di credito<sup>24</sup>; da qui, la constatazione – per la quale si rinvia al primo capitolo – che, nell'ottica del legislatore comunitario e ai fini del risanamento dell'ente creditizio, del tutto irrilevante è il titolo giuridico mediante cui le risorse sono state apportate, giacché ciò che conta è soltanto ciò, che chiunque abbia dato fiducia alla banca quando era in bonis, dovrà contribuire al risanamento assorbendone le perdite qualora la banca versi in stato di crisi<sup>25</sup>. Nello specifico – anche se in via del tutto preliminare, giacché sul tema si tornerà ampiamente – la partecipazione alle perdite avviene mediante un meccanismo di svalutazione e conversione che prevede, dapprima, la svalutazione sino all'azzeramento delle posizioni proprietarie, poi, la svalutazione e/o la conversione in capitale di rischio delle posizioni di credito. Si evince che tale condivisione delle perdite consente, per

---

non avere nessun capitale proprio e quindi vivere esclusivamente come intermediaria tra il pubblico che risparmia e l'affida per l'impiego e gli imprenditori di commerci ed industrie che ne mancano". Cfr., in argomento, tra gli altri, Bianchi, Sulla convenienza di variare il capitale proprio delle banche, in *Banche e banchieri*, 1974, 603 ss.; Biffis, Capitale proprio e capitale di credito nell'azienda bancaria, Milano, 1974, 4 ss.; Caprara, Il cosiddetto "capitale di rischio", La teoria generale – Il caso della banca in una richiamata economia di mercato, in *Rivista bancaria*, 1975, 542 ss.

Vieppiù, all'esito della crisi finanziaria, la nuova regolamentazione introdotta da Basilea III ha comportato un ulteriore innalzamento qualitativo e quantitativo del capitale richiesto alle banche; v. Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, December 2010 (rev. June 2011), reperibile su [www.bis.org](http://www.bis.org); per una rassegna delle principali caratteristiche della regolamentazione di Basilea III, sia consentito rinviare, tra gli altri, a Accettella, L'Accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, I, 475 ss.; Calandra Buonauro, L'attività degli intermediari finanziari nella regolamentazione sovranazionale, reperibile su [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it); Brescia Morra, *Il diritto delle banche*, Bologna, 2012, 183 ss.; Frigeni, *Le s.p.a. bancarie dopo Basilea III. Struttura patrimoniale e finanziaria*, Milano, 2013, ove pure ampi riferimenti. Nella dottrina straniera, tra i tanti, v. Gleeson, *International regulation of banking. Capital and risk requirements*, Oxford, 2012, 83 ss.; Davies, *The fall and rise*, cit., 3 ss.

<sup>24</sup> Lo dice benissimo Stanghellini, *La disciplina delle crisi*, cit., 171; nello stesso senso v., ex aliis, Presti, *Il bail-in*, cit., 346; Rulli, *Prevenire l'insolvenza*, cit., 284 ss.

In argomento, corretto si rivela quanto affermato da Capriglione-Masera, *La corporate governance delle banche: per un paradigma diverso (Corporate Governance of banks: a different paradigm)*, in *RTDE*, 2016, 322 ss., secondo il quale la possibilità, ammessa dalla Direttiva, di includere anche gli obbligazionisti tra coloro che sono chiamati a ripianare le perdite dell'azienda, internalizzandole, reca una relevantissima innovazione negli assetti sistemici dell'impresa bancaria; gli AA. ritengono, infatti, che le nuove norme sulla resolution, nella misura in cui, di fatto, hanno assimilato la posizione dei creditori a quella dei soci, abbiano determinato "una sorta di disallineamento strutturale tra l'interesse degli azionisti e l'interesse dei depositanti e dei creditori in genere". In definitiva, ad uscirne fortemente ridimensionato, è il diaframma un tempo esistente, specialmente nell'ambito bancario, tra i diritti spettanti ai detentori di capitale di rischio e quelli riconosciuti a coloro che vantano crediti verso la banca.

<sup>25</sup> Riassumono benissimo questo concetto Capriglione-Masera, *La corporate governance*, cit., 323, ove si parla di "sostanziale equiparazione tra le categorie degli azionisti e degli obbligazionisti, le quali finiscono col partecipare alla realtà d'impresa in modalità non differenziate".

un verso, di evitare ex post – o, quanto meno, di ridurre – l'intervento pubblico e, per altro verso, di sensibilizzare ex ante (in misura ovviamente proporzionale al rischio concreto di essere assoggettati alla svalutazione, in virtù della predetta gerarchia), non soltanto gli azionisti ma altresì tutti coloro i quali hanno investito nella banca, incentivandoli ad attuare un controllo più stringente sulla gestione<sup>26</sup> e, di riflesso, disincentivano il moral hazard<sup>27</sup>.

Benvero, per quanto concerne la modalità con cui avviene siffatta compartecipazione al risanamento dell'ente da parte dei creditori, occorre dire che essi sono accomunati agli azionisti nel subire il potere “near-dictatorial”<sup>28</sup> dell'Autorità di Risoluzione – in Italia individuata nella Banca d'Italia -, che invero agisce non nell'interesse dei soci e dei creditori, bensì nel predetto interesse pubblico alla conservazione dell'impresa bancaria e della stabilità del mercato, giacché essi – azionisti e creditori – non possono che subire i provvedimenti – di cui si dirà ampiamente infra - assunti dall'Autorità, i quali prescindono da ogni consenso di costoro.

Orbene, prima di esaminare le modalità concrete nonché gli effetti anche penetranti che gli strumenti – primo fra i quali il bail-in – sono destinati a produrre in capo ai soggetti coinvolti, è doveroso soffermarsi pur brevemente sulla nota Comunicazione del 30 luglio 2013 C216/01 relativa all'applicazione, dal 1° agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato<sup>29</sup> alle banche in crisi<sup>30</sup>, provvedimento considerato come

---

<sup>26</sup> Cfr. Boccuzzi, L'Unione bancaria europea, cit., 22 ss.; Zhou et al., From bail-out, cit., 10; Presti, Il bail-in, cit., 347; Rulli, Prevenire l'insolvenza, cit., 298-299.

<sup>27</sup> V. il Considerando 67 della Direttiva, ove si dice che “lo strumento del bail-in darà pertanto agli azionisti e ai creditori degli enti un maggiore incentivo a vigilare sul buon funzionamento dell'ente in circostanze normali”. Sul punto cfr., in senso critico, Santoro, Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente, in Guizzi-Paciello (a cura di), Crisi dell'impresa e ruolo dell'informazione, Milano, 2016, 219 ss., il quale dubita fortemente che un ragionamento di questo tipo possa reggere “per i creditori non garantiti, i quali non hanno, almeno per il momento, un efficace sistema di allarme che li metta in guardia della rischiosità del loro investimento”.

<sup>28</sup> Ferran, European banking union; imperfect, but it can work, Legal Studies Research, Paper Series, University of Cambridge, Paper n. 30/2014, 14. E in proposito, v. l'art. 60 d.lgs. 180/2015.

<sup>29</sup> Si tratta degli “aiuti destinati...a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro”, di cui all'art. 107, par. 3, lett. b).

<sup>30</sup> Il testo della c.d. “Comunicazione sul settore bancario” è reperibile su [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu). In dottrina, sul tema degli aiuti di stato, cfr. Dell'Atti, Gli aiuti alle banche in tempo di crisi, in Conc. e mercato, 2012, 569 ss.; Fortunato, Aiuti di Stato e mercato creditizio fra orientamenti comunitari e interventi nazionale, in Dir. banc. merc. fin., 2010, 379 ss.; Croci, L'impatto della crisi finanziaria sugli aiuti di Stato al settore bancario, in Dir. unione eur., 2014, I, 733 ss., e ivi anche per rinvii alle comunicazioni che hanno preceduto quella del 2013; Giglio, Gli aiuti di stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria, in Mercato, conc. e regole, 2009, 23 ss.; Lolli, La crisi delle banche ed i possibili rimedi tra patrimonio di vigilanza e regole di trasparenza, in Contr. e Impr., 2013, 158 ss.;

pioniere della Direttiva; difatti la partecipazione forzata al risanamento da parte dei soci di una banca e dei creditori, in particolare di quei creditori - cc.dd. subordinati - che, pur giuridicamente qualificati come tali, sotto un profilo economico-sostanziale, presentano rilevanti affinità coi fornitori del capitale di rischio, rappresenta la concretizzazione del principio di condivisione degli oneri, il c.d. Burden sharing, che, sebbene presente già in alcune Comunicazioni antecedenti, è stato esplicitamente imposto dalla Commissione UE nella summenzionata Comunicazione del 2013; nello specifico, tale Comunicazione, al fine di limitare le distorsioni della concorrenza tra banche e ovviare al c.d. rischio di moral hazard<sup>31</sup>, stabiliva che gli aiuti fossero limitati al minimo necessario e che, per far ciò, “il beneficiario degli aiuti fornisse un adeguato contributo proprio ai costi di ristrutturazione”<sup>32</sup>. Da qui, l’obbligo, anzi, l’onere – come si dirà infra, è stata riconosciuta alla predetta Comunicazione una efficacia solo parzialmente vincolante - in capo ai titolari di azioni nonché di strumenti di capitale (tra i quali rientrano le obbligazioni subordinate) di fornire il loro contributo al superamento della crisi; contributo che si sostanzia, per gli azionisti, in una riduzione sino all’azzeramento delle azioni e, per i titolari di obbligazioni subordinate, nella svalutazione ed eventualmente nella conversione in azioni, ciò al duplice fine di assorbire le perdite subite dall’ente creditizio e ricapitalizzarlo<sup>33</sup>. Tale condivisione di oneri rappresenta il presupposto dell’intervento pubblico, giacché, come affermato nel punto 44 della Comunicazione,

---

Liberati, La crisi del settore bancario tra aiuti di Stato e meccanismi di risanamento e risoluzione, in Riv. it. dir. pubbl. comunit., 2014, 1339 ss.; Rossano, Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria, in RTDE, 2016, 11 ss., Brescia Morra, Nuove regole, cit., 286 ss.

Per una disamina di alcuni casi europei anteriori al recepimento della BRRD, v. Lener, Risoluzione e aiuti di Stato. Alcuni orientamenti della Commissione Europea a confronto, in Analisi giur. ec., 2016, 2, 581 ss.

<sup>31</sup> E’ stato correttamente osservato che l’intervento pubblico inevitabilmente falsa le regole della concorrenza e finisce addirittura per premiare quegli operatori bancari poco virtuosi, i quali non hanno fatto buon uso delle risorse provenienti dalla raccolta oppure hanno adottato comportamenti qualificabili come moral hazard, consentendo, di fatto, la permanenza sul mercato in condizioni di ingiustificato vantaggio, pregiudicando, a contrario, gli altri competitor che invece affrontano i rischi connessi nell’attività bancaria e gli oneri, senza aiuti esterni; così, Inzitari, Brrd, bail in, cit., 634. Nel medesimo senso, Presti, Il bail-in, cit., 340, secondo cui i meccanismi di bail-out hanno concorso ad arricchire gli investitori – in primis gli azionisti, i quali, pur essendo i titolari del capitale di rischio, non hanno subito alcun pregiudizio, anzi, le cui posizioni proprietarie si sono rinvigorite all’esito delle iniezioni di denaro pubblico - e, a contrario, ad impoverire i cittadini, dal momento che gli interventi di bail-out erano finanziati dalla fiscalità generale.

<sup>32</sup> Punto 15 della Comunicazione 2013/C 216/01.

<sup>33</sup> Siffatto duplice scopo è stato ben posto in rilievo da Capizzi-Cappiello, Prime considerazioni, cit., 7.

gli aiuti di Stato non devono essere concessi prima che il capitale proprio, dunque le azioni, il capitale ibrido, con esso riferendosi alla vasta platea dei cc.dd. strumenti di capitale<sup>34</sup> emessi dalle banche e computabili nel patrimonio di vigilanza<sup>35</sup>, e, infine, il debito subordinato, siano stati impiegati appieno per assorbire le perdite; d'altronde, è noto che le azioni costituiscono il c.d. capitale di rischio, mentre le obbligazioni subordinate sono collocate in quello che viene, pur criticabilmente, definito “quasi capitale”<sup>36</sup>, entrambi strumenti notoriamente connotati da una elevata rischiosità. La Comunicazione de qua costituisce il primo provvedimento in cui si richiede agli attori interni di un ente creditizio il proprio contributo al risanamento, contributo che, come si legge nella Comunicazione, può concretarsi nel sacrificio anche massimo, ossia nell'azzeramento del titolo, azionario o obbligazionario che sia. Giova precisare che la Comunicazione non esclude l'intervento pubblico ma semplicemente lo subordina al previo sacrificio da parte dei detentori del capitale e del “quasi capitale”, attesa la previsione che, qualora dopo l'attuazione delle misure di condivisione degli oneri permanga una carenza di capitale, siffatta carenza può essere coperta mediante misure di ricapitalizzazione pubblica. Pertanto, ogni aiuto di stato potrà essere accordato solo successivamente all'impiego delle risorse proprie dell'ente creditizio, financo nella loro totalità e sino a concorrenza con il livello delle perdite. In proposito, deve, però, rilevarsi, che la Comunicazione non obbliga gli Stati membri a subordinare la concessione degli aiuti al burden sharing, giacché essa, in virtù di quanto stabilito al punto 45 della Comunicazione de qua, ammette delle deroghe, anche parziali, alla condivisione delle perdite, qualora queste arrechino pericolo alla stabilità finanziaria oppure conducano a risultati sproporzionati rispetto

---

<sup>34</sup> Gli “strumenti di capitale”, ai sensi dell'art. 1, lett. ppp) d.lgs. 180/2015, sono gli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 e gli elementi di classe 2 ai sensi del Regolamento UE n. 575/2013 o della Direttiva 2013/36/UE e relative disposizioni di attuazione. Per un approfondimento della funzione e del concetto di strumenti di capitale, cfr. Lo Po', I nuovi strumenti ibridi di capitale tra implicazioni regolamentari e questioni di diritto societario, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), Lener, Strumenti di partecipazione ibridi nella nuova società per azioni italiana, in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2015, n. 139, 165 ss.; Cusa, Gli strumenti ibridi delle banche, in *Banca Impresa Società*, 2010, 1, 81 ss.; Abriani, Strumenti finanziari “ibridi” e “azioni cangianti” nella disciplina anticrisi: prime considerazioni sui “Tremonti bond”, in *Riv. dir. impr.*, 2009, II, 417 ss.

<sup>35</sup> Per un approfondimento del concetto nonché della composizione del patrimonio di vigilanza, sia consentito il rinvio a La Licata, *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Torino, 2008, passim e spec. 106 ss.; ivi pure per ampi e ulteriori riferimenti dottrinali. Cfr. altresì Vattermoli, *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, I, 754 ss.

<sup>36</sup> In tal senso, Semeraro, *Principio di condivisione degli oneri e tutela del risparmio*. Scritto per il Convegno “Salvataggio bancario e tutela del risparmio”, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

a quelli attesi. In particolare, alla luce anche di quanto statuito dalla Corte di giustizia dell'Ue su rinvio pregiudiziale promosso dalla Corte costituzionale slovena<sup>37</sup>, la Comunicazione non è idonea a creare obblighi autonomi in capo agli Stati membri, ma si limita a stabilire condizioni che mirano a garantire la compatibilità con il mercato interno di aiuti di Stato accordati alle banche nel contesto della crisi finanziaria<sup>38</sup>. Pertanto, la Comunicazione sugli aiuti di Stato dev'essere interpretata nel senso che essa non ha effetti vincolanti nei confronti degli Stati membri<sup>39</sup>. Tuttavia, come precisato dalla Corte di Giustizia, uno Stato membro non è obbligato ad imporre alle banche in difficoltà, prima della concessione di qualsivoglia aiuto di Stato, la copertura delle perdite tramite il meccanismo di svalutazione e conversione, però lo Stato, in uno alle banche beneficiarie degli aiuti di cui trattasi, si assumono il rischio di vedersi opporre una decisione della Commissione che dichiara l'incompatibilità di tali aiuti con il mercato interno<sup>40</sup>. Al contempo, come previsto dall'art 108, par. 2, T.F.U.E., la Commissione detiene altresì il potere di "sopprimere" o "modificare" l'aiuto di Stato, qualora ravvisi che tale aiuto, concesso da uno Stato o mediante fondi statali, non è compatibile con il mercato interno a norma dell'articolo 107, oppure che è attuato in modo abusivo. Al riguardo, un precedente rilevante è certamente quello della Banca Tercas nel 2013; nel caso in esame, la Banca d'Italia autorizzò un intervento di sostegno attraverso l'erogazione da parte del FIDT di un contributo a fondo perduto per la copertura del deficit patrimoniale al fine di consentire alla Banca popolare di Bari di contenere l'onere della acquisizione della Banca Tercas. La Commissione UE, dopo aver avviato il procedimento di cui all'art. 108, par. 2 T.F.U.E., all'esito di un'indagine approfondita, concluse che, sulla base dei fatti e delle circostanze noti, il sostegno concesso dal sistema obbligatorio di garanzia dei depositi italiano a Banca Tercas costituiva un aiuto di Stato incompatibile<sup>41</sup> e, pertanto, impose all'Italia il recupero dell'intero aiuto di Stato concesso dal FIDT; e ciò, nonostante all'epoca dei fatti non

---

<sup>37</sup> Sentenza della Corte (Grande Sezione), 19 luglio 2016 nella causa C-526/14 (c.d. Kotnik et al.), il cui testo integrale è reperibile su [curia.europa.eu](http://curia.europa.eu)

<sup>38</sup> Punto 44 della Sentenza Kotnik et al.

<sup>39</sup> Punto 45 della Sentenza Kotnik et al.

<sup>40</sup> Punto 100 della Sentenza Kotnik et al.

<sup>41</sup> La decisione preliminare del 27 febbraio 2015 C(2015) 1404 è stata confermata dalla decisione del 23 dicembre 2015 C(2015)9526. Il testo integrale di quest'ultima è reperibile su [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/cases/257219/257219\\_1730542\\_185\\_2.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/257219/257219_1730542_185_2.pdf)



fosse ancora stata recepita la BRRD. In dettaglio, le motivazioni vertevano essenzialmente su tre ordini di ragioni; in primo luogo, si contestava che l'Italia non avesse presentato un piano di ristrutturazione, così da impedire alla Commissione di valutare se fosse possibile ripristinare la redditività a lungo termine dell'entità beneficiaria dell'aiuto; in secondo luogo, ritenne la Commissione che non furono attuate misure in grado di limitare sufficientemente la distorsione della concorrenza causata dall'aiuto; e infine – l'aspetto, questo, maggiormente rilevante – la Commissione, richiamando la Comunicazione del 2013 C216/01, in particolare il punto 44, ai sensi del quale, “il debito subordinato deve essere convertito o ridotto, in linea di principio prima della concessione degli aiuti di Stato. Gli aiuti di Stato non devono essere concessi prima che capitale proprio, capitale ibrido e debito subordinato siano stati impiegati appieno per compensare eventuali perdite”, rilevava che, sebbene all'epoca la partecipazione degli azionisti nella proprietà di Banca Tercas fosse stata totalmente azzerata, i creditori subordinati, contrariamente a quanto richiesto dai principi di ripartizione degli oneri (burden-sharing), non avevano minimamente contribuito ai costi di ristrutturazione<sup>42</sup>.

### 3. La massima attuazione del burden sharing: il bail-in.

Il principio di condivisione degli oneri sancito dalla “Comunicazione sul settore bancario” – condivisione pur parziale, giacché concernente soltanto i portatori del c.d. capitale di rischio, cioè azioni e strumenti di capitale, e gli obbligazionisti subordinati – costituisce la filosofia di fondo del Regolamento UE 806/2014 nonché della Direttiva 2014/59/UE, recepita anche in Italia mediante i decreti legislativi nn. 180 e 181 del 2015. Si è affermato infatti che, con il recepimento della Direttiva de qua, le perdite subite da un ente creditizio gravano non sui bilanci statali (e, quindi, sulla generalità dei contribuenti), bensì sugli investitori privati (in linea generale,

---

<sup>42</sup> Giova precisare che la Commissione altresì ritenne che la natura privatistica del FIDT non escludeva il carattere pubblico dell'intervento, in quanto quest'ultimo agiva in adempimento di un mandato pubblico, autorizzato, coordinato e deciso dalla Banca d'Italia.

azionisti e creditori), i quali devono contribuire in misura più o meno ampia – l’entità della svalutazione e/o della conversione in capitale, dipende dal caso concreto, cioè essenzialmente dall’ammontare delle perdite e, in definitiva, dalla gravità della crisi – alla soluzione della crisi<sup>43</sup>. Pare allora possibile affermare, neanche troppo arditamente, che il legislatore comunitario, contravvenendo in parte allo storico principio (sopra citato) della specialità delle crisi bancarie, abbia nei fatti equiparato le banche alle imprese di diritto comune per quanto concerne la soluzione della crisi, finendo col renderle, per così dire, fallibili; e infatti, nella sostanza, la BRRD, stabilendo che la crisi debba essere “privatizzata”, non fa altro che estendere alle banche la regola cardine del diritto fallimentare<sup>44</sup>, secondo cui le perdite gravano sugli investitori e non di certo sui fondi pubblici; specialità che, però, non viene del tutto dimenticata, giacché, come anzidetto, tra gli obiettivi del legislatore comunitario vi è altresì quello di garantire la prosecuzione dell’attività bancaria, in virtù delle ovvie preoccupazioni che desterebbe l’estinzione di un ente creditizio. In tal senso, si afferma, allora, che le procedure introdotte dalla BRRD si rivelano più efficienti sia dei meccanismi di bail-out sia della ordinaria procedura di liquidazione coatta amministrativa<sup>45</sup>, giacché, ove attuate in maniera corretta, consentono, al contempo, sia il salvataggio dell’ente in dissesto – attraverso, si è detto, le risorse interne – sia la preservazione dei fondi pubblici – i quali interverrebbero soltanto in via residuale e, nello specifico, soltanto alla duplice condizione che azionisti e creditori abbiano fornito un contributo per l’assorbimento delle perdite e per la ricapitalizzazione per un importo non inferiore all’8 % delle passività totali, fondi propri compresi, e che il contributo pubblico non superi il 5% delle passività totali, anche qui compresi i fondi propri, dell’ente soggetto a risoluzione.

---

<sup>43</sup> Al riguardo, corretto è quanto osservato da Capriglione, secondo cui il legislatore europeo, ponendo a fondamento della Brrd una logica liberistica di stampo neoclassico, presuppone l’esistenza di un mercato maturo ed efficiente – il ché non sembra corrispondere alla attuale realtà – che consenta di rinvenire al suo interno i rimedi necessari per il superamento della crisi. Così, Capriglione, Luci e ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi. Scritto per il Convegno “Salvataggio bancario e tutela del risparmio”, 1, reperibile su [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it).

<sup>44</sup> Così, ex multis, Donati, La ricapitalizzazione “interna”, cit., 597, ove si afferma che le norme europee hanno imposto la distribuzione delle perdite di una banca in crisi “secondo criteri quanto più possibili corrispondenti a quelli applicabili nell’insolvenza delle società non finanziarie”.

<sup>45</sup> Il concetto è illustrato puntualmente nella dottrina straniera che si è occupata del tema; per tutti, Huertas, The Case for bail-ins, cit., 1, secondo cui “bail-ins are superior to bail-outs, and bail-ins are superior to insolvency and liquidation”, atteso che soltanto il bail-in “reorders and stabilises the capital structure of the bank and offers the prospect...that the authorities can resolve the bank in an orderly fashion as a going concern”. In senso analogo, Gleeson, Legal aspects, cit., 3 ss.

Sembra allora corretto affermare che la Comunicazione del 2013 abbia rappresentato una tappa del progressivo passaggio da un sistema fondato sul bail-out, ossia sulla socializzazione delle perdite, ad un altro, basato sull'internalizzazione delle perdite (il c.d. bail-in) e, in sostanza, abbia costituito, in quella finestra temporale compresa tra il 1° agosto 2013 ed il 16 novembre 2015, giorno in cui è stata recepita la Direttiva, il preludio della resolution<sup>46</sup> e del bail-in “vero”, il quale, proprio in considerazione della delicatezza degli effetti che provoca, è entrato in vigore, posticipatamente rispetto alla Direttiva, solo il 1° gennaio 2016<sup>47</sup>. A ben vedere, il bail-in costituisce, fra gli strumenti introdotti dalla BRRD<sup>48</sup> attuativi della resolution, senza dubbio quello più innovativo, controverso e invero temibile<sup>49</sup>; benvero, che questo nuovo istituto non fosse scevro da dense complessità, lo si evinceva già dal termine, bail-in<sup>50</sup>, di difficile traduzione ed esplicazione, al punto che il legislatore

---

<sup>46</sup> Il termine resolution è nuovo e di difficile traduzione, tanto che si ritiene preferibile utilizzare il termine originale piuttosto che l'equivoca traduzione “risoluzione”, termine che, come evidenziato da Presti, *Il bail-in*, cit., 343, alla nota 9, coincide con un istituto tipico del diritto privato; per resolution si intende il complesso di strumenti o “attrezzi” che, incidendo in modo penetrante sia sul patrimonio che sul soggetto – come opportunamente rilevato da Stanghellini, *La disciplina delle crisi*, cit., 155 –, l'Autorità di Risoluzione può utilizzare, anche in combinazione fra loro, per comporre e superare le crisi bancarie; e ciò, come già evidenziato, assicurando la continuità delle funzioni essenziali dell'ente e riducendo al minimo le conseguenze sistematiche di un dissesto. Sconfinata la dottrina, soprattutto straniera, che ha esaminato la nuova procedura di resolution; all'uopo, sia consentito il rinvio agli Autori già citati in nota 11 e, inoltre, a Thole, *Bank crisis management and Resolution. Core features of the Bank Recovery and Resolution Directive*; Conlon-Cotter, *Eurozone bank resolution and Bail-in – Intervention, triggers and writedowns*; Cetin, *Restructuring an insolvent bank*; tutti reperibili su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

<sup>47</sup> Al riguardo, è certamente condivisibile quanto affermato da chi, come Capriglione, *Luci e ombre*, cit., 7, ritiene che “l'introduzione della nuova disciplina di risoluzione delle crisi bancarie abbia colto il nostro Paese impreparato ad un passaggio disciplinare di grande portata”. Parimenti apprezzabile fu il tentativo di evitare l'immediata applicazione del bail-in, allorché venne proposto di rinviare la sua adozione al 2018; al riguardo, v. le osservazioni di Barbagallo, *Audizione nell'Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano*, Roma, 9 dicembre 2015, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

<sup>48</sup> Oltre al bail-in, gli altri tre strumenti sono la vendita dell'attività d'impresa, l'ente ponte e la separazione delle attività. Per una disamina puntuale dei quattro strumenti introdotti dalla Direttiva, sia consentito rinviare agli Autori citati nelle note 11 e 13.

<sup>49</sup> Sotto il profilo definitorio, il bail-in costituisce “il meccanismo per l'esercizio dei poteri di svalutazione e di conversione in relazione alle passività di un ente soggetto a risoluzione”; questa la definizione contenuta nel Reg. n. 806/2014/UE all'art. 3, co. 1, n. 33), che, peraltro, ricalca quella contenuta nella Direttiva; a parer di chi scrive, però, la definizione più esatta o, forse, completa è quella formulata dal legislatore italiano nel decreto di recepimento (n. 180/2015), il quale, non restando il generico termine “passività”, all'art. 1, co. 1, lett. g), dispone che oggetto di svalutazione (nonché di conversione) siano i “diritti degli azionisti e dei creditori”.

<sup>50</sup> La paternità dei termini bail-in e bail-out è ricondotta a Calello-Erwin, *From bail-out to bail-in*, in *the Economist*, Jan 28th 2010. Cfr. altresì Zhou et al., *From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions*, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Per ulteriori considerazioni sul significato e sulle origini del termine “bail” nonché dei derivati “bail-in” e “bail-out”, cfr. nella dottrina italiana, Presti, *Il bail-in*, cit., 340-341 alla nota 3, nonché Di Brina, “Risoluzione” delle banche, cit., 214 alla nota 15.

italiano, replicando la scelta effettuata altresì da altre legislazioni europee, ha optato per lasciare il termine originale, evitando così traduzioni che probabilmente si sarebbero rivelate sfortunate ed imprecise. Certamente il termine *bail-in*, coniato da Erwin e Calella, nasce da una dichiarata contrapposizione rispetto al *bail-out*<sup>51</sup>, con quest'ultimo intendendosi il salvataggio di un'impresa bancaria facendo ricorso a risorse esterne e, nello specifico, a risorse pubbliche, prassi, questa, invalsa durante gli anni della crisi finanziaria in quasi tutti i Paesi dell'Unione europea.

Il *bail-in* è, inoltre, l'unico strumento che, almeno in teoria, consente all'ente creditizio in crisi di conservarne l'esistenza sul mercato nella originaria forma giuridica<sup>52</sup>. Il *bail-in* può essere definito la pietra angolare del framework comunitario sulla gestione delle crisi bancarie e, difatti, rappresenta la massima modalità attuativa del principio di *burden-sharing*, come delineato dalla Comunicazione del 2013 sul settore bancario. Tale strumento, pur rappresentando la piena concretizzazione ed attuazione del *burden sharing* imposto dalla predetta Comunicazione, presenta un ineguagliabile *quid pluris*; per un verso, esso costituisce una procedura vera e propria<sup>53</sup> - differente dal *burden sharing* che ha trovato

---

<sup>51</sup> Stanghellini, ult. op. cit., 170

<sup>52</sup> In proposito, benché il *bail-in*, ove applicato alla banca in risoluzione (e non alle passività cedute ad un ente-ponte), consenta la continuazione della originaria forma giuridica, non può non condividersi quanto sostenuto da Inzitari, *Brrd, bail in*, cit., 641, secondo cui “da un tale processo scaturisce una azienda che è diversa, separata e distinta rispetto alla precedente tanto nella composizione patrimoniale e societaria, quanto nella governance”, al punto da essere “nella sostanza una nuova banca”.

<sup>53</sup> Che il *bail-in* sia una procedura, alternativa alla liquidazione coatta amministrativa – e, in particolare, la procedura per eccellenza deputata a comporre le crisi bancarie, ove sussistano i presupposti di una sua attuazione di cui all'art. 17 del d.lgs. 180/2015 – è opinione unanimemente accolta in dottrina; viceversa, è dibattuto se essa costituisca una procedura concorsuale. La tesi della concorsualità del *bail-in*, corretta a parere di chi scrive, è sostenuta da Inzitari, *Brrd, bail in*, cit., 641 ss., secondo cui anche nel *bail-in* vi sia una sorta di concorso, sia pur alle perdite; su tale ultimo aspetto v. infra nel testo. Inoltre, secondo Inzitari, la legittimazione dei commissari nominati dalla Banca d'Italia nella resolution a promuovere le azioni di responsabilità (ivi inclusa quella spettante ai creditori sociali) contro i membri degli organi di amministrazione e controllo costituisce un'ulteriore prova della natura concorsuale della resolution. Interessante e condivisibile è altresì quanto opinato da Donati, *La ricapitalizzazione “interna”*, cit., 598, il quale qualifica il *bail-in* come una “procedura concorsuale ‘virtuale’ ad esecuzione istantanea che... ‘simula’ gli effetti che deriverebbero da una liquidazione coatta amministrativa”; questo secondo profilo sarà approfondito in seguito.

In senso contrario, Santoni, *Tre interrogativi*, cit., 1, il quale, pur qualificando la resolution come procedura autonoma, esclude che essa abbia natura concorsuale. Nella medesima direzione, Lener, *Bail-in bancario*, cit., 291, il quale in maniera netta nega il carattere concorsuale del *bail-in*, adducendo la inesistenza del concorso e della *par condicio creditorum*; e analogamente, Rulli, *Prevenire l'insolvenza*, cit., 304., Di Brina, “*Risoluzione*” delle banche, cit., 184 ss.; Carriero, *Crisi bancarie, tutela del risparmio, rischio sistemico*, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 370.

attuazione, per la prima volta in Italia, nella risoluzione delle quattro banche, come si specificherà infra -; per altro verso, il bail-in impone la condivisione delle perdite, e dunque il sacrificio anche massimo in termini di azzeramento del diritto (partecipativo o di credito), non soltanto ai titolari di titoli partecipativi ed agli obbligazionisti subordinati, ma altresì a tutti coloro i quali a vario titolo hanno prestato fiducia all'ente creditizio in crisi, apportandovi risorse, cominciando, ovviamente, dagli azionisti, proseguendo con coloro che hanno sottoscritto strumenti di capitale non primario e finendo con chi è semplicemente creditore della banca, compresi, dunque i titolari di depositi superiori ai centomila euro<sup>54</sup>. Ovviamente, non mancano strumenti di tutela per gli azionisti e (soprattutto) i creditori, primo fra i quali, il c.d. no credit worse off, principio secondo cui nessun creditore debba subire perdite superiori a quelle che subirebbe ove fosse disposta una liquidazione coatta amministrativa; viepiù, il legislatore comunitario ha previsto, in uno ad un variegato e talora poco condivisibile elenco di passività escluse ex lege dall'applicazione del bail-in, la possibilità che l'Autorità di Risoluzione, sulla base di scelte più o meno discrezionali, possa escludere dal perimetro dell'applicazione del bail-in talune passività, ove ricorrano particolari condizioni. Ma su questi temi si tornerà nel successivo capitolo.

---

A ben vedere, ciò che non sembra revocabile in dubbio, è che il bail-in, ma in generale ogni strumento introdotto dalla Brrd, si ponga come soluzione alternativa alla liquidazione coatta nell'ipotesi di crisi di una banca, sempreché sussistano i presupposti richiesti; la stessa liquidazione coatta amministrativa, che continua ad essere prevista nell'ordinamento italiano pressoché invariata in seguito all'introduzione della Brrd, sembra piuttosto essere confinata ad un ruolo residuale, attesa la sua natura di procedura volta all'estinzione dell'ente in dissesto, al contrario della resolution che, inquadrata in una visione prospettica e di mantenimento in funzione dell'attività dell'ente, mira al risanamento dell'impresa bancaria ed alla soluzione della crisi. In proposito, cfr. il Considerando n. 45 della Direttiva, per cui risulta "altamente probabile che sarebbe di pubblico interesse sottoporre l'ente a risoluzione e applicare strumenti di risoluzione anziché avvalersi della procedura ordinaria di insolvenza, con l'obiettivo quindi di garantire la continuità delle funzioni essenziali, di evitare effetti negativi sulla stabilità finanziaria, di tutelare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario per gli enti in dissesto e di tutelare i depositanti e gli investitori protetti, i fondi e le attività dei clienti".

<sup>54</sup> Cfr. l'analisi dei profili societari del bail-in compiuta da Perrino, *Il diritto societario della crisi delle imprese bancarie nella prospettiva europea: un quadro d'insieme*, in Chiti-Santoro (a cura di), *L'Unione bancaria*, cit., 357 ss.

#### 4. Bail-in e forme minori di bail-in: le differenze. Il caso italiano delle “quattro Banche”.

Ciò che ora pare doveroso precisare, poiché al riguardo non sono mancati equivoci e confusioni soprattutto di origine mediatica, è che il bail-in “vero”, inteso cioè, come dianzi osservato, quale procedura di resolution diretta ad incidere – nei termini di svalutazione e conversione summenzionati - sulla totalità dei creditori di un ente creditizio in dissesto o in rischio di dissesto<sup>55</sup>, e che, ad ora, in Italia non ha ancora avuto un precedente, è cosa diversa dal c.d. “write-down risolutivo”<sup>56</sup>; quest’ultimo, infatti, pur presentando notevoli affinità col bail-in “vero” - tanto da esser stato definito “bail-in minore”<sup>57</sup> o “fratello minore del bail-in”<sup>58</sup> – giacché risponde alla medesima finalità, ossia l’assorbimento delle perdite e eventuale la ricapitalizzazione ad opera di taluni investitori interni, e giacché costituisce anch’esso una pur parziale attuazione del Burden sharing, rappresenta un ulteriore strumento introdotto dalla Direttiva. In particolare, la Direttiva stabilisce all’art. 59, par. 1, lett. a), che il potere di svalutare o di convertire gli strumenti di capitale – per essi intendendosi esclusivamente le azioni e gli altri strumenti di capitale, ivi ricompresi i debiti subordinati che, come noto, sono computabili nei “fondi propri”<sup>59</sup> della banca - può essere esercitato indipendentemente da un’azione di risoluzione; e ciò, perché la svalutazione e/o la conversione può risultare sufficiente a ripristinare la sostenibilità

---

<sup>55</sup> Si precisa che tra i presupposti dell’attuazione di una procedura di resolution, non è necessario che l’ente sia in dissesto, essendo sufficiente il mero rischio di dissesto. Il concetto di dissesto, nuovo e più generico rispetto a quello di crisi, si differenzia altresì dall’insolvenza, che si manifesta in una banca solo in presenza di un dissesto particolarmente grave. Per un’analisi del concetto di dissesto, cfr. Inzitari, Brrd, bail in, cit., 637, nonché, ampiamente, Rulli, Prevenire l’insolvenza, cit., 294 ss. Sul rapporto tra dissesto, rischio di dissesto e stato di insolvenza, v. Santoni, La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 517 ss.

<sup>56</sup> L’espressione è di Stanghellini, La gestione delle crisi bancarie, cit., 333. Lo strumento di riduzione del valore limitatamente ad azioni e strumenti di capitale è stato anche definito “write-down ristorativo” da Donati, La ricapitalizzazione “interna”, cit., 603.

<sup>57</sup> Presti, Il bail-in, cit., 344, alla nota 10.

<sup>58</sup> Stanghellini, La gestione delle crisi bancarie, cit., 333.

<sup>59</sup> “Fondi propri”, come definiti all’art. 4, par. 1, punto 118, del regolamento (UE) n. 575/2013. In argomento, v. Boatto, Strumenti finanziari partecipativi emessi da s.p.a. bancarie: loro computabilità tra i «fondi propri», capacità di assorbimento delle perdite e ordine di esposizione al procedimento di «riduzione o conversione» ai sensi degli artt. 27 e ss. d.lgs. 180/2015, paper presentato all’VIII Convegno dell’Associazione “Orizzonti del diritto commerciale”, 17-18 febbraio 2016, Roma, reperibile su [www.orizzontideldirittoconcommerciale.it](http://www.orizzontideldirittoconcommerciale.it)

economica dell'ente oppure perché l'avvio della resolution non è possibile in quanto manchi l'interesse pubblico<sup>60</sup>.

Benvero, tale strumento, che si colloca in una posizione intermedia tra i poteri di intervento precoce e la resolution vera e propria, si rivela utile allorché la crisi può essere risolta mediante la svalutazione sino all'azzeramento e la eventuale successiva conversione dei soli strumenti di capitale (quelli computabili nel Tier 1 e nel Tier 2), senza incidere sulle altre passività che non presentano le caratteristiche per poter essere ricompresi nei fondi propri. In particolare, siffatto strumento, recepito nell'ordinamento italiano nel Capo II del d.lgs. 180/2015 e tradotto come "Riduzione o conversione di azioni, di altre partecipazioni e di strumenti di capitale", e concernente, ai sensi dell'art. 28, 1° comma, d.lgs. 180/2015, esclusivamente le riserve, le azioni, le altre partecipazioni e gli strumenti di capitale emessi da una banca avente sede legale in Italia computabili nei fondi propri, può essere attuato ogniqualvolta l'ente abbia passato il c.d. point of non viability (PONV), ossia quando l'ente sia in dissesto o in rischio di dissesto e quando non si possono ragionevolmente prospettare misure alternative che permettono di superare in tempi adeguati la situazione di dissesto ovvero di rischio di dissesto. In generale, l'intervento de quo – il c.d. bail-in minore – rappresenta una prima manovra, certamente meno invasiva del bail-in alla luce di quanto dianzi osservato, che consente, ove la situazione non sia eccessivamente grave, l'assorbimento delle passività ed il ripristino dell'equilibrio patrimoniale richiesto per la corretta continuazione dell'attività bancaria.

Inoltre, siffatto strumento di riduzione e conversione di azioni e strumenti di capitale può essere attuato tanto isolatamente quanto in combinazione con una procedura di resolution<sup>61</sup> e/o fianco con una ordinaria procedura di insolvenza<sup>62</sup>, con riferimento

---

<sup>60</sup> Occorre infatti precisare che il bail-in, in qualità di procedura di resolution, postuli altresì la sussistenza di un interesse pubblico, in aggiunta ai presupposti già richiesti per l'attuazione della svalutazione e/o conversione extra-procedura.

<sup>61</sup> Cfr. Presti, *Il bail-in*, cit., 343.

<sup>62</sup> Cfr. il Considerando n. 44 della Direttiva, secondo cui "una volta che l'Autorità di Risoluzione abbia preso la decisione di assoggettare l'ente alla risoluzione, la procedura ordinaria d'insolvenza dovrebbe essere esclusa, salvo qualora debba essere combinata con il ricorso a strumenti di risoluzione e su iniziativa dell'Autorità di Risoluzione".

a singole passività<sup>63</sup>; beninteso, ove una banca sia sottoposta ad una procedura mista risolutivo-liquidativa, il perimetro delle passività soggette a svalutazione e/o conversione resta certamente escluso dall'applicazione della disciplina della procedura concorsuale ordinaria<sup>64</sup>; in altre parole, è stato correttamente affermato che, anche se i due regimi concorrono – il che è ben possibile –, ciò avviene su porzioni diverse del patrimonio, nel senso che l'area della risoluzione è sottratta alle regole della concorsualità ordinaria, e viceversa<sup>65</sup>.

Benvero, come anzidetto, è possibile che la riduzione ed eventualmente la conversione, ove non risultino sufficienti ad assorbire le perdite ed a consentire, così, il superamento del dissesto, siano disposte in combinazione con una o più misure di risoluzione tra quelle previste dall'art. 39, d.lgs. 180/2015<sup>66</sup>; e ciò è quanto si è verificato nell'ambito delle procedure di risoluzione delle quattro banche nel novembre 2015 che, oltre a costituire i primi casi italiani di resolution nonché di attuazione del *burden sharing*, costituiscono un relevantissimo precedente di applicazione combinata di strumenti nuovi quali il *write-down* (o *bail-in* “minore”), l'ente ponte e la società veicolo (c.d. *bad bank*), e strumenti “vecchi” quali la liquidazione coatta amministrativa<sup>67</sup>.

La Banca d'Italia infatti, per ciascuna delle quattro banche, dopo aver ravvisato la sussistenza di tutti i presupposti di cui all'art. 17 del d.lgs. 180/2015, dapprima ha determinato la chiusura delle precedenti procedure di amministrazione straordinaria ed ha nominato i commissari speciali ed il comitato di sorveglianza delle banche in risoluzione, poi ha provveduto alla riduzione integrale delle riserve e del capitale

---

<sup>63</sup> Così, Lener, *Bail-in bancario*, cit., 290; nella medesima direzione, Stanghellini, *La disciplina delle crisi*, cit., 165; cfr. Capriglione-Troisi, *L'ordinamento finanziario*, cit., passim.

A tal riguardo, si precisa che la stessa procedura di *bail-in* può essere attuata tanto nei confronti di una banca in risoluzione quanto, in caso di cessione nei confronti di un ente ponte ai sensi della Sezione II del d.lgs. 180/2015, per ridurre il valore nominale delle passività cedute, inclusi i titoli di debito, o per convertire queste passività in capitale.

<sup>64</sup> Così, Rulli, *Prevenire l'insolvenza*, cit., 296.

<sup>65</sup> Lener, *Bail-in bancario*, cit., 290.

<sup>66</sup> Cfr., per tutti, Inzitari, *Brrd, bail in*, cit., 645 ss.

<sup>67</sup> L'avvio delle quattro procedure è stato disposto mediante quattro provvedimenti gemelli - nn. 1241012, 1241013, 1241014 e 1241015 - adottati dalla Banca d'Italia tutti il 21 novembre 2015, e poi approvati dal Ministro dell'Economia e delle Finanze il 22 novembre 2015; questi sono reperibili su [www.bancaditalia.it/compiti/risoluzione-gestione-crisi/provvedimenti-crisi/index.html](http://www.bancaditalia.it/compiti/risoluzione-gestione-crisi/provvedimenti-crisi/index.html). Ad essi ha fatto séguito il d.l. 183/2015 del 22 novembre 2015, decreto che non è stato convertito ma, fatti salvi gli effetti prodotti, l'intero contenuto è confluito nei commi 842-861 dell'art. 1 della legge di stabilità 2016, l. 28 dicembre 2015, n. 280



rappresentato da azioni anche non computate nel capitale regolamentare, e del valore nominale degli elementi di classe 2<sup>68</sup>, computabili nei fondi propri, ai sensi e per gli effetti dell'art. 27, comma 1, lett. b), e dell'art. 52, comma 1, lett. a), punti i) e iii), richiamato dall'art. 28, comma 3, del d.lgs. 180/2015, al fine di assicurare la copertura di una parte delle perdite quantificate sulla base delle risultanze delle valutazioni provvisorie di cui all'art. 25 del medesimo Decreto. A tal riguardo, è doveroso precisare che i provvedimenti de quibus hanno costituito soltanto una prima e parziale applicazione dello strumento del bail-in<sup>69</sup> - che, come noto, è entrato in vigore, soltanto successivamente, il 1° gennaio 2016 - giacché, per un verso, non si è provveduto ad incidere tutte le passività cc.dd. bail-inable (non trattandosi del “vero” bail-in, ma soltanto del bail-in “minore”, pur però attuativo del burden sharing), per altro verso, non ha nemmeno avuto luogo, per mancanza di patrimonio e di ulteriori passività assoggettabili a svalutazione e/o conversione, la fase della conversione in azioni. Difatti, la ricapitalizzazione – che, qualora vi fossero state ulteriori passività svalutabili e/o convertibili ovvero fosse stato disposto il bail-in “vero”, destinato cioè ad incidere su tutte le passività esistenti<sup>70</sup>, sarebbe stata imposta ai titolari di dette passività<sup>71</sup> - è stata resa possibile e attuata dal Fondo di Risoluzione, alimentato in gran parte dai contributi di tre banche italiane (Intesa Sanpaolo, Unicredit e UBI Banca)<sup>72</sup>. Tale Fondo, che non coincide né con il Fondo Unico di Risoluzione previsto dal SRM né con il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, ma che rappresenta un patrimonio autonomo costituito ad hoc dalla Banca d'Italia in virtù di quanto previsto dall'art. 78, d.lgs. 180/2015, in parte è stato infatti utilizzato per sottoscrivere interamente il capitale sociale delle quattro banche-ponte, assicurando il rispetto dei prescritti requisiti patrimoniali; vieppiù, un'altra parte del Fondo è

---

<sup>68</sup> Giova precisare che la cancellazione delle azioni e degli altri strumenti di capitale, come risulta dai provvedimenti della Banca d'Italia, ha comportato la estinzione di ogni diritto amministrativo e patrimoniale ad essi connesso.

<sup>69</sup> Cfr. Rulli, *Prevenire l'insolvenza*, cit., 313.

<sup>70</sup> Ad eccezione ovviamente di quelle escluse vuoi ope legis vuoi per scelta dell'Autorità di Risoluzione, in virtù di quanto previsto dall'art. 49, d.lgs. 180/2015; per un approfondimento della ratio alla base delle predette esclusioni, sia consentito rinviare agli Autori già citati nella nota 18 e specialmente a Donati, *Ricapitalizzazione “interna”*, cit., 606 ss., il quale si sofferma sulle singole fattispecie di esclusione ope legis previste dalla Direttiva.

<sup>71</sup> Sulle modalità della conversione, v. *infra*, nel testo.

<sup>72</sup> Contributi concretatisi in finanziamenti erogati a tassi di mercato e con scadenza entro diciotto mesi; per un approfondimento delle modalità di rimborso di detti finanziamenti, v. Rulli, *Prevenire l'insolvenza*, cit., 314 ss.

servita, invece, per dotare la bad bank del capitale minimo necessario ad operare, ed un'altra ancora per coprire le perdite delle banche originarie non assorbite dagli azionisti e dagli obbligazionisti. In proposito, si rileva infatti che le perdite sono state assorbite soltanto in parte dagli azionisti e dagli obbligazionisti subordinati della banca, dacché le perdite residue ed il costo della ricapitalizzazione hanno gravato sul Fondo di Risoluzione; d'altronde, ciò si rivela in linea con quanto stabilito dalla BRRD e con quanto imposto dalla Comunicazione sul settore bancario, le quali, pur imponendo agli attori interni ad una banca una condivisione delle perdite, non escludono la possibilità di un contributo esterno. Sul punto, anche la Commissione europea aveva espresso un parere favorevole in ordine alle operazioni di risoluzione ed in particolare all'intervento da parte del Fondo di Risoluzione<sup>73</sup>.

A tal riguardo, nonostante l'applicazione del bail-in nell'ambito della risoluzione delle quattro banche sia stata soltanto parziale, penetranti sono stati gli effetti subiti dagli azionisti e soprattutto dagli obbligazionisti subordinati incisi dai provvedimenti, pur legittimi, come si dimostrerà in séguito; da qui, la reazione dell'opinione pubblica che è stata forte, di sgomento, e anche di rabbia, dal momento che, come è stato osservato<sup>74</sup>, è come se il burden sharing avesse violato un tabù, eretto in decenni in cui nulla di simile era accaduto. Cionondimeno, non ci si può esimere dal rilevare, come giustamente evidenziato<sup>75</sup> e come dianzi osservato, da un lato, che i costi della resolution sono stati sopportati, oltre che dai detentori di azioni e obbligazioni subordinate, per la maggior parte dal sistema bancario attraverso il neocostituito Fondo di Risoluzione e, dall'altro, che, in assenza di questo intervento, una liquidazione coatta amministrativa – che, dopo l'introduzione della BRRD, costituisce l'unica alternativa possibile alla risoluzione, giacché, come anzidetto, non è più possibile valersi degli interventi in forma di bail-out da parte del Fondo interbancario di tutela dei depositi – “avrebbe disperso valore e generato perdite anche per i titolari di obbligazioni ordinarie e di depositi non garantiti, avrebbe

---

<sup>73</sup> Cfr. le decisioni della Commissione europea SA.43547 per CariChieti; SA.41925 per CariFe; SA.41134 per Banca Etruria; SA.39543 per Banca Marche.

<sup>74</sup> S. Rossi, Intervento di chiusura al Convegno “La tutela del risparmio nell'Unione bancaria”, Roma 5 maggio 2016, reperibile su [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), 4 ss.

<sup>75</sup> Visco, Relazione al “Forex”, cit., 6.

impedito il proseguimento della normale attività bancaria, si sarebbe ripercossa sull'intero tessuto economico locale”.

Orbene, contestualmente all'azzeramento di azioni e obbligazioni subordinate, la Banca d'Italia ha costituito tante banche-ponte (i cc.dd. enti-ponte previsti dagli artt. 42 ss. del Decreto) quante erano le banche poste in risoluzione e, al contempo, un'unica bad bank, priva di licenza bancaria. In sostanza, è stata realizzata, in relazione a ciascuna delle quattro banche, un'operazione chirurgica di separazione della “parte buona” dalla “parte cattiva”, sì da permettere all'Autorità di Risoluzione di scomporre i diversi rapporti giuridici facenti capo a ciascun ente in risoluzione e, in definitiva, “scegliere quelli valutati come idonei a costituire gli elementi patrimoniali funzionali per la continuazione dell'attività bancaria”<sup>76</sup>; e infatti, da un lato, tutte le attività diverse dai prestiti in sofferenza – a fronte delle quali vi erano essenzialmente i depositi e le obbligazioni ordinarie, che, si è detto, non sono stati intaccati dalla resolution – delle quattro banche sono state cedute rispettivamente alle quattro banche-ponte ad hoc costituite<sup>77</sup>, che, in qualità di cessionarie delle aziende bancarie, sono succedute alle banche poste in risoluzione nei rapporti con i depositanti e negli altri rapporti. Dall'altro lato, all'unica “banca cattiva”, la c.d. bad bank, sono stati trasferiti, da tutte le quattro banche in risoluzione, i prestiti in sofferenza residui dopo l'assorbimento delle perdite da parte delle azioni e delle obbligazioni subordinate cancellate e, per la parte eccedente, da parte del contributo del fondo di Risoluzione. Infine, le quattro banche originarie, trasformate in

---

<sup>76</sup> Inzitari, Brrd, bail in, cit., 641. L'A. rileva che la Banca d'Italia realizza un vero processo di rifondazione dell'azienda bancaria, attraverso la formazione di un patrimonio che è composto solo dagli “elementi prescelti” del patrimonio dell'ente sottoposto a risoluzione; dacché è possibile la continuazione dell'attività da parte però di un “soggetto del tutto nuovo”.

<sup>77</sup> Al riguardo, v. l'art. 1, d.l. 183/2015. Giova precisare che il trasferimento di beni e diritti non discende dalle volontà negoziali del cedente e del cessionario ma è disposto unilateralmente dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 47, 2° comma, d.lgs. 180/2015, anche senza il consenso degli azionisti e dei creditori; in secondo luogo, allorché la predetta cessione avvenga a favore di un ente-ponte, diversamente dall'ipotesi in cui la cessione avvenga a favore di un soggetto terzo ex art. 40 ss. del medesimo Decreto, non è prevista la corresponsione di alcun indennizzo ad azionisti e titolari di strumenti trasferiti, giacché si tratta di una cessione che non ha carattere di collocazione sul mercato quanto piuttosto di trasferimento del tutto transitorio, propedeutico ad una collocazione futura dell'azienda bancaria; in tal senso milita l'art. 42, 1° comma, del medesimo Decreto, in virtù del quale “l'ente-ponte è costituito per gestire beni e rapporti giuridici acquistati ai sensi dell'articolo 43, con l'obiettivo di mantenere la continuità delle funzioni essenziali precedentemente svolte dall'ente sottoposto a risoluzione e, quando le condizioni di mercato sono adeguate, cedere a terzi le partecipazioni al capitale o i diritti, le attività o le passività acquistate”. Per approfondimenti, si rinvia a Rulli, Prevenire l'insolvenza, cit., 312 nonché a Inzitari, Brrd, bail in, cit., 646 ss.

“contenitori residui in cui sono confinate le perdite e la loro copertura”<sup>78</sup> sono state dichiarate insolventi e poste in liquidazione coatta amministrativa<sup>79</sup>.

Benvero, nulla impedisce che, ove l’attuazione del burden sharing nella forma “soft” di bail-in “minore” non consenta il superamento della crisi, essa sia seguita dal bail-in “vero” ovvero dalla liquidazione coatta amministrativa, in altri termini, da una procedura di crisi in senso stretto; in tal senso milita l’art. 20, 1° comma, lett. b) del d.lgs. 180/2015, per cui può essere disposta, alternativamente, la risoluzione della banca secondo quanto previsto dal Capo III o la liquidazione coatta amministrativa secondo quanto previsto dall’articolo 80 del Testo Unico Bancario, se la misura indicata alla lettera a) – appunto, il bail-in c.d. minore - non consente di rimediare allo stato di dissesto o di rischio di dissesto e purché sussista l’interesse pubblico. In altri termini, l’attuazione dello strumento di write-down extra-procedura, ove in fatto non si riveli risolutivo, potrà sfociare nella più drastica procedura di bail-in.

5. La sequenza procedimentale del bail-in. La riduzione delle azioni e delle altre passività “bail-inable”.

Aldilà delle summenzionate profonde differenze che sussistono tra i due strumenti, la logica sottostante al procedimento di svalutazione ed eventuale conversione del debito è la medesima, così come gli effetti prodotti in capo ai soci ed ai creditori coinvolti dall’operazione, sono i medesimi. L’operazione si sostanzia infatti, in

---

<sup>78</sup> Cfr. Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell’Etruria e del Lazio, CariChieti e Cassa di Risparmio di Ferrara, reperibile su [www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2015/info-soluzione-crisi/index.html](http://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2015/info-soluzione-crisi/index.html).

<sup>79</sup> Sul punto, si deve però rilevare che si tratta di un’insolvenza molto particolare, in quanto causata dalla stessa risoluzione, che si realizza attraverso misure che, per loro stessa natura, conducono a “svuotare” la banca in dissesto; difatti l’incapacità dell’ente di adempiere con regolarità alle proprie obbligazioni è determinata ipso iure proprio dall’integrale trasferimento degli attivi delle quattro banche alle banche-ponte. Come posto in evidenza da Lemma, La nuova procedura di risoluzione: indicazioni per una insolvenza obbligatoria?, nota a Trib. Ancona 15 marzo 2016, in RTDE, 2016, 24, “si versa, dunque, in presenza di una incapacità naturalmente derivata dal decreto legge dianzi menzionato, con l’ovvia conseguenza che la dichiarazione di insolvenza chiesta dal Tribunale non può aver riguardo all’esercizio dell’attività d’impresa, in quanto tale attività continua nella nuova banca”.

entrambi i casi, nella riduzione forzosa del valore delle azioni e dei crediti – soltanto i subordinati, giacché compresi nei fondi propri, nell'ipotesi di bail-in “minore; potenzialmente tutti, eccezion fatta per quelle categorie di passività escluse ex lege, nel bail-in – e nella successiva conversione di questi ultimi in azioni. Giova precisare che la conversione, benché contestuale, risulta logicamente successiva alla cancellazione e, pertanto, si applica a quegli strumenti di capitale ovvero a quei crediti che non siano stati già interamente cancellati per effetto dell'operazione di svalutazione. Il trattamento degli azionisti e dei creditori sottoposti alla svalutazione e/o conversione è disciplinato dall'art. 52 del d.lgs. 180/2015 con riferimento al bail-in, norma che è espressamente richiamata dall'art. 27 del medesimo decreto, per quanto concerne il bail-in c.d. minore; esso stabilisce che la svalutazione e la successiva conversione si applicano seguendo una gerarchia basata - si è detto - più che sul titolo giuridico, sulla sostanza economica e, in particolare, sul rischio sopportato dagli strumenti detenuti; e così, chi investe in strumenti finanziari più rischiosi – per eccellenza, le azioni – sostiene prima degli altri le perdite; soltanto dopo che la categoria più rischiosa, ad esempio le azioni, ha assorbito interamente le perdite (sino alla cancellazione della pretesa), è possibile imporre le perdite alla categoria successiva meno rischiosa, per esempio alle obbligazioni ordinarie; e così, via dicendo, secondo l'ordine stabilito dalla Direttiva e dal d.lgs. 180/2015.

Benvero, il burden sharing mira a rinvigorire l'ente creditizio in crisi, in primo luogo, attraverso l'assorbimento delle perdite in modo da riportare a zero il valore patrimoniale netto della banca e, in secondo luogo, attraverso la ricapitalizzazione della banca ad opera dei creditori convertendi, così da rispettare i requisiti patrimoniali obbligatori e, quindi, garantire il ristabilimento del CET1 ratio; e ciò, tanto nell'ambito del bail-in, quanto nel meccanismo di c.d. write-down. A ben vedere, posto che il fondamento del bail-in, sia quello “vero” sia quello “minore”, risiede nella capacità dell'ente di auto-ricapitalizzarsi per effetto della svalutazione e della conversione, siffatto strumento intanto può operare ed avere efficacia in quanto le banche siano dotate di un livello di passività suscettibili di essere soggette al suddetto meccanismo; in altre parole, il successo di tale procedura postula l'esistenza di un livello di passività svalutabili e convertibili – anche definite “bail-inable” – adeguato rispetto alle esigenze di assorbimento che le situazioni di crisi possono

rendere necessario. E' difatti previsto uno specifico obbligo di dotazione di passività idonee ad essere assoggettate al predetto meccanismo, c.d. MREL<sup>80</sup>, il quale peraltro non coincide ma si sovrappone ai concetti di "fondi propri" e di "patrimonio di vigilanza". Di tal che la possibilità di determinare ex ante una sorta di "zona bail-inabile"<sup>81</sup>, astrattamente formata da "milizie pronte a sacrificarsi in misura sufficiente a mantenere la continuità delle funzioni essenziali"<sup>82</sup>, ossia da quelle passività che, nell'ipotesi di un futuro bail-in, saranno, almeno teoricamente, assoggettabili alla predetta misura.

Sotto il profilo operativo, il procedimento di bail-in consiste in tre fasi<sup>83</sup>; nella prima, si determinano, mediante la predisposizione da parte di un soggetto indipendente di una valutazione preliminare<sup>84</sup> di cui all'art. 23 del d.lgs. 180/2015, le perdite subite

---

<sup>80</sup> Al riguardo, v. l'art. 45 della Direttiva e l'art. 50, 1° comma, d.lgs. 180/2015. Nello specifico, nell'ordinamento italiano la Banca d'Italia ha il compito di fissare per ciascuna banca il requisito minimo di passività assoggettabili a bail-in, espresso in percentuale sul totale dei fondi propri e passività dell'ente, e stabilito ad hoc per il singolo ente in relazione alle sue dimensioni, al modello di business, al funding ed al profilo di rischio e alla coerenza con le misure di prevenzione; Presti, *Il bail-in*, cit., 358 ss.; cfr. Inzitari, *Brrd, bail in*, cit., 653. V., inoltre, il documento dell'EBA sugli standard tecnici del requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili, reperibile su <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1132900/EBA-RTS-2015-05+RTS+on+MREL+Criteria.pdf>.

<sup>81</sup> V. le osservazioni di Capriglione, *Luci e ombre*, cit., 11

<sup>82</sup> L'espressione metaforica è di Stanghellini, 331, il quale evidenzia la consapevolezza da parte dei possessori di tali strumenti, definiti bail-inabile; consapevolezza che, sempre a parer dello stesso A., si tradurrà inevitabilmente in un aumento del costo di provvista per gli intermediari. Parimenti meritevoli di considerazione sono i rilievi formulati da Presti, *Il bail-in*, cit., 358 ss., secondo cui "non tutto quello che è utilizzabile ex post è conteggiabile ex ante" e, al contempo, "non tutto quello che è conteggiabile ex ante sarà poi necessariamente utilizzato ex post"; si pensi, rispettivamente, ad una passività che abbia vita residua inferiore ad un anno che, ai sensi di quanto previsto dall'ABE, non è conteggiabile nel MREL, ma può essere assoggettata a bail-in, oppure alle varie ipotesi di esclusione facoltativa da bail-in disposta dall'Autorità di Risoluzione. Questo stesso A. prosegue poi affrontando il problema, tanto delicato quanto irrilevante per quanto concerne le tematiche qui trattate, relativo alle passività disciplinate dal diritto di una giurisdizione terza che, in ipotesi, potrebbe non riconoscere il bail-in.

<sup>83</sup> Per un esempio tecnico della sequenza di svalutazione e conversione, v. Stanghellini, *La gestione delle crisi bancarie*, cit., 336-337.

<sup>84</sup> La valutazione preliminare è diretta a fornire elementi all'Autorità di Risoluzione, utili per accertare lo stato di dissesto, quantificare l'entità della riduzione e/o conversione delle azioni e delle passività assoggettabili a bail-in, e scegliere gli strumenti di risoluzione più appropriati. Tale valutazione, in virtù di quanto prevede l'art. 23 d.lgs. 180/2015, è necessaria non soltanto nell'ipotesi di resolution ma altresì ove venga disposto il c.d. write-down extra-procedura. L'importanza della valutazione c.d. ex ante nell'ambito della resolution è ben posta in evidenza da Gardella, *Il bail-in*, cit., 621 ss., la quale correttamente rileva che "il potenziale contenzioso relativo alle azioni di risoluzione rende la valutazione uno dei passaggi più delicati dell'intero processo di risoluzione, tenuto conto del suo impatto nella determinazione dell'ammontare del NCWO e del 'giusto equilibrio' nell'espropriazione degli azionisti e dei creditori"; l'A. compie altresì interessanti considerazioni in merito alla rilevanza dei metodi adottati nella predetta valutazione ed alla data cui essa deve essere riferita.

dall'ente e, quindi - dopo che tali perdite siano state assorbite dalle azioni e dagli altri strumenti di capitale - l'ammontare aggregato delle passività da sottoporre a svalutazione in modo tale da assorbire le perdite, e, successivamente, da convertire in azioni in modo da ripatrimonializzare l'impresa bancaria<sup>85</sup>; tale fase è forse la più delicata dell'intero processo, poiché una valutazione troppo ottimistica (cioè di sottovalutazione delle perdite) può pregiudicare l'efficacia dell'operazione o richiedere rounds successivi di svalutazioni<sup>86</sup>; al contrario, una valutazione troppo pessimistica (di sopravvalutazione delle perdite) recherebbe un pregiudizio eccessivo

---

Per una disamina delle norme tecniche e del contenuto della valutazione, v. il documento pubblicato dall'EBA reperibile su [www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/recovery-and-resolution/regulatory-technical-standards-on-independent-valuers](http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/recovery-and-resolution/regulatory-technical-standards-on-independent-valuers).

In senso dubitativo rispetto all'effettività dell'indipendenza dell'esperto valutatore, Capriglione, Luci e ombre, cit., 5-6, secondo cui la disposizione di cui all'art. 36, par. 1, della BRRD – che impone una valutazione “equa, prudente e realistica” demandata a “una persona indipendente da qualsiasi autorità pubblica, compresa l'Autorità di Risoluzione” – sarebbe disattesa dal legislatore nazionale, il quale nel citato art. 23 del Decreto dispone che siffatta valutazione sia effettuata “su incarico della Banca d'Italia da un esperto indipendente, ivi incluso il commissario straordinario nominato ai sensi dell'articolo 71 del Testo Unico Bancario”; ulteriori perplessità, secondo il medesimo A., suscita il disposto del successivo art. 26, 2° comma, d.lgs. 180/2015 nel quale si rinviene la precisazione che limita la tutela giurisdizionale contro la valutazione.

<sup>85</sup> Sulla base della valutazione effettuata ai sensi degli artt. 23 ss. d.lgs. 180/2015, l'importo della svalutazione e conversione deve essere tale da consentire almeno per un anno il rispetto dei requisiti prudenziali nonché idoneo a ristabilire nel mercato una fiducia sufficiente nei confronti dell'ente sottoposto a risoluzione. Come opportunamente rilevato da Stanghellini, La gestione delle crisi bancarie, cit., 336, tale importo ben può essere più alto di quello che sarebbe in astratto sufficiente ad eliminare le perdite e ricostituire il patrimonio al livello minimo regolamentare, proprio al fine di riacquisire la fiducia dei risparmiatori.

<sup>86</sup> Il che è quanto avvenuto in Portogallo nel dicembre 2015, nell'ambito della crisi del Novo Banco, la c.d. good bank nata nell'agosto del 2014 dalle ceneri del Banco Espírito Santo, trasformata nella c.d. bad bank. Per un approfondimento relativo alla vicenda del 2014, v. [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/cases/253989/253989\\_1587091\\_308\\_2.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/253989/253989_1587091_308_2.pdf).

Per la soluzione di tale crisi non sono stati sufficienti i primi provvedimenti, adottati nel 2014 dalla Banca del Portogallo (designata come Autorità di Risoluzione del paese), con i quali le azioni e le obbligazioni subordinate furono azzerate e gli “asset buoni” dell'Espírito Santo furono trasferiti al Novo Banco, lasciando nella bad bank soltanto le sofferenze conclamate (e non invece gli incagli che furono ceduti al Novo Banco); pertanto, un anno e mezzo dopo si è rivelato necessario un secondo round di bail-in, al fine di eliminare le perdite subite dal Novo Banco e ripristinare il livello richiesto dal CET1; il provvedimento adottato nel dicembre 2015 si è sostanziato in una singolare forma di bail-in selettivo che ha inciso cinque emissioni di obbligazioni senior (dunque non subordinate) tutte detenute da investitori professionali; ciò al fine di evitare di colpire i risparmiatori retail, evitando un remake dell'esperienza italiana. D'altronde, in virtù di quanto disposto dall'art. 44, par. 3 della BRRD, ove sussistano le condizioni richieste – peraltro ritenute da Presti, Il bail-in, cit., 355, “criteri estremamente generali che lasciano un potere estremamente vasto all'autorità di risoluzione” - l'Autorità di Risoluzione ha il potere di selezionare, tra le passività bail-inabile, quali assoggettare e quali viceversa escludere, totalmente o parzialmente, dall'applicazione del bail-in; inferendo, ciò, un duro colpo alla par condicio creditorum, la cui tutela risulta ulteriormente affievolita. Che il principio della par condicio creditorum abbia ceduto il passo al No credit worse off, è opinione generalmente condivisa dalla dottrina; v., per tutti, Presti, Il bail-in, cit., 357 ss. Del resto, ciò è riscontrabile anche nella crisi di diritto comune: la possibilità di suddividere i creditori in classi ovvero di non soddisfare integralmente i creditori privilegiati ne costituiscono una testimonianza.

ed irragionevole ai soci e soprattutto ai creditori. E difatti, l'ammontare delle perdite stimate dall'esperto indipendente incaricato dalla Banca d'Italia determina sia la misura della svalutazione degli strumenti di capitale e di debito, sia la misura della conversione dei predetti strumenti in capitale, compresa la connessa determinazione dei tassi di cambio, tassi che dovranno riflettere l'ordine delle pretese, cosicché ai creditori di rango superiore verranno attribuiti tassi di conversione più elevati. La seconda fase prevede l'assorbimento delle perdite, la quale avviene, in conformità con uno dei principi cardine della resolution, secondo cui gli azionisti devono sopportare le perdite per primi, - il ché, peraltro, si rivela coerente coi principi tradizionali del diritto fallimentare - mediante la svalutazione ovvero l'azzeramento del capitale azionario. Al riguardo, la scelta tra svalutazione o azzeramento dipende esclusivamente dall'entità del patrimonio netto dell'ente<sup>87</sup>: ove quest'ultimo sia negativo, si avrà la cancellazione delle azioni con conseguente totale estromissione degli azionisti preesistenti (il c.d. wipe-out); tale misura è necessaria giacché non è possibile imputare le perdite ad altri creditori prima che gli azionisti abbiano assorbito le perdite nella misura massima possibile. Viceversa, qualora il patrimonio netto sia positivo, ipotesi questa poco realistica ma non del tutto impossibile – si pensi all'ipotesi in cui la crisi dipenda soltanto dalla insufficienza di patrimonio – gli azionisti subiranno, non la cancellazione e quindi l'estromissione, bensì una svalutazione (c.d. write-down) che comporti pur sempre una “severe dilution”<sup>88</sup>. Qualora l'azzeramento delle azioni non sia sufficiente all'assorbimento delle perdite, la svalutazione concernerà, progressivamente e nell'ordine indicato dall'art. 48 della

---

<sup>87</sup> A tal riguardo, v. la tabella contenuta nel Consultation Paper Draft Guidelines on the treatment of shareholders in bail-in or the write-down and conversion of capital instruments fornito dall'EBA, reperibile su <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/890569/EBA-CP-2014-40+CP+on+GL+on+shareholders+treatment+in+bail-in.pdf>, che distingue le azioni appropriate da quelle inappropriate, in base all'entità del patrimonio netto dell'ente in crisi. In particolare, come rilevato dall'EBA, l'Autorità di Risoluzione, nel decidere il tipo di azione da attuare nei confronti degli azionisti, dovrà tener conto delle caratteristiche delle azioni o degli altri strumenti di capitale; ad esempio, qualora vi siano azioni che attribuiscono diritti speciali di voto, sarà opportuno ridurre questa categoria, anziché trasferirla, così da semplificare e non alterare la struttura di voto dell'ente in crisi. Cfr. Di Falco-Mamone, *Capire lo strumento*, cit. 4 ss.

<sup>88</sup> Interessanti sono le considerazioni di Stanghellini, *La disciplina delle crisi*, cit., 172, secondo cui la “severità” della diluizione, che traspare sia dal Considerando n. 77 della BRRD sia dall'art. 47, par. 1, lett. b) della Direttiva, implichi una accezione punitiva nei confronti degli azionisti, rei di non aver rispettato i canoni di sana e prudente gestione e di non aver provveduto a ricapitalizzare la banca quando la crisi non era ancora esplosa, imponendo ora il rischio d'impresa anche a chi aveva scelto di sopportarlo in misura minore, oppure di non sopportarlo affatto. In una prospettiva analoga si sono espressi altresì Gardella, ; Capizzi-Cappiello, *Prime considerazioni*, cit., 9 ss.; Coffee, *Bail-ins versus bail-outs: using contingent capital to mitigate systemic risk*, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).



Direttiva e dall'art. 52 del d.lgs. 180/2015, dapprima gli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 (cc.dd. Additional tier 1 instruments), poi gli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 2 (cc.dd. Tier 2 instruments). Al riguardo, come opportunamente rilevato, vi possono essere taluni strumenti di classe 1 e 2 che, pur qualificati sotto il profilo societario come strumenti di capitale, di fatto, a causa di alcune caratteristiche contrattuali peculiari – quale la vita residua del titolo<sup>89</sup> -, non sono compresi fra i fondi propri dell'ente in dissesto; come opportunamente rilevato, tale circostanza è suscettibile di creare “uno scollamento tra la disciplina del capitale regolamentare delle banche e la disciplina fallimentare”<sup>90</sup>; in proposito soccorre quanto suggerito dall'EBA nel Consultation Paper già citato, secondo cui, posto che ai fini della resolution assume rilevanza il trattamento che lo strumento riceverebbe in sede di ordinaria procedura di insolvenza, gli strumenti di capitale che appartengono alla stessa classe e che in una procedura di insolvenza verrebbero considerati pari passu devono essere trattati allo stesso modo anche in fase di riduzione e conversione ai sensi della BRRD, ancorché presentino caratteristiche contrattuali parzialmente diverse, tali da non renderli sussumibili fra i fondi propri<sup>91</sup>. In altre parole, strumenti che vengono trattati diversamente ai fini della CRR – ossia ai fini della computabilità o meno nel patrimonio di vigilanza -, devono essere trattati allo stesso modo nella svalutazione e/o conversione; e cioè devono essere ridotti nella stessa misura e sottoposti agli stessi termini di conversione, ove prevista. Anzi, va rilevato che una discriminazione fondata esclusivamente sulla vita residua del titolo - per cui, fra possessori di titoli della medesima categoria, la sopportazione delle perdite venga imposta soltanto ai possessori dei titoli che scadono entro una certa data - presenta un indubbio profilo di incostituzionalità; in tal senso, rilevante è il precedente costituito dalla sentenza del 3/28 luglio della Corte costituzionale austriaca (G 39/2014-27, G 98/2015-27)<sup>92</sup> che, nell'ambito della crisi della banca

---

<sup>89</sup> Ad esempio, taluni strumenti di classe 2 sono conteggiabili solo se hanno una vita residua di almeno 5 anni.

<sup>90</sup> Di Falco-Mamone, *Capire lo strumento*, cit., 6 ss.;

<sup>91</sup> Cfr. Di Falco-Mamone, *Capire lo strumento*, cit., 6; nel medesimo senso, Presti, *Il bail-in*, cit., 351.

<sup>92</sup> La sentenza integrale è reperibile, in lingua originale, sul sito ufficiale della Corte, all'indirizzo [www.vfgh.gv.at](http://www.vfgh.gv.at). Per un ampio e lucido commento della sentenza, v. Guizzi, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancaria. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, 1485 ss. Cfr. altresì i lucidi rilievi di Di Brina, *“Risoluzione delle banche*, cit., 206 ss.

HETA<sup>93</sup>, ha censurato la scelta di differenziare il trattamento tra creditori appartenenti ad un'unica classe – nel caso in esame, quella dei subordinati – unicamente sulla base di un dato estrinseco, quale la circostanza che i crediti fossero destinati a scadere prima o dopo una certa data e, dunque, sulla base del fatto meramente contingente rappresentato dall'appartenere ad una emissione piuttosto che ad altra<sup>94</sup>.

Benvero, qualora il predetto meccanismo di svalutazione sia inserito nell'ambito della procedura di bail-in, e, allorché le perdite non siano state interamente assorbite dall'annullamento delle suddette categorie di strumenti, la svalutazione potrà proseguire con riferimento agli altri debiti subordinati e, infine, alle altre passività ammissibili, ivi compresi i depositi che superino i centomila euro, secondo la gerarchia prevista dalle norme fallimentari; ma su quest'ultimo aspetto si tornerà nel successivo capitolo.

## 6. La conversione del debito in capitale e la ricapitalizzazione forzosa.

Dopo l'assorbimento delle perdite, avvenuto mediante la cancellazione delle azioni e delle passività secondo il suindicato ordine e fino a concorrenza delle perdite, determinate – si è detto - dalla valutazione prevista dall'art. 23 d.lgs. 180/2015, prende il via la terza fase, ossia quella della debt-conversion, volta alla ricapitalizzazione dell'ente in crisi; beninteso, giova precisare preliminarmente che la conversione intanto può avere luogo in quanto residuino passività da convertire. Orbene, in questa fase, le passività residue, quelle cioè che non sono state cancellate ovvero la percentuale di esse che non è stata svalutata, vengono convertite in azioni, così da ripristinare il Capitale primario di classe 1 (CET1). L'ordine che la Banca d'Italia deve seguire è il medesimo previsto per l'assorbimento delle perdite, dacché la conversione riguarderà dapprima gli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1,

---

<sup>93</sup> Per un approfondimento del caso HETA, v. il contributo di Guizzi, *Il bail-in*, cit., 1487 ss.

<sup>94</sup> Guizzi, *Il bail-in*, cit., 1489.

poi gli elementi di classe 2, poi i debiti subordinati diversi dagli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 o dagli elementi di classe 2 e, infine, le restanti passività ammissibili; ovviamente, qualora la svalutazione sino all'azzeramento abbia inciso, per esempio, tutti gli strumenti di capitale e i debiti subordinati, la conversione non potrà che concernere le restanti passività ammissibili. Parimenti, nell'ipotesi in cui le passività abbiano assorbito interamente sia le azioni e gli strumenti di capitale sia tutte le passività (financo i depositi qualificati come bail-inable) e, dunque, non vi sia più alcunché da poter convertire, in assenza di un intervento ricapitalizzante da parte del Fondo di Risoluzione o di altri fondi eventualmente costituiti ad hoc, l'Autorità di Risoluzione disporrà la liquidazione coatta amministrativa. E difatti, nell'ambito della risoluzione delle quattro banche nel novembre 2015, la mancanza di patrimonio, all'esito dei provvedimenti di annullamento delle azioni e delle obbligazioni subordinate – invero le uniche che potevano essere incise nella finestra temporale dal 16 novembre 2015 al 31 dicembre 2015, in cui ancora non era vigente il bail-in – rese impossibile l'attuazione della conversione in azioni; non soltanto, come anzidetto, la svalutazione colpì interamente sia le azioni che le e obbligazioni subordinate, ma tale provvedimento neanche fu sufficiente ad assorbire interamente le perdite che, per la parte residua, furono assorbite dal fondo ad hoc costituito; di tal che, la diffusa affermazione che si è trattato di una applicazione solo parziale dello strumento del bail-in<sup>95</sup>.

Benvero, tale fase si rivela estremamente delicata, in quanto diretta ad incidere le posizioni creditorie, trasformando coattivamente un diritto di credito in un diritto partecipativo. A ben vedere, la fattispecie della conversione di un credito in azione come modalità di composizione di una crisi non è nuova nell'ordinamento italiano; ciò è quanto si verifica nei cc.dd. contingent capital instrument (CoCos)<sup>96</sup> e, in

---

<sup>95</sup> In argomento, si rinvia alle osservazioni compiute nei paragrafi precedenti del presente capitolo.

<sup>96</sup> I CoCos sono strumenti finanziari ibridi che possono essere convertiti in strumenti di capitale per assorbire le perdite; la conversione è automatica e scatta al verificarsi del trigger, ossia nel momento in cui il capitale scende al di sotto di un livello contrattualmente stabilito tra l'emittente e l'investitore. In virtù di queste caratteristiche, è stato talora definito bail-in contrattuale, in contrapposizione al bail-in normativo, introdotto dalla BRRD. A ben vedere, però, sotto il profilo giuridico, la differenza tra il bail-in ed i CoCos è netta, giacché in questi ultimi la svalutazione e la conversione sono contrattualmente prestabilite e dunque accettate da parte del sottoscrittore, laddove, invece, nel bail-in sono disposte unilateralmente dall'Autorità di Risoluzione, in assenza e anche contro la volontà dell'investitore. Per ulteriori differenze tra i CoCos ed il bail-in, cfr. Rulli, *Prevenire l'insolvenza*, cit., 299 ss.; Spiegeleer et al., *CoCo bonds and implied CET1 volatility*, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com);

generale nelle imprese di diritto comune, nell'ambito del concordato preventivo. E, in proposito, non è mancato chi ha accostato il bail-in al concordato preventivo, giungendo a definirlo una sorta di “concordato preventivo coatto con continuità aziendale”<sup>97</sup>; come nel concordato, infatti, anche nel bail-in la conversione dei crediti in capitale costituisce lo strumento per dotare l'impresa societaria di capitali freschi, sì da consentire la prosecuzione dell'attività. A ben vedere, però, mentre il concordato preventivo si basa su un accordo tra debitore e creditori, i quali – pur, come visto nel precedente capitolo, in base al principio maggioritario – approvano l'operazione concordataria consistente nella conversione, e ciò “sulla base di una loro autonoma valutazione, informata e consapevole, dei rischi, dei costi e dei benefici”<sup>98</sup>, nel bail-in – in forza del combinato disposto di cui all'art. 60, 1° comma, lett. g), d.lgs. 180/2015, per cui la Banca d'Italia ha, fra gli altri<sup>99</sup>, il potere di “convertire passività ammissibili in azioni o in altre partecipazioni dell'ente sottoposto a risoluzione” ed all'art. 60, 2° comma, lett. a), d.lgs. 180/2015, per cui la Banca d'Italia non è tenuta a “ottenere il consenso da parte di qualsiasi soggetto pubblico o privato, inclusi azionisti o creditori dell'ente sottoposto a risoluzione” - la svalutazione e la conversione delle pretese creditorie in azioni sono decise unilateralmente dall'Autorità di Risoluzione, la quale, coerentemente coi principi imposti dalla BRRD, agisce non nell'interesse del ceto creditorio bensì nell'interesse pubblico, e, peraltro, prescindendo dal consenso dei creditori coinvolti<sup>100</sup>. Vieppiù, spetta all'Autorità di Risoluzione, anche qui prescindendo in toto dal consenso dei creditori, la determinazione dei tassi di conversione dei crediti in quote di capitale<sup>101</sup>. L'unica forma di tutela apprestata ai creditori, tutti, risiede nel c.d. no credit worse

---

Zhou et al., *From bail-out*, cit., 6; Gleeson, *Legal aspects*, cit., 8 ss. e 15, il quale, evidenziando le differenze tra il “contractual trigger” e lo “statutory trigger”, rileva come il primo sia puntualmente contrattualmente identificato, laddove il secondo dipende in parte dalla discrezionalità dell'Autorità di Risoluzione. Cfr. Joosen, *Bail-in mechanisms*, cit., 8 ss.

<sup>97</sup> Presti, *Il bail-in*, cit., 348.

<sup>98</sup> Così, Presti, *ult. op. cit.*, 348.

<sup>99</sup> V. in generale l'art. 60 d.lgs. 180/2015 recante l'elenco dei penetranti e incisivi poteri dell'Autorità, nei confronti tanto degli azionisti quanto dei creditori.

<sup>100</sup> Cfr. Presti, *Il bail-in*, cit., 347 ss.; Lener, *Bail-in bancario*, cit., 289; Capizzi-Cappiello, *Prime considerazioni*, cit., 6; Guizzi, *Il bail-in*, cit., 1485 ss.; Rulli, *Prevenire l'insolvenza*, cit., 300; nella dottrina straniera, cfr. Hadjiemmanuil, *Bank stakeholders*, cit., 10 ss.;

<sup>101</sup> Pur nell'ampio potere discrezionale dell'Autorità, i tassi di conversione devono comunque essere determinati in modo da riflettere l'ordine dei crediti all'interno della gerarchia che troverebbe attuazione nell'ambito di una procedura concorsuale; in altri termini, ai creditori di rango più elevato spettano tassi più elevati e viceversa. Sull'appropriatezza e sulla modalità di calcolo dei conversion rates, v. le osservazioni di Capizzi-Cappiello, *Prime osservazioni*, cit., 11 ss.

off, principio – come si dirà, di difficile applicazione concreta - secondo cui nessun creditore debba subire perdite superiori a quelle che subirebbe nell’ambito di una ordinaria procedura di insolvenza; ma sul tema si tornerà nel successivo capitolo.

A ben vedere, la conversione dei crediti in azioni, oltre a rappresentare un effetto tipico derivante dall’operazione di bail-in, sia esso attuato nell’ambito di una resolution ovvero di un bail-in “minore”, può costituire altresì una misura “volontaria” proposta ai titolari delle obbligazioni, subordinate o ordinarie, in una fase di pre-dissesto, per ristrutturare la banca e dotarla di nuovo capitale; invero tale misura, adottata peraltro nel caso della crisi di Mps – ove ai titolari di obbligazioni subordinate è stata proposta una conversione dei rispettivi crediti in azioni – si sostanzia in una sorta di “bail-in mascherato”<sup>102</sup>, atteso che, pur essendo tale conversione voluta ed approvata dagli obbligazionisti – spinti dalla minaccia del bail-in -, allorché costoro rifiutino la proposta di conversione formulata dalla banca, si aprirebbero le porte della resolution o, nella migliore ipotesi, del bail-in “minore”, misure che, come anzidetto, entrambe prevedono ipso iure la conversione forzosa dei debiti subordinati in azioni o financo l’integrale annullamento. In altri termini, il risultato non sarebbe dissimile. Certamente, con riferimento al singolo obbligazionista, costui può sempre rifiutare la conversione, sperando che altri aderiscano alla proposta, così da scampare al bail-in e, al contempo, ricevere il rimborso integrale dell’obbligazione alla scadenza.

## 7. Gli effetti del bail-in sugli azionisti.

A ben vedere, una sensibile differenza tra bail-in ed il c.d. bail-in minore risiede, oltre che nella platea di soggetti incisi dai provvedimenti di svalutazione e/o conversione, nell’ampiezza della compressione dei diritti che subiscono i soci; difatti, la riduzione (o l’azzeramento) delle azioni nell’ambito del c.d. write-down

---

<sup>102</sup> Così definito da Baglioni, Mps, va in scena il bail-in mascherato, reperibile su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).

risolutivo consentono agli azionisti che abbiano perso la qualità di soci, poiché estromessi in seguito ad un provvedimento di azzeramento delle azioni – sul tema si tornerà infra -, ma che abbiano ancora un interesse ad investire nella banca (e, in generale, a tutti coloro che intendano investirvi risorse), di intervenire attraverso un aumento di capitale, conferendo le risorse necessarie per la ricostituzione del patrimonio<sup>103</sup>; in altri termini, gli ex soci, anche se estromessi, conservano il diritto di rientrare nella compagine sociale e contribuire al rilancio della banca stessa, fermo restando che le decisioni negoziali degli investitori seguono e devono essere conformi alla decisione della Banca d'Italia, assunta sulla base della valutazione ex artt. 23 e 26, 1° comma, d.lgs. n. 180/2015<sup>104</sup>. Al contrario, il bail-in, ma in generale l'apertura di una procedura di resolution, comporta l'assoggettamento dell'ente sottoposto a risoluzione ai poteri dell'Autorità di Risoluzione<sup>105</sup>; assoggettamento che, nei fatti, si traduce in una rilevante compressione dei diritti, sia patrimoniali, sia amministrativi, connessi allo status di azionista<sup>106</sup>.

---

<sup>103</sup> Inzitari, Brrd, bail in, cit., 638.

<sup>104</sup> Inzitari, ult. op. cit., 638

<sup>105</sup> Inzitari, ult. op. cit., 642, parla di “vero e proprio spossessamento”.

<sup>106</sup> Tra gli altri, senza dubbio meritevole di menzione è la possibilità che la Banca d'Italia escluda l'esercizio del diritto di recesso all'esito di una trasformazione, per esempio di una banca popolare in s.p.a.; al riguardo, l'art. 48, 2° comma, d.lgs. 180/2015, dispone infatti che, allorquando nei confronti del soggetto al quale viene applicato il bail-in sia disposta la trasformazione della forma giuridica (anche successivamente alla chiusura della risoluzione), non si applicano, tra gli altri, gli artt. 2437 c.c., 2497-quater c.c. e 2545-undecies c.c. La ratio di tale norme risiede nell'esigenza di evitare un depauperamento del patrimonio dell'ente creditizio già in dissesto, il che ben si ricollega a quanto autorevolmente sostenuto da Portale, La ricapitalizzazione delle aziende di credito, cit., 16, nel senso di qualificare il capitale delle aziende di credito come ‘Pufferzone’ (cuscinetto), per cui deve presentare “carattere di stabilità”, senza che sia esposto a riduzioni arbitrarie.

La limitazione del diritto di recesso o, meglio, del diritto al rimborso delle azioni nel caso di recesso, è stata percepita immediatamente come un'innovazione epocale poiché idonea ad incidere direttamente in maniera penetrante sulle prerogative relative allo status di socio e, inoltre, in precedenza del tutto estranea all'ordinamento italiano; essa, introdotta per la prima volta dall'art. 1 del d.l. 3/2015 conv. con l. 33/2015, mediante l'inserimento del comma 2-ter nell'art. 28 del Testo Unico Bancario in materia di banche popolari, è stata poi estesa a tutte le aziende di credito dal d.lgs. 180/2015 in tema di bail-in.

A tal riguardo, con riferimento alle banche popolari, di recente si è pronunciato il Consiglio di Stato che, con l'ordinanza n. 5385 del 2 dicembre 2016, accogliendo in parte l'istanza cautelare, ha sospeso parzialmente l'efficacia della impugnata circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 - Fascicolo “Disposizioni di Vigilanza per le banche”, 9° aggiornamento del giugno 2015 - relativamente alle parti, tra le altre, in cui gli organi della stessa società interessata dal recesso possano, non solo limitare entro limiti temporali prefissati e con previsione di un interesse, ma altresì escludere tout court il rimborso delle azioni al socio recedente e, inoltre, in cui si attribuisce all'autonomia statutaria della società il potere di introdurre “deroghe a disposizioni del codice civile e ad altre norme di legge”, generando così una inedita forma di delegificazione di fonte negoziale. Pertanto, il Consiglio di Stato ha rinviato alla Corte costituzionale l'esame sulle questioni di legittimità costituzionale sollevate con separata ordinanza

8. (segue) La posizione degli azionisti tra rischio d'impresa e diritto di proprietà.

Con riferimento alle azioni, si è detto che, in base al primo dei principi sanciti dalla Direttiva, gli azionisti sono i primi, fra gli investitori, a dover subire le perdite, il che si traduce, ove il patrimonio netto sia negativo, nella totale cancellazione del rapporto partecipativo. A ben vedere, ciò risulta essere del tutto coerente con la intramontabile concezione degli azionisti come coloro che – in qualità di residual claimants, aventi, quindi, diritto a ricevere tutto ciò che resta una volta che siano stati pagati i creditori<sup>107</sup> -, sopportano, in prima linea, il rischio d'impresa<sup>108</sup>. In altri termini, le azioni sono per loro natura esposte al rischio d'impresa. Come è infatti noto, l'azionista corre, in ogni momento della vita societaria, il rischio dell'investimento, per cui, come bene affermava autorevole dottrina, costui “potrà conseguire la frazione di capitale rappresentata dalla sua azione (solo) quando, liquidata la società, il capitale non resti assorbito dai debiti e pesi sociali”<sup>109</sup>. Se così non è, nel senso che le perdite abbiano eroso interamente il capitale sociale, e se, al contempo, è vero che – come meglio si dirà nel successivo capitolo – la resolution “simula” il trattamento che agli azionisti (ed ai creditori) spetterebbe nell'ambito di una liquidazione coatta amministrativa (in ossequio al summenzionato principio di

---

Per approfondire il tema della limitazione del recesso, v., in dottrina, Capriglione (a cura di), *La riforma delle Banche popolari*, Padova, 2015, e, in particolare, i contributi di Sepe, *Finalità e disciplina del recesso nella riforma delle banche popolari: prime riflessioni*; Di Ciommo, *Il diritto di recesso nella riforma delle banche popolari*; Urbani, *Brevi considerazioni in tema di scioglimento del rapporto sociale limitatamente al singolo socio nella riforma della disciplina delle banche popolari*.

<sup>107</sup> Stanghellini, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007, 36, e ivi anche per ulteriori riferimenti. Cfr. altresì Angelici, *La società per azioni. Principi e problemi*, I, in Cicu-Messineo-Mengoni (diretto da) e Schlesinger (continuato da), *Tratt. dir. civ. e comm.*, Milano, 2012, 48 ss.

<sup>108</sup> Cfr. G. Rossi, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967, 102 ss.

<sup>109</sup> Marghieri, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in Bolaffio-Vivante (coordinato da), *Il Codice di commercio commentato*, Torino, 1929, 439.

D'altronde, nessuno può negare che il capitale di rischio, inteso nella sua antica e originaria accezione come quello apportato dai soci a titolo di conferimento, sia esposto al rischio dell'incidenza delle perdite prima del capitale di credito. Per un approfondimento delle funzioni del capitale sociale, si rinvia, per tutti, e anche per numerosi riferimenti di dottrina e di giurisprudenza, alla compiuta ricostruzione operata da Portale, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. Soc.*, 1991, I, 3 ss.

no credit worse off), non facendo altro che distribuire la perdita in una fase temporale anticipata rispetto a quella in cui il patrimonio sarebbe liquidato<sup>110</sup>, risulta corretto che l'attuazione del principio di condivisione delle perdite in capo agli azionisti si traduca nella cancellazione totale delle azioni; cancellazione che implicherà il venir meno di ogni diritto – amministrativo o patrimoniale, e financo del diritto di opzione<sup>111</sup> - connesso alla partecipazione. D'altronde, come precisato anche recentemente<sup>112</sup>, le azioni – al pari, anzi, ancor più, delle obbligazioni – sono strumenti di investimento, per i quali, benché sia incontestabile che si tratti di entità dotate di un pur variabile valore intrinseco<sup>113</sup>, “non vi è una garanzia di conservazione del valore”; ne consegue che, allorché il valore di detti strumenti di investimento – nel caso qui in esame, le azioni – si riduca, sino ad azzerarsi, l'Autorità di Risoluzione ben potrà provvedere alla loro cancellazione. Alle medesime conclusioni perviene nella già citata sentenza del 19 settembre 2016, c.d. Kotnik et al., la Corte di Giustizia dell'Ue che, pronunciata, su rinvio pregiudiziale promosso dalla Corte costituzionale slovena, sulla paventata possibilità che le norme sul burden sharing ledano il diritto di proprietà, ha ribadito il principio secondo cui gli azionisti delle banche, in ossequio al regime generale applicabile allo status degli azionisti delle società per azioni, assumono in toto il rischio dei propri

---

<sup>110</sup> Fortunato, Misure di risoluzione e liquidazione, Relazione al Seminario FIDT “La gestione delle crisi bancarie e l'assicurazione dei depositi nel quadro dell'Unione Bancaria Europea, tenuto a Roma, 22 gennaio 2016; nel medesimo senso, Inzitari, Brrd, bail in, cit., 656, nonché de Aldisio, La gestione delle crisi, cit., 407 e 413 ss., che definisce il bail-in una “perdita anticipata” rispetto a quella che si verificherebbe in una liquidazione.

<sup>111</sup> Il meccanismo per cui la ricapitalizzazione della banca in crisi avviene mediante la conversione degli strumenti di capitale e delle altre passività in azioni sottintende una implicita soppressione del diritto di opzione, ciò ponendosi in apparente contrasto – ma sul punto, v. infra, nel testo - con l'art. 33, par. 1, Direttiva 2012/30/UE, ai sensi del quale, “nel caso di aumento di capitale sottoscritto mediante conferimenti in denaro, le azioni devono essere offerte in opzione agli azionisti in proporzione della quota di capitale rappresentata dalle loro azioni”. Per approfondire il tema dell'esclusione del diritto di opzione in genere, si rinvia, per tutti, a Rosapepe, L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti, Milano, 1988, e ivi per ulteriori riferimenti bibliografici.

Nell'ambito delle procedure di risoluzione bancarie, l'esclusione del diritto di opzione per i soci estromessi costituisce una precisa scelta del legislatore, al fine di operare un ricambio della compagine sociale, giacché gli azionisti attuali, non ricapitalizzando la banca quando era in bonis, hanno dimostrato di non essere capaci o interessati di rivestire tale ruolo. Per un approfondimento del tema, sia consentito il rinvio al nostro Blandini-De Cicco-Locascio Aliberti, Socio e società, cit.

A tal riguardo, cfr. il disposto di cui all'art. 163, 5° comma, l.fall. con riferimento all'esclusione del diritto di opzione nell'ambito del concordato preventivo con proposte concorrenti; per approfondimenti, si rinvia agli Autori già citati nel precedente capitolo e, inoltre, a Guerrera, La ricapitalizzazione “forzosa” delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative, in Dir. fall., 2016, 420 ss.

<sup>112</sup> Visco, Relazione al “Forex”, cit., 7 ss.

<sup>113</sup> Cfr. Guizzi, Il bail-in, cit., 1492.



investimenti<sup>114</sup>; tale Corte ha infatti affermato che costoro sono responsabili per le passività della banca “fino a concorrenza del capitale sociale della stessa”<sup>115</sup>, altresì precisando che le perdite subite dagli azionisti della banca in crisi (in attuazione del principio di burden sharing) avrebbero la stessa ampiezza nel caso in cui non fosse concesso alcun aiuto di stato – il quale, si è detto, è oggi subordinato alla previa condivisione delle perdite da parte degli investitori della banca – e, dunque, la banca fosse posta in liquidazione. Alla luce di quanto osservato, certamente non possono essere condivise le tante perplessità, da più parti – soprattutto di natura mediatica – sollevate, in ordine alla legittimità costituzionale di quelle soluzioni che implicano un intervento autoritativo su un rapporto di diritto privato, modificandone i tratti ovvero, come nella cancellazione delle azioni, eliminandolo in toto; nello specifico, è stato sostenuto che il meccanismo di svalutazione delle azioni implicasse una lesione del diritto di proprietà, tutelato dall’art. 1, 1° prot., della CEDU<sup>116</sup> nonché dall’art. 17, 1° comma, della Carta dei diritti fondamentali dell’UE<sup>117</sup> e, come è noto, dall’art. 42 della Costituzione italiana. A ben vedere, non è revocabile in dubbio che le azioni – e in generale qualsivoglia strumento finanziario anche di tipo obbligazionario – possano ambire a invocare la protezione di rango costituzionale riconosciuta al diritto di proprietà<sup>118</sup>, giacché anche secondo la nozione più allargata di proprietà – formula, questa, che compendia l’insieme dei diritti patrimoniali imputabili al soggetto privato, in quanto ad esso normativamente attribuiti<sup>119</sup> -, è lecito ritenere che le

---

<sup>114</sup> Punto 73 della sentenza Kotnik et al.

<sup>115</sup> Punto 74 della sentenza Kotnik et al.

<sup>116</sup> E’ previsto che “no one shall be deprived of his possessions except in the public interest and subject to the conditions provided for by law and by the general principles of international law. The preceding provisions shall not, however, in any way impair the right of a State to enforce such laws as it deems necessary to control the use of property in accordance with the general interest or to secure the payment of taxes or other contributions or penalties”.

<sup>117</sup> Esso stabilisce, in senso conforme a quanto previsto dalla CEDU – v. nota precedente - che nessuna “persona può essere privata della proprietà se non per causa di pubblico interesse, nei casi e nei modi previsti dalla legge e contro il pagamento in tempo utile di una giusta indennità per la perdita della stessa”.

<sup>118</sup> Così, Guizzi, Il bail-in, cit., 1490. Inoltre, costante è nella giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell’uomo l’affermazione secondo cui “la nozione di ‘bene’ di cui all’art. 1, prot. 1 CEDU, comprende sia i ‘beni effettivi’ che i valori patrimoniali...in ragione dei quali il ricorrente può pretendere di avere almeno una aspettativa che possa dirsi legittima di ottenere l’effettivo godimento di un diritto di proprietà; così, tra le tante, CEDU, 19 giugno 2008, Ichtigiaroglou c. Gov. Grecia, in Rass. giur. umbra, 2011, 655 ss., con nota di Colcelli.

<sup>119</sup> V., per tutti, Baldassarre, Proprietà – Diritto costituzionale (voce), in Enc. giur., 6 ss.

azioni, pur nella nota qualità di beni “di secondo grado”<sup>120</sup>, siano riconducibili al paradigma proprietario; del resto, non si può negare che gli azionisti siano i proprietari delle azioni, sulle quali essi hanno tutte le facoltà e i poteri che normalmente si riconducono al diritto di proprietà: godimento, disposizione, rivendica, etc.<sup>121</sup> Al contempo, però, poiché si tratta – come detto – di beni di secondo grado - rappresentativi cioè del patrimonio dell’impresa sociale -, il cui valore, dipende da quello del patrimonio dell’impresa, è possibile che il loro valore si riduca fortemente sino ad azzerarsi, nell’ipotesi in cui il patrimonio si riveli negativo. D’altronde, come dianzi osservato, il provvedimento di cancellazione delle azioni (piuttosto che una più blanda svalutazione) può avere luogo solo allorquando risulti dalla valutazione ex art. 23 d.lgs. 180/2015 che il patrimonio netto sia pari a zero o negativo. In altri termini, pare innegabile che la azioni valgano quanto vale il diritto che incorporano, e, pertanto, se il loro valore nominale non corrisponde più al loro valore reale, la loro riduzione o cancellazione non viola alcun diritto di proprietà<sup>122</sup>. Ne consegue che qualsivoglia doglianza in merito alla presunta lesione del diritto di proprietà conseguente all’annullamento delle azioni si appalesa del tutto infondata, giacché l’annullamento, concernente azioni il cui valore è zero, rappresenta un mero adeguamento contabile nonché un atto dovuto, in virtù degli obblighi in tema di “total loss absorbing capacity” che da sempre caratterizzano le azioni ed incombono sui loro proprietari<sup>123</sup>. In tal guisa, si deve affermare che l’estinzione delle azioni non può neanche essere ricondotta al paradigma dell’espropriazione<sup>124</sup>, giacché l’azzeramento del titolo partecipativo non colpisce il “bene” azioni, bensì il suo “valore”; in altre parole, il provvedimento ablativo del rapporto partecipativo, a cui

---

<sup>120</sup> Secondo la ben nota impostazione “ascarelliana”; cfr. Ascarelli, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1952, I, 240.

<sup>121</sup> In tal senso, G. Rossi, *Persona giuridica*, cit., 16. Sia consentito, inoltre, quanto all’inquadramento degli azionisti come proprietari non dell’impresa ma soltanto delle azioni, rinviare a quanto esposto in Blandini-De Cicco-Locascio Aliberti, *Socio e Società*, cit.

<sup>122</sup> Così, Stanghellini, *La gestione delle crisi bancarie*, cit., 337; in senso conforme, Guizzi, *Il bail-in*, cit., 1491 ss.

<sup>123</sup> Corretta è l’osservazione di Di Brina, “*Risoluzione*” delle banche, cit., 211, secondo cui “la tutela costituzionale del diritto di proprietà non comporta un’assoluta garanzia della conservazione di diritti patrimoniali privati”.

<sup>124</sup> In tal senso, Di Brina, “*Risoluzione*” delle banche, cit., 208 ss. *Contra*, Guizzi, *Il bail-in*, cit., 1491, il quale accoglie la configurabilità del bail-in come espropriazione (legittima). In relazione al tema della legittimità di imporre il costo del risanamento di un’impresa a carico dei creditori piuttosto che della collettività, cfr. d’Alessandro, *Interesse pubblico alla conservazione dell’impresa e diritti privati sul patrimonio dell’imprenditore*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 53 ss.

non segue l'acquisizione del bene – il cui valore peraltro è nullo – da parte dello Stato, “non costituisce un'espropriazione destinata a sopperire ad una oggettiva necessità di beni da parte dello Stato”<sup>125</sup> ma si tratta di una “norma di legge indirizzata al fine di regolamentare il riparto di oneri finanziari pubblici”. Ne consegue che, dal momento che l'azzeramento in esame non costituisce un'ipotesi di espropriazione, neppure è condivisibile l'idea secondo cui le norme sul bail-in si pongano in contrasto col disposto di cui all'art. 42, 3° comma, Cost., in forza del quale l'espropriazione della proprietà privata per motivi di interesse generale possa avvenire ma debba essere prevista la corresponsione di un indennizzo<sup>126</sup>; coerente con quest'impostazione si rivela la lettera della norma contenuta nell'art. 52, 5° comma, d.lgs. 180/2015, che non lascia spazio a differenti interpretazioni, dacché la riduzione (fino a concorrenza delle perdite) del valore delle azioni – principio invero valevole altresì per le altre categorie di strumenti svalutati - ha effetto definitivo e ha luogo senza che sia dovuto alcun indennizzo; a ben vedere la mancata corresponsione dell'indennizzo agli azionisti estromessi – ma non espropriati, sulla base dell'impostazione che a parer di chi scrive deve accogliersi - costituisce non l'espressione della disapplicazione della norma costituzionale, bensì la risultante del fatto che il valore delle azioni cancellate è pari a zero; pertanto, pur volendo aderire alla tesi dell'espropriazione, nessun indennizzo sarebbe dovuto all'azionista estromesso in quanto il valore del bene espropriato è pari a zero; in altri termini, l'indennizzo dovuto sarebbe pari a zero<sup>127</sup>. D'altronde, ribadendo il concetto già affermato dianzi, gli azionisti – così come i possessori di altri titoli – intanto possono subire una cancellazione totale dei propri diritti (in termini di annullamento dell'intera partecipazione), in quanto il valore di dette azioni è pari a zero. In proposito, è stato di recente affermato, benché con riferimento alle crisi di diritto comune – ma le considerazioni sono valide altresì per le crisi bancarie –, che il

---

<sup>125</sup> Così, in una versione tradotta da Di Brina, “Risoluzione” delle banche, cit., 209, la Corte costituzionale austriaca, ancorché con specifico riferimento non alle azioni bensì alle obbligazioni subordinate.

<sup>126</sup> In argomento, cfr. Abriani, La proprietà come diritto dell'individuo di fronte alla comunità internazionale, in AA.VV., L'incidenza del diritto internazionale sul diritto civile, Atti del 5° Convegno Nazionale SiSDiC, Capri, 25-27 marzo 2010, Napoli, 2011; ID., La proprietà come diritto dell'individuo: tra diritto internazionale, diritto comunitario e disciplina interna, in Giur. it., 2010, I, 2226 ss.

<sup>127</sup> In questi termini, Guizzi, Il bail-in, cit., 1492; secondo questo A., la regola non sarebbe quella dell'“esproprio senza indennizzo” bensì quella dell'“esproprio con indennizzo zero”.

patrimonio netto negativo “non solo può corrispondere, ma in caso di procedura concorsuale frequentemente corrisponde, con l’assenza di qualsiasi valore delle azioni dei soci”<sup>128</sup>. A ben vedere, ciò dovrà essere dimostrato e illustrato dalla valutazione ex art. 23 o 25 d.lgs. 180/2015; di tal che, la necessità che essa sia redatta correttamente e illustri quella che è la reale situazione patrimoniale della banca e, inoltre, la considerazione che la valutazione, anzi le valutazioni – posto che è altresì prevista, a resolution avvenuta, la redazione della c.d. valutazione successiva ex art. 88 del d.lgs. 80/2015, volta a confrontare il trattamento effettivamente subito dagli azionisti e dai creditori nella resolution con quello che avrebbero subito nella liquidazione coatta amministrativa - rappresentano un’attività cruciale nell’ambito della risoluzione<sup>129</sup>. Difatti, mentre la valutazione ex ante è diretta ad individuare tutte le perdite al momento dell’avvio della risoluzione, al fine di evitare una sottostima che richieda interventi successivi e che potrebbe pregiudicare l’efficacia della resolution, la valutazione ex post è necessaria al fine di evitare che azionisti e creditori subiscano un sacrificio sproporzionato e maggiore di quello che subirebbero in una procedura di insolvenza<sup>130</sup>.

E del resto, gli azionisti soggetti alla svalutazione o azzeramento non sono lasciati senza tutela; i rimedi previsti per gli azionisti eventualmente lesi da una svalutazione eccessiva sono di due tipi e differiscono in base al momento in cui emerge siffatto pregiudizio. Così, nell’ipotesi in cui il pregiudizio subito dall’azionista emerga nel corso della procedura e, nello specifico, all’esito del confronto tra l’importo del bail-in indicato nella valutazione provvisoria ex art. 25 del d.lgs. 180/2015 e quello risultante dalla valutazione ex ante definitiva, il socio riceve una tutela di tipo reale, per cui il valore delle azioni può essere ripristinato per la differenza e, in definitiva, non si verifica l’estromissione dalla società. Viceversa, nell’ipotesi in cui il pregiudizio emerga nella fase finale del bail-in, cioè dopo che la svalutazione o l’azzeramento è avvenuto, e, nello specifico, qualora emerga dalla valutazione successiva che l’azionista avrebbe subito una perdita inferiore ove l’ente fosse stato

---

<sup>128</sup> Massima n. 58 del Consiglio Notarile di Firenze, reperibile su [www.consiglionotarilefirenze.it](http://www.consiglionotarilefirenze.it). Secondo il Consiglio, in presenza di patrimonio netto negativo, è possibile anzi doveroso che i soci subiscano non soltanto una diluizione ma financo una estromissione dalla società.

<sup>129</sup> In tal senso, de Aldisio, *La gestione delle crisi*, cit., 408; Gardella, *Il bail-in*, cit., 623 ss.

<sup>130</sup> Cfr. Presti, *Il bail-in*, cit., 349 ss.; Gardella, *Il bail-in*, cit., 624 ss.

posto in liquidazione coatta amministrativa, l'azionista "ha diritto a ricevere, a titolo di indennizzo, esclusivamente una somma equivalente alla differenza determinata ai sensi dell'articolo 88"<sup>131</sup>.

A tal riguardo, un precedente senza dubbio rilevante è costituito dal notissimo caso di crisi bancaria che coinvolse l'istituto inglese Northern Rock; invero obiettivo di chi scrive non è tornare sugli eventi a suo tempo verificatisi – per i quali basti il rinvio agli approfondimenti nonché alla dottrina citati in questa nota<sup>132</sup> - bensì porre in rilievo il fatto che le conclusioni a cui, già nel 2012, perveniva la giurisprudenza della CEDU<sup>133</sup> si rivelano coerenti con l'impostazione adottata dalla Direttiva e recepita nell'ordinamento italiano. Difatti, la Corte Europea - adita in quel contesto per pronunciarsi sulla legittimità, non della nazionalizzazione, peraltro salvifica, dell'istituto bensì, del mancato pagamento di un indennizzo a favore dei soci estromessi - sancì la legittimità dell'intera operazione, rilevando che i diritti degli azionisti di un'impresa bancaria intanto sono tutelati dalla CEDU in quanto il patrimonio netto della società abbia un valore positivo; condizione, quest'ultima, che non soltanto sarebbe difficilmente concretizzabile allorquando sia necessaria la nazionalizzazione dell'istituto ma che – come precisava la Corte – dovrebbe altresì sussistere senza considerare il beneficio apportato dall'intervento pubblico. In altri

---

<sup>131</sup> Come opportunamente rilevato da Inzitari, *Brrd*, bail in, cit., 658, tale diritto dell'azionista va ricondotto alla figura dell'indennizzo e non del risarcimento del danno, giacché ha la funzione non di reintegrare un danno contrattuale o extracontrattuale, bensì di "riconoscere una somma a titolo di rettifica dei conteggi di stima precedentemente applicati e successivamente aggiornati". Si esprime, invece, in termini di risarcimento, Donati, *La ricapitalizzazione "interna"*, cit., 613; benvero, quale che sia la corretta qualificazione di questa forma di ristoro prevista, deve concordarsi con l'ultimo A. citato, che individua la ratio di tale meccanismo nell'esigenza di garantire che gli effetti del bail-in siano percepiti dal mercato come definitivi.

<sup>132</sup> Benché la descrizione della crisi dell'istituto inglese Northern Rock sia molto complessa, è possibile riassumerne brevemente i fatti più rilevanti. La banca in questione, dopo aver incontrato le prime difficoltà finanziarie nel 2007, beneficiò dell'intervento pubblico, intervento che, pur sostanziandosi in iniezioni di liquidità da parte della Banca d'Inghilterra, non riuscì ad arrestare il deterioramento delle condizioni finanziarie della banca; da qui, atteso che la crisi aveva assunto una rilevanza tale da costituire una minaccia per la stabilità finanziaria dell'intero paese, la decisione del governo britannico di nazionalizzare l'istituto. La nazionalizzazione comportò l'espropriazione degli azionisti, senza che ad essi fosse corrisposto alcun indennizzo. Tra le doglianze avanzate dagli azionisti, i quali, esauriti i gradi interni di giurisdizione, ricorsero alla CEDU, vi era quella relativa alla mancata corresponsione di un indennizzo a fronte dell'espropriazione subita. A tal riguardo, v. Ariani-Giani, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, in *RDS*, 2013, 721 ss., e ivi, 722 alla nota 2, ulteriori riferimenti; v. altresì, Marini, *Il caso Northern Rock: il consolidarsi del nuovo paradigma proprietario nel diritto privato europeo*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 493 ss., ove ampi riferimenti all'evoluzione degli orientamenti della CEDU.

<sup>133</sup> CEDU, 10 luglio 2012, *Dennis Grainger e altri c. Regno Unito*, in *RDS*, 2013, 715 ss., con nota di Ariani-Giani, *La tutela*, cit., 721 ss.

termini, la Corte, dopo aver precisato che il valore positivo del patrimonio sarebbe dovuto essere valutato al netto degli aiuti di stato, non mancò di evidenziare che in fatto l'istituto Northern Rock fosse sopravvissuto solamente grazie agli aiuti statali ricevuti negli anni addietro<sup>134</sup>. Siffatta conclusione risulta altresì coerente col disposto di cui all'art. 17, 2° comma, lett. f), d.lgs. 180/2015, per cui costituisce presupposto della resolution, tra gli altri, l'erogazione di un sostegno finanziario pubblico straordinario che non rientri nei casi specifici di cui all'art. 18 del medesimo Decreto; gli è che una banca sarà considerata in crisi in tutti quei casi in cui, la mancanza di un intervento pubblico – oggi non più possibile in via assoluta ed esclusiva – genererebbe una situazione di dissesto<sup>135</sup>. Ebbene, una volta che si sia provveduto a precisare che, in presenza di un patrimonio negativo dell'ente, è legittima la imposizione del massimo sacrificio (quanto meno) agli azionisti – i quali, per quanto osservato, nulla hanno a che pretendere in termini di indennizzo -, si conclude nel senso di ritenere infondato qualsivoglia sospetto di incostituzionalità di tutte quelle norme – il bail-in in primis – che, imponendo la sopportazione della crisi agli investitori interni, incidano un diritto partecipativo o anche, come si dirà meglio, di credito.

9. (segue) La delegittimazione a deliberare aumento e riduzione del capitale: la lettura della Corte di Giustizia dell'UE.

Benvero, i soci, oltre a subire la svalutazione o l'azzeramento della partecipazione – provvedimento, questo, assunto dalla Banca d'Italia, senza che sia richiesto il loro consenso e, anzi, financo contro la loro volontà<sup>136</sup> -, subiscono altresì gli ulteriori effetti della resolution; tra gli altri, di notevole rilevanza pratica e sistematica è

---

<sup>134</sup> Sul punto, v. le osservazioni di Ariani-Giani, *La tutela degli azionisti*, cit., 730 ss.

<sup>135</sup> In proposito, v. l'art. 32, par. 4, lett. d), BRRD, ai sensi del quale l'ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto (anche) qualora esso necessiti di un sostegno finanziario pubblico straordinario, ad esclusione dei casi in cui, al fine di evitare o rimediare a una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro e preservare la stabilità finanziaria, il sostegno finanziario pubblico straordinario si concretizza in una delle forme di séguito elencate nel predetto articolo.

<sup>136</sup> Si rileva in proposito che, diversamente da quanto previsto non soltanto nel concordato preventivo delle società di diritto comune, in particolare, nelle ipotesi di concordati ostili, ma anche nel concordato di liquidazione disciplinato dall'art. 93 T.U.B., nel bail-in ai soci non è riconosciuto neppure il diritto di proporre opposizione.

quanto previsto dal combinato disposto di cui all'art. 35, 1° comma, lett. a) del d.lgs. 180/2015, ai sensi del quale “sono sospesi i diritti di voto in assemblea e gli altri diritti derivanti da partecipazioni che consentono di influire sull'ente sottoposto a risoluzione” ed all'art. 58, 3° comma, del medesimo Decreto, il quale attribuisce alla Banca d'Italia “il potere di disporre direttamente l'aumento di capitale”, necessario per consentire la conversione di passività in azioni computabili nel capitale primario di classe 1<sup>137</sup>.

In altre parole, nel bail-in viene meno ogni potere decisionale dell'assemblea, compreso quello, sino a pochi mesi fa considerato sacro ed insopprimibile e disciplinato espressamente dalla nota Direttiva 2012/30/UE (c.d. II Direttiva)<sup>138</sup>, di deliberare gli aumenti e le riduzioni (eccettuate quelle disposte con decisioni giudiziarie) del capitale sociale<sup>139</sup>. In proposito occorre però fare chiarezza; difatti, non è tutt'oggi revocabile in dubbio che nella fase fisiologica dell'impresa, in un momento cioè in cui non si ravvisa una situazione talmente grave da porre in dubbio la stessa possibilità che l'impresa societaria soddisfi le proprie obbligazioni, ogni decisione di modificazione del capitale sociale spetti pur sempre all'assemblea dei soci; senonché, nel momento in cui alla fisiologia subentra la patologia e, cioè, il dissesto o anche il semplice rischio di dissesto - in virtù della rilevanza social-pubblicistica degli enti creditizi e, cioè, delle conseguenze che il dissesto provocherebbe alla stabilità finanziaria<sup>140</sup> - si verifica una vera e propria cessione della sovranità assembleare a favore dell'Autorità di Risoluzione, la quale, nel perseguire l'“interesse generale” alla stabilità finanziaria e dell'intero mercato in

---

<sup>137</sup> Al riguardo, cfr. l'art. 54, par. 3, BRRD, il quale stabilisce che “gli Stati membri provvedono ad assicurare che non vi siano ostacoli procedurali alla conversione delle passività in azioni o altri titoli di proprietà esistenti in virtù del loro atto costitutivo o del loro statuto, compresi i diritti di opzione per gli azionisti o i requisiti riguardanti il consenso degli azionisti a un aumento di capitale”.

<sup>138</sup> Per le prime discussioni sulla disciplina introdotta dalla II Direttiva Comunitaria, v., in luogo di altri, La Malfa, Aumento di capitale e delega al consiglio”, in Buttaro-Patroni Griffi (a cura di), La Seconda Direttiva CEE in materia societaria, Milano, 1984, 499 ss.; Ferri Sr., La seconda direttiva comunitaria in materia di società, in Riv. dir. comm., 1977, I, 61 ss.; Marasà, La Seconda direttiva CEE in materia di società per azioni, in Riv. dir. civ., 1978, II, 870 ss.; Oppo, Il decreto di attuazione della II Direttiva CEE in materia di società. Rilievi sistematici, in Riv. dir. civ., 1976, I, 577 ss.; d'Alessandro, La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti, in Riv. Soc., 1987, 1 ss.

<sup>139</sup> Cfr. l'art. 29, par. 1 della II Direttiva, ai sensi del quale “gli aumenti di capitale sono decisi dall'assemblea”, nonché l'art. 34, par. 1 della medesima Direttiva, ai sensi del quale “qualsiasi riduzione del capitale sottoscritto, eccettuata quella disposta con decisione giudiziaria, deve almeno essere subordinata a una decisione dell'assemblea”.

<sup>140</sup> Ciò che si afferma è che gli enti creditizi, in virtù della specialità dell'attività esercitata, non possono essere considerati un “fatto proprio” dei soci bensì un “fatto sociale”, si rinvia a quanto osservato nel primo capitolo del presente lavoro.

luogo dell'interesse particolare dei soci al proprio investimento, assume, tra gli altri, il potere di deliberare gli aumenti di capitale, peraltro, come già osservato, con la previa riduzione a zero del capitale (il che comporta l'estromissione degli originari azionisti) e con la esclusione del diritto di opzione<sup>141</sup>. Al riguardo, occorre precisare che tale sottrazione di competenza opera, non soltanto in relazione ai soci che hanno perduto la qualità di soci, giacché l'annullamento delle azioni comporta, come è ovvio, la perdita di tutti i diritti ad esse connessi, amministrativi e patrimoniali, ma altresì in relazione ai soci che, diluiti nella loro partecipazione, conservano un pur ridotto peso all'interno della compagine sociale; e difatti, la sterilizzazione dei diritti di voto e in generale di ogni diritto connesso alla partecipazione costituisce, in uno alla decadenza degli organi di amministrazione, controllo e dell'alta dirigenza (salvo che sia diversamente previsto dall'Autorità di Risoluzione), il naturale effetto ex art. 35 d.lgs. 180/2015 di qualsiasi procedura di resolution, volto a sottrarre ogni potere decisionale a quella governance che si è rivelata incapace di gestire l'impresa bancaria. L'attribuzione del potere/dovere di deliberare l'aumento di capitale all'Autorità di Risoluzione, pur rappresentando un'innovazione epocale al diritto societario, non pare contrastare o, quanto meno, essere inconciliabile con il summenzionato baluardo della Seconda Direttiva, giacché, come anticipato, le due diverse direttive sono destinate ad operare in due contesti differenti: la Seconda Direttiva fin quando l'impresa bancaria è in bonis, la Direttiva sul bail-in allorquando l'ente creditizio versi in stato di crisi e sia disposta una procedura di risoluzione. A queste conclusioni, condivisibili secondo l'opinione di chi scrive, è pervenuta di recente e in più di un'occasione<sup>142</sup>, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea che, su

---

<sup>141</sup> Per ulteriori considerazioni al riguardo, e per riferimenti di dottrina anche autorevole, sia consentito, per brevità, il rinvio al nostro Blandini-De Cicco-Locascio Aliberti, *Socio e società*, cit.

<sup>142</sup> Il riferimento è alla già citata sentenza della Corte (Grande Sezione), 19 luglio 2016 nella causa C-526/14 (Kotnik et al.) nonché alla sentenza della Corte (Grande Sezione), 8 novembre 2016 nella causa C-41/15, con cui la Corte di Giustizia dell'UE si è pronunciata su rinvio pregiudiziale promosso dalla corte costituzionale slovena; anche il testo di quest'ultima sentenza è reperibile su [curia.europa.eu](http://curia.europa.eu). Quest'ultima sentenza è stata anche commentata con condivisibili e lucide argomentazioni, da Siclari, *Modificazioni del capitale della società bancaria, stabilità finanziaria dell'Unione europea e garanzie dei soci (Alteration of bank's share capital, financial stability of the European Union and shareholders rights)*, in RTDE, 2016, 109 ss., - il quale ha ben posto in rilievo la prevalenza della finalità della stabilità finanziaria sui diritti patrimoniali dei soci e dei terzi -, nonché da Supino, *Salvataggio delle banche, ricapitalizzazione e limiti alla governance bancaria (Bank rescue measures, recapitalization and corporate governance restrictions)*, ivi, 117 ss. Alla luce di tali ultime sentenze, in uno al quadro complessivo delineato dalla BRRD, deve ritenersi definitivamente superato quell'orientamento - che pure era stato sostenuto dalla stessa Corte di



rinvio pregiudiziale promosso dalle corti costituzionali slovena e irlandese al fine di accertare la conformità alla Direttiva 2012/30/UE di una modificazione del capitale eterodiretta peraltro con esclusione del diritto di opzione, ha ribadito la legittimità delle operazioni di riduzione e aumento di capitale – in quanto attuative delle misure di condivisione degli oneri e, in definitiva, delle norme in tema di resolution introdotte dalla Direttiva 2014/59/UE – deliberate da un soggetto terzo, senza il consenso dell’assemblea dei soci e, quindi, la non contrarietà di siffatti provvedimenti alla sopracitata Direttiva 2012/30/UE; in particolare, come osservato dalla Corte, l’operatività delle due Direttive è ben diversa, giacché, per un verso, sotto il profilo teleologico, la Seconda Direttiva “mira a garantire l’equivalenza minima della tutela degli azionisti e dei creditori delle società per azioni”<sup>143</sup> e, cioè, degli investitori, mentre la BRRD è volta ad assicurare la stabilità finanziaria del sistema nel suo complesso, imponendo l’assorbimento delle perdite subite dall’ente in dissesto in primis ad azionisti e creditori; per altro verso, mentre le misure previste dalla Direttiva 2012/30/UE riguardano il “funzionamento ordinario”<sup>144</sup> delle società per azioni, quelle previste dalla BRRD costituiscono “misure straordinarie”<sup>145</sup> che possono essere adottate solamente in un contesto di grave turbamento dell’economia di uno Stato membro nonché allo scopo di evitare un rischio sistemico. In definitiva, si deve ribadire che la protezione che la Seconda Direttiva accorda agli azionisti ed ai creditori di una società per azioni e, in generale, la validità dell’antico totem del diritto societario in virtù del quale ogni variazione del capitale sociale debba essere decisa sempre e soltanto dall’assemblea, non costituiscono un limite invalicabile,

---

Giustizia che, nel 1996 nella sentenza C-441/93, reperibile su [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu), si era pronunciata sul rapporto tra l’art. 29 della Direttiva 2012/30/UE (già art. 25 della Direttiva 77/91/CEE) e le misure nazionali di ristrutturazione bancaria poste in essere per superare la crisi di una banca greca – che riteneva illegittima ogni disposizione normativa speciale che consentisse ad un soggetto terzo (nell’ipotesi in esame, all’amministratore provvisorio nominato dalla Banca di Grecia) di aumentare il capitale sociale senza la preventiva autorizzazione dell’assemblea. Nello specifico, in quell’occasione, la Corte fu netta nell’affermare che le società esercenti attività bancaria fossero soggette all’osservanza della disciplina comunitaria in tema di capitale sociale e che, inoltre, neppure l’interesse generale giustificasse alcuna deroga sul punto in questione. Per un approfondimento, v. le lucide osservazioni di Tarzia, *Crisi bancaria, interventi autoritativi e diritti degli azionisti*, in *Società*, 1996, 982 ss., che correttamente contestava la decisione della Corte, ritenendo che non avesse tenuto in debito conto la rilevanza dell’interesse generale connesso alla stabilità delle banche ed al regolare esercizio della loro attività.

<sup>143</sup> Punto 86 della Sentenza *Kotnik et al.* e, in senso conforme, Punto 49 della Sentenza dell’8 novembre 2016.

<sup>144</sup> Punto 87 della Sentenza *Kotnik et al.*

<sup>145</sup> Punto 88 della Sentenza *Kotnik et al.* e, in senso conforme, Punto 50 della Sentenza dell’8 novembre 2016.

giacché, allorquando sussista una situazione di grave perturbamento dell'economia e del sistema finanziario di uno Stato membro scaturente dall'insufficienza del capitale della società in questione, le prerogative e gli interessi degli azionisti soccombono al potere dell'Autorità di Risoluzione ed all'interesse generale<sup>146</sup>.

#### 10. Gli effetti del bail-in sugli obbligazionisti subordinati. Un confronto europeo.

Dopo la cancellazione delle azioni, le obbligazioni cc.dd. subordinate<sup>147</sup> costituiscono, si è detto, le prime passività suscettibili di essere svalutate e convertite in azioni ovvero integralmente annullate come avvenuto nell'ambito della risoluzione delle quattro banche nonché nei precedenti che hanno coinvolto gli enti creditizi di altri Paesi membri quali l'Austria ed il Portogallo<sup>148</sup>; queste ultime, infatti, giacché

---

<sup>146</sup> Nella giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'UE e, in particolare, al punto 54 della citata Sentenza dell'8 novembre 2016, sembra particolarmente significativa l'espressione riassuntiva adoperata, per cui "sebbene vi sia un evidente interesse pubblico a garantire, in tutta l'Unione, una tutela forte e coerente degli azionisti e dei creditori, tale interesse non può essere ritenuto prevalente, in ogni circostanza, rispetto all'interesse pubblico consistente nel garantire la stabilità del sistema finanziario istituito mediante le suddette modifiche"; in senso conforme, la Sentenza del 19 luglio 2016, punto 91.

<sup>147</sup> Per un approfondimento sulla clausola di subordinazione nonché sulla natura e la tipologia dei prestiti subordinati, sia consentito il rinvio alla migliore dottrina che si è espressa in argomento; per tutti, G.F. Campobasso, I prestiti postergati nel diritto italiano, in *Giur. comm.*, 1983, I, 121 ss.; Maffei Alberti, Prestiti postergati e liquidazione coatta amministrativa, in *Portale* (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche*, cit., 481 ss.; *Portale*, "Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili" (Appunti), in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1996, I, 1 ss.; ID., *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio* (Ricordo di Gian Franco Campobasso), in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2004, I, 424 ss.; Vanoni, *I crediti subordinati*, Torino, 2000, 14 ss.

Sul tema della postergazione, la dottrina è sconfinata; soltanto per citare qualche intervento, nel quale ritrovare ulteriori riferimenti, cfr. Bonfatti, *Prestiti da soci, finanziamenti infragruppo e strumenti "ibridi" di capitale*, in Bonfatti-Falcone (a cura di), *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, Milano, 2004, 255 ss.; *Portale*, I "finanziamenti" dei soci nelle società di capitali, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2003, I, 663 ss.; Tullio, *La postergazione*, Padova, 2000, passim; Vassalli, *Sottocapitalizzazione delle società e finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir.*, impr., 2004, 267 ss.

<sup>148</sup> Al di là dei vari interventi ad hoc ovvero di bail-in "minore", il primo vero bail-in, applicativo della BRRD, è stato attuato in Austria nell'aprile 2016 alla Heta Asset Resolution Ag, la bad bank nata dal salvataggio della Hypo Alpe-Adria Bank; come precisato nel testo, il bail-in è una procedura che può essere applicata tanto singolarmente alla banca in dissesto quanto in combinazione con altri strumenti di risoluzione, come nel caso in esame, ove, appunto, il bail-in è applicato alla bad bank. sulla vicenda relativa alla crisi della Hypo Alpe, v. Guizzi, *Il bail-in*, cit., 1487 ss. Nello specifico, in virtù di quanto previsto dalla BRRD, il provvedimento ha causato non soltanto l'azzeramento delle azioni e delle obbligazioni subordinate – con riferimento a quelle garantite dal Land della Carinzia, la Corte costituzionale austriaca nella già citata sentenza aveva ritenuto incostituzionale l'azzeramento della

computabili tra i cc.dd. fondi propri della banca<sup>149</sup>, sono assoggettabili non soltanto al bail-in “vero” ma altresì al provvedimento di riduzione o conversione di azioni, di altre partecipazioni e di strumenti di capitale di cui all’art. 27 d.lgs. 180/2015, il c.d. bail-in “minore”.

Difatti, i provvedimenti adottati in Italia nella vicenda relativa alle quattro banche così come in Austria o in altri Paesi membri hanno inciso altresì sui possessori di obbligazioni subordinate, compiendo una riduzione (o un azzeramento) dei loro crediti; sul punto, è necessaria qualche osservazione. Difatti, per un verso, deve ritenersi assodato che siffatti provvedimenti non si pongano in contrasto con la tutela costituzionale del diritto di proprietà, atteso che, come affermato dalla Corte austriaca nella già citata sentenza, pur essendo irrevocabile in dubbio che gli obbligazionisti subordinati vantino un diritto di proprietà su tali titoli – al pari di quanto affermato per gli azionisti -, una tutela assoluta dei diritti patrimoniali non rientra comunque nello statuto costituzionale della proprietà<sup>150</sup> e che inoltre, come affermato da Visco<sup>151</sup>, tali strumenti costituiscono strumenti di investimento per i quali non vi è una garanzia di conservazione del valore; per altro verso, i provvedimenti in esame neanche possono ritenersi irragionevoli o contrari ai principi regolanti i debiti subordinati, giacché essi generano effetti equiparabili a quelli che si verificerebbero nell’ambito di una procedura di insolvenza; ciò, in virtù del summenzionato principio di no credit worse off. E’ infatti noto che siffatti prestiti sono contrassegnati da una clausola in base alla quale, in caso di liquidazione coatta (o anche di liquidazione volontaria) dell’ente creditizio debitore, il credito del sottoscrittore è rimborsato solo dopo che siano stati soddisfatti gli altri creditori non

---

garanzia - ma altresì una svalutazione del 53,98% del debito senior, cioè delle obbligazioni ordinarie, prevedendo altresì la proroga di tutte le scadenze di debito al 31 dicembre 2023 e la cancellazione di tutti gli interessi a partire dal 1 marzo 2015, data in cui la Heta era stata sottoposta al meccanismo di risoluzione.

Un bail-in parziale è invece quello attuato alla fine del 2015 in Portogallo con riferimento al Novo Banco; anch’esso ha, in vario modo, inciso sui possessori del debito subordinato; in argomento si rinvia a quanto detto nella nota 83.

<sup>149</sup> Computabilità che, sia pure entro certi limiti e condizioni e con procedure variabili da paese a paese, è stata prevista, per la prima volta, dalla Direttiva 89/299/CEE, concernente i fondi propri degli enti creditizi, ed è stata introdotta in Italia con l’art. 2, d.lgs. 302/1991, di attuazione della predetta Direttiva.

<sup>150</sup> Guizzi, *Il bail-in*, cit., 1489.

<sup>151</sup> Visco, *Relazione al “Forex”*, cit., 7.

subordinati<sup>152</sup>; di tal che, la diffusa affermazione che i titoli subordinati, per natura, sono strumenti finanziari che presentano caratteristiche dei prodotti obbligazionari (sotto il profilo giuridico-formale) e, al contempo, degli strumenti di partecipazione al capitale (sotto il profilo economico-sostanziale)<sup>153</sup>, peculiarità, questa, che assume rilevanza in un contesto di crisi. Come espresso da autorevolissima dottrina<sup>154</sup>, “in ipotesi di dissesto dell’impresa finanziata, la clausola di postergazione determina, sotto il profilo economico, effetti simili a quelli che si producono per il capitale di rischio”<sup>155</sup>; il che implica che i detentori dei titoli subordinati, oltre ad essere rimborsati dopo i titolari delle obbligazioni ordinarie, debbano contribuire a ridurre la carenza di capitale immediatamente dopo gli azionisti<sup>156</sup>.

Pertanto, atteso che il bail-in costituisce una procedura di soluzione delle crisi di impresa, pur non liquidatoria e alternativa alla liquidazione coatta amministrativa, regolata peraltro, per quanto concerne l’ordine in cui gli strumenti debbono partecipare alle perdite, dalle norme previste per le ordinarie procedure di insolvenza, non vi è ragione per ritenere anomalo o illegittimo un provvedimento che incida pur interamente tali passività. In tal senso milita inoltre la considerazione che i prestiti subordinati rappresentano un’ipotesi di postergazione volontaria<sup>157</sup>, giacché, come espresso da autorevolissima dottrina<sup>158</sup>, il creditore “accetta” la clausola di subordinazione e, in altri termini, - salvo il caso di situazioni patologiche, ove la sottoscrizione avviene in assenza di adeguata e corretta informazione da parte dell’intermediario e, cioè, in violazione da parte di questi ultimi degli obblighi di

---

<sup>152</sup> Per tutti, G.F. Campobasso, *I prestiti postergati*, cit., 124; Portale, “Prestiti subordinati”, cit., 3.

<sup>153</sup> Ciò è quanto affermato anche dalla Corte di Giustizia dell’UE nella già citata sentenza *Kotnik et al.*, al punto 76.

<sup>154</sup> G.F. Campobasso, *I prestiti postergati*, cit., 126.

<sup>155</sup> E’, allora, corretto affermare che i crediti subordinati si collochino in posizione intermedia fra gli altri crediti non subordinati e le azioni; di tal che, la qualificazione di elementi di “quasi capitale” e la esatta considerazione di Vattermoli, *Finanziamento alle imprese*, cit., 770, secondo cui la posizione dei junior creditors – appunto, gli obbligazionisti subordinati – tende inevitabilmente a sovrapporsi a quella degli azionisti, quanto meno dal punto di vista dell’aspettativa del soddisfacimento delle rispettive pretese. Al riguardo, è doveroso però precisare – e lo dice benissimo G.F. Campobasso, *I prestiti postergati*, cit., 146 - che, nonostante la possibilità di considerare i prestiti postergati come componenti del capitale proprio (rectius: dei fondi propri) dell’impresa finanziata, resta pur sempre incontestabile che essi costituiscano debiti e non conferimenti di capitale in senso giuridico, atteso che la clausola di postergazione non consente di mutare la qualificazione data dalle parti al rapporto e di assoggettare tali mezzi alla disciplina propria del capitale sociale.

<sup>156</sup> Punti 76-77 della Sentenza *Kotnik et al.*

<sup>157</sup> Sulla postergazione c.d. involontaria, cfr. Vattermoli, *Finanziamento alle imprese*, cit., 740 ss.

<sup>158</sup> G.F. Campobasso, *I prestiti postergati*, cit., 124.

informazione, diligenza, correttezza e trasparenza previsti dal T.U.F.<sup>159</sup>, - accetta di sottoscrivere nei fatti una “prestazione di rischio”<sup>160</sup>, dato che “dal punto di vista sostanziale la clausola tende, in ultima analisi, a rendere i creditori postergati integralmente compartecipi dell’insolvenza della banca”<sup>161</sup>.

Peraltro, occorre precisare che tali caratteristiche sono da sempre connaturate al concetto di subordinazione, peculiare delle obbligazioni subordinate, come la migliore dottrina ha avuto modo di esporre<sup>162</sup>. Pertanto, come ribadito anche dalla Corte di Giustizia nella già citata pronuncia su rinvio pregiudiziale della corte costituzionale slovena<sup>163</sup>, i titolari di obbligazioni subordinate nemmeno possono eccepire una lesione del principio di tutela del legittimo affidamento, giacché la circostanza che, nel corso della prima fase della crisi finanziaria, i creditori subordinati non fossero stati invitati (rectius: costretti) a contribuire ai salvataggi degli istituti di credito, non consente ad essi di avvalersi del principio di tutela del legittimo affidamento. La circostanza de qua, infatti, non può essere considerata come una “rassicurazione precisa, incondizionata e concordante” tale da far sorgere in capo ad essi il legittimo affidamento di non essere sottoposti a misure di condivisione degli oneri; in altri termini, gli investitori non possono e non avrebbero potuto fare legittimamente affidamento sulla conservazione di una prassi esistente – quella del bail-out -, frutto, peraltro, della regola non scritta, per cui era possibile far fronte alle crisi bancarie col denaro pubblico. Sul tema si tornerà nel successivo capitolo con riferimento specifico ai depositi bancari, ma ciò che si vuole qui porre in evidenza è che, poiché neanche l’attività di vigilanza più virtuosa è in grado di

---

<sup>159</sup> Come avvenuto, ad esempio, nella vicenda relativa alla risoluzione delle quattro banche; v. al riguardo i contributi di Dolmetta, *Le tutele mancanti*. Scritto per il Convegno “Salvataggio bancario e tutela del risparmio”, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 3 ss; Lener, *Bail-in: una questione di regole di condotta?*, cit., 1 ss.

<sup>160</sup> Così definita da Portale, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito*, cit., 34.

<sup>161</sup> Maffei Alberti, *Prestiti postergati*, cit., 484. Cfr., al riguardo, Marchetti, *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1994, I, 489, secondo cui la partecipazione alle perdite di gestione costituisce un elemento di “partecipazione diretta al rischio di impresa che va ben al di là della mera postergazione nel rimborso intesa come restituzione sospensivamente condizionata”.

<sup>162</sup> Sia consentito di rinviare agli Autori già citati in nota 144. In argomento, è da condividersi quanto prospettato da Guizzi, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corr. giur.*, 2016, 752, secondo cui, “il bail-in non aggiunge...alcun rischio ulteriore al prodotto finanziario, dal momento che l’adozione di questa misura presuppone comunque che il trattamento dell’obbligazionista non sia deteriore rispetto a quello che gli sarebbe stato riservato in un’ordinaria procedura di insolvenza”.

<sup>163</sup> In particolare, v. i punti 61 ss. della sentenza *Kotnik et al.*

eliminare il rischio di una crisi, la natura stessa del debito subordinato e, quindi, il maggior rischio in esso insito, impongono ai possessori di detti strumenti la compartecipazione al rischio d'impresa. In questo senso, allora, se da un lato non è revocabile in dubbio che agli obbligazionisti spetti una tutela maggiore di quella prevista dalla Direttiva in tema di NCWO nei casi in cui la crisi sia imputabile a gravi fenomeni di mala gestio ovvero nei casi in cui siano accertate violazioni degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza previsti dal T.U.F.<sup>164</sup>, dall'altro lato, il rimedio previsto dalla legge di stabilità 2016, l. 28 dicembre 2015, n. 208, all'art. 1, 855° e 856° comma, – che ha istituito il c.d. Fondo di solidarietà, alimentato dal FITD, deputato, a determinate condizioni, ad indennizzare i clienti delle quattro banche che avevano acquistato obbligazioni subordinate<sup>165</sup> – sembra rappresentare una stortura giuridica all'interno di un sistema che, come detto, tende a limitare gli interventi di sostegno pubblico, richiedendo invece la contribuzione alla soluzione delle crisi bancarie in primis ai soggetti titolari di titoli rischiosi<sup>166</sup>.

---

<sup>164</sup> Il riferimento immediato è ai noti casi accaduti nella vicenda relativa alla risoluzione delle quattro banche, ove strumenti finanziari rischiosi erano stati venduti a consumatori retail – pensionati o piccoli risparmiatori - del tutto inconsapevoli del rischio pur tipico e peculiare di detti strumenti.

<sup>165</sup> V. altresì il d.l. 59/2016 che, agli art. 8, 9 e 10, ha previsto per i clienti delle quattro banche che, in possesso di alcuni requisiti reddituali e patrimoniali, hanno acquistato le obbligazioni in data anteriore al 12 giugno 2014, data di entrata in vigore della BRRD, l'erogazione da parte del FITD, quale gestore del Fondo di solidarietà, di indennizzi forfettari automatici pari all'ottanta per cento del corrispettivo pagato per le obbligazioni subordinate, prevedendo in ogni caso l'accesso alla procedura arbitrale prevista dalla legge di stabilità del 2016 come rimedio ai clienti che hanno compiuto siffatti acquisti in data successiva all'entrata in vigore della BRRD.

<sup>166</sup> Interessante è quanto rilevato da Maccarone, I sistemi di garanzia dei depositi nel contesto regolamentare europeo, Relazione al Convegno “Meccanismo Unico di Risoluzione: sfide e opportunità per il sistema bancario italiano”, Siena 13 maggio 2016, reperibile su [www.disag.unisi.it](http://www.disag.unisi.it), 12 ss., secondo cui la legge che ha disposto il ristoro quasi integrale degli obbligazionisti subordinati ha generato “un precedente del quale sarà difficile liberarsi...potrà dirsi agli eventuali altri (obbligazionisti subordinati), magari nella stessa condizione, che a loro, invece, non sarà dato nulla?”.

## Capitolo IV

### Bail-in e creditori non subordinati.

SOMMARIO: 1. Risparmiatori e investitori nel bail-in: considerazioni preliminari. – 2. Il bail-in come imposizione anticipata delle perdite in capo ai creditori. – 3. Bail-in e investimento obbligazionario: profili di coerenza sistematica. – 4. La tutela del risparmio nella Direttiva 2014/59/UE: individuazione del risparmio rilevante. – 5. Il trattamento dei “grandi depositanti”: dalla depositor preference all’esclusione facoltativa dal bail-in. – 6. Considerazioni conclusive.

#### 1. Risparmiatori e investitori nel bail-in: considerazioni preliminari.

La differenza maggiormente significativa emersa nel confronto tra la procedura di resolution del bail-in e lo strumento di riduzione di azioni e strumenti di capitale – c.d. bail-in “minore” -, aldilà di quanto osservato in relazione al fatto che (solo) il bail-in costituisca una vera e propria procedura, risiede in ciò, che nel bail-in la riduzione (o azzeramento) e la eventuale conversione della pretesa creditoria in azioni coinvolge tutti i creditori non garantiti, anche quelli diversi dai subordinati e financo i titolari di depositi non garantiti. Per quanto concerne i crediti, nel prosieguo del lavoro si farà riferimento principalmente alle obbligazioni cc.dd. ordinarie o senior<sup>1</sup>, le quali costituiscono, come è noto, il “momento di esercizio dell’attività

---

<sup>1</sup> Oggi come ieri l’emissione di obbligazione, in generale, costituisce infatti l’operazione tipicamente e tradizionalmente preordinata alla raccolta diretta e diffusa tra il pubblico del capitale di credito, a tal fine utilizzando la peculiare forma di raccolta del risparmio costituita da titoli di massa. Numerosi sono i contributi in dottrina; solo per citare qualche intervento nel quale ritrovare ulteriori riferimenti, v. prima della Riforma del 2003, G. F. Campobasso, *Le obbligazioni*, in Colombo-Portale (diretto da), *Trattato delle s.p.a.*, V, Torino, 1988, 377 ss. nonché Pettiti, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, passim; dopo la Riforma, Pisani, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, I, Torino, 2007, 765 ss. In generale, per una disamina delle forme di raccolta del risparmio, v. Desiderio, *L’attività bancaria*, Milano, 2004, 238 ss.

caratteristica”<sup>2</sup> dell’impresa bancaria<sup>3</sup>, nonché ai depositi<sup>4</sup>; entrambi, pur caratterizzandosi per una diversa disciplina - diversità che, come si dirà, le norme europee hanno fortemente attenuato - rappresentano le forme per eccellenza dell’attività di raccolta del risparmio tra il pubblico nonché la parte preponderante del passivo di tutte le banche.

Benvero, siffatto coinvolgimento forzoso dei creditori e, soprattutto, dei depositanti assume una notevole rilevanza, sia pratica, atteso che, per la prima volta i risparmiatori<sup>5</sup> medio-piccoli possono essere chiamati a contribuire alla crisi dell’ente

---

<sup>2</sup> Così, Marchetti, Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, in Banca, borsa e titoli di credito, 1994, I, 486. L’A. pone inoltre in evidenza la specialità delle obbligazioni bancarie e le deroghe alla disciplina di diritto comune; nel senso, invece, di una “sostanziale assimilazione” delle obbligazioni di diritto comune con quelle bancarie, si esprime Bartalena, Le nuove obbligazioni, in Banca, borsa e titoli di credito, 2005, I, 544. Per ulteriori approfondimenti in merito alle obbligazioni bancarie, cfr., giusto per qualche spunto e senza pretesa di completezza, Fauceglia, Le obbligazioni emesse dalle banche, Milano, 2000, passim; G.F. Campobasso, L’emissione di obbligazioni bancarie, in Banca, borsa e titoli di credito, 1994, 473 ss.; Blandini, Profili cartolari dei titoli obbligazionari emessi dalle banche, in Banca, borsa e titoli di credito, 1996, I, 822 ss.; ID., art. 12, in Porzio-Belli-Losappio-Rispoli Farina-Santoro (a cura di), Testo unico bancario. Commentario, Milano, 2010, 137 ss.; Galletti, “Elasticità” della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in Banca, borsa e titoli di credito, 1997, I, 239 ss.; Porzio, La raccolta del risparmio: la disciplina dell’emissione di obbligazioni e di titoli di deposito delle banche, in Mezzacapo (a cura di), Studi sulla nuova legge bancaria, Roma, 1994, 55 ss.; Niccolini, L’emissione di obbligazioni da parte delle banche, in Morera-Nuzzo (a cura di), La nuova disciplina dell’impresa bancaria, II, Milano, 1996, 60 ss.

<sup>3</sup> E’ noto che nelle banche l’emissione di obbligazioni rappresenta, per definizione, parte integrante dell’attività di impresa, giacché le risorse raccolte tra il pubblico, appunto mediante il prestito obbligazionario, vengono impiegate nell’attività di esercizio del credito; in ciò si sostanzia quel collegamento funzionale tra raccolta del risparmio ed esercizio del credito, tema sul quale varie e interessanti osservazioni sono state compiute da Costi, L’ordinamento bancario, Bologna, 2012, 198 ss.; Ferro Luzzi, Lezioni di diritto bancario, Torino, 2004, 107 ss.; Porzio, Banca e attività bancaria, in Enc. dir., Aggiornamento, IV, Milano, 2000, 164.

<sup>4</sup> Per un approfondimento della disciplina del deposito bancario, v., per tutti, G.F. Campobasso, I depositi bancari, in Banca, borsa e titoli di credito, 1988, I, 163 ss.; ID., Deposito bancario (voce), in Enc. giur., X, Roma, 1988, 3 ss.; Molle, I contratti bancari, Milano, 1981, 121 ss.; Fauceglia, I contratti bancari, Torino, 2005, 298 ss. Gli Autori ora citati definiscono il contratto di deposito bancario come contratto di credito nell’interesse della banca e come contratto di custodia e di investimento nell’interesse del cliente; nello specifico, parte della dottrina riteneva preminente la funzione di custodia; altra parte, quella di credito. Nel primo senso, v., per tutti, Simonetto, I contratti di credito, Milano, 1953, 348 ss.; Salanitro, Problemi in tema di depositi bancari, in Banca, borsa e titoli di credito, 1978, I, 188 ss.; Maimeri-Pierri, art. 1834, in Gabrielli (diretto da), Commentario del Codice civile, Torino, 2011, 299 ss. Nel secondo senso, v., per tutti, Fiorentino, Del deposito, in Scialoja-Branca (a cura di), Commentario del codice civile, Bologna-Roma, 1969, 43 ss.; Porzio, I contratti bancari, in Rescigno (diretto da), Tratt. dir. priv., XII, Torino, 1985, 904 ss.

<sup>5</sup> Si precisa che il termine “risparmiatore” è ora utilizzato in senso atecnico per riferirsi in generale a coloro i quali abbiano affidato a vario titolo le proprie risorse ad una banca; a tal riguardo, proprio l’utilizzazione impropria del termine “risparmiatore” in luogo di “investitore” ha cagionato più di un equivoco tra i commentatori; il punto verrà ripreso nel testo.



credizio presso cui hanno investito o depositato<sup>6</sup> i propri risparmi – il che nell’ultimo anno ha suscitato profondi e non sempre condivisibili, come si vedrà, clamori mediatici ma anche dottrinali –, sia sistematica, giacché induce ad affermare neanche arditamente che, secondo l’impostazione della BRRD, le crisi bancarie debbano essere risolte alla stregua delle crisi di diritto comune, in ossequio al principio secondo cui, nella crisi, i creditori, tutti, secondo la gerarchia prevista dalla legge fallimentare pur con le vistose deroghe introdotte dai d.lgs. 180/2015 e 181/2015, subiscono il non integrale soddisfacimento del credito<sup>7</sup>. Epperò, non ci si può esimere dal rilevare che i creditori di una banca sono creditori particolari, diversi dai creditori di un’impresa di diritto comune; e ciò, perché, benché detto forse con qualche eccesso di semplicismo, il loro credito nasce dal risparmio ed il risparmio è un bene costituzionalmente protetto<sup>8</sup>; sul tema si tornerà specificamente nelle pagine successive, tuttavia, pare necessario, seppur preliminarmente, scindere la figura del risparmiatore da quella dell’investitore, atteso che su questi temi grande è stata la confusione ingenerata dai commentatori. A tal riguardo, sovente ci si è chiesti, soprattutto all’esito della vicenda relativa alle “quattro banche” quale fosse il confine tra il risparmio (che la Costituzione tutela “in tutte le sue forme” – locuzione, anch’essa, come si vedrà, di dubbia interpretazione) e l’investimento; benvero, certamente deve ritenersi semplicistico ed erroneo quanto sostenuto da chi ha considerato le misure eseguite in attuazione della risoluzione delle “quattro banche” – che peraltro, come detto, hanno inciso soltanto azioni e obbligazioni subordinate -

---

<sup>6</sup> La diversità tra l’investimento obbligazionario ed il deposito bancario verrà più volte richiamata nel prosieguo; basti per ora anticipare che depositi e obbligazioni divergono sul piano della qualificazione normativa, giacché i primi, diversamente dalle seconde, non possono essere considerati strumenti finanziari, né prodotti finanziari, in virtù del contorto art. 1, comma 1, lett. u), T.U.F. Di tal che, diversa è la regolamentazione della fase di proposta e conclusione dei rispettivi rapporti; per esempio, per i depositi bancari, non trovano applicazione le norme sulla prestazione dei servizi di investimento, né quelle sull’offerta al pubblico di prodotti finanziari, mentre valgono soltanto le norme in tema di trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti, di cui agli artt. 15 ss. T.U.B. e relative disposizioni sulla trasparenza della Banca d’Italia. Nello specifico, per una attenta disamina delle differenze tra obbligazioni e depositi, v., da ultimo e anche per riferimenti, Ciocca, I depositi e le obbligazioni bancarie: disciplina privatistica e strumenti contrattuali di tutela, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 411 ss.

<sup>7</sup> In tal senso si è espressa, forse in via un po’ semplicistica, la Sig.ra König, Presidente del Single Resolution Board, affermando che fra il dissesto di un’impresa industriale e quello di una banca non debbano sussistere differenze di regole; anche per le banche debbono cioè prevalere le regole del mercato e, quindi, in caso di crisi a perdere saranno “gli azionisti, poi i creditori e così di séguito”; cfr. in *Milano Finanza*, 7 maggio 2016, 28 ss.

<sup>8</sup> Maccarone, artt. 96-96quater, in *Belli-Contento-Patroni Griffi-Porzio-Santoro* (a cura di), *Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385. Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II, Bologna, 2003, 1633.

un “esproprio criminale del sudato risparmio”<sup>9</sup>; difatti, per quanto osservato nel precedente capitolo in relazione ad azioni e obbligazioni subordinate, costituirebbe un’antinomia qualificare come risparmiatore chi investa nei predetti strumenti finanziari; benvero, con ciò non si intende certo affermare che la anziana pensionata che abbia acquistato coi risparmi di una vita un’obbligazione subordinata sia una speculatrice senza scrupoli, piuttosto, posto che il trattamento degli strumenti finanziari nella crisi prescinde da chi ne sia il titolare, occorre che gli investitori siano posti nelle condizioni di compiere scelte veramente consapevoli e ponderate. Viceversa, meno ardita appare la connotazione di risparmiatore per colui che, con l’intento di ottenere qualche piccolo guadagno dai propri risparmi, investa cautamente in obbligazioni bancarie ordinarie – dunque, per definizione ma anche per quanto stabilito dalla Direttiva, meno esposte al rischio – o, a fortiori, per chi mantenga i propri risparmi sotto forma di deposito; epperò, anche con riferimento a queste ultime due categorie – sulle quali si tornerà distintamente - è possibile formulare alcuni rilievi, che saranno in séguito approfonditi: per quanto concerne le obbligazioni ordinarie, giova ricordare che esse costituiscono pur sempre strumenti di investimento e che, pertanto, sono esposte ad un rischio, per quanto minimo, intrinseco ed ineliminabile; per quanto concerne, invece, i depositi, vi è da chiedersi se chi scelga di mantenere i propri miliardi sotto forma di deposito bancario benefici dello stesso trattamento che spetti al pensionato che abbia depositato poche migliaia di euro. Il tema in generale riveste una rilevanza nonché una delicatezza a causa degli effetti traumatici e penetranti che l’applicazione – peraltro retroattiva, come si dirà - del bail-in produce, il che giustifica anche la scelta del legislatore italiano di aver rinviato l’attuazione del bail-in al 2016<sup>10</sup>; difatti, se, da un lato, l’internalizzazione

---

<sup>9</sup> Così, Federconsumatori e Adusbef in svariati comunicati stampa, tutti reperibili su [www.adusbef.it](http://www.adusbef.it) e [www.federconsumatori.it](http://www.federconsumatori.it).

<sup>10</sup> D’altronde, nessuno può negare che, come osservato da Capriglione, *Luci ed ombre*, cit., 7, “l’introduzione della nuova disciplina di risoluzione delle crisi bancarie abbia colto il nostro Paese impreparato ad un passaggio disciplinare di grande portata”; in questo senso anche Visco, *Relazione al “Forex”*, reperibile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2016/Visco-300116.pdf>, 8, il quale correttamente rilevava che “nell’introdurre questo delicato cambiamento a livello europeo non si è prestata sufficiente attenzione alla fase di transizione” e che, pertanto, “sarebbe stato preferibile un passaggio graduale e meno traumatico, tale da permettere ai risparmiatori di acquisire piena consapevolezza del nuovo regime e di orientare le loro scelte di investimento in base al mutato scenario”.

A tal riguardo, degna di menzione la proposta che era stata formulata da Barbagallo, *Audizione nell’Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano*, Roma, 9 dicembre 2015, Camera dei Deputati VI Commissione Finanze, 13, il quale suggeriva di rinviare l’adozione del bail-in al 2018, “così da

dei costi attraverso la riduzione o l'azzeramento delle azioni e delle obbligazioni subordinate può sembrare una scelta coerente con la rischiosità insita nei predetti strumenti – scelta che invero pure ha suscitato perplessità, legate però al fatto che in taluni casi, come quello delle “quattro banche”, le obbligazioni subordinate erano state collocate presso clienti che non presentavano un adeguato profilo di rischio e che non erano stati informati della rischiosità di siffatti strumenti –, dall'altro lato, il discorso diviene più complesso ove l'incisione colpisca le obbligazioni cc.dd. ordinarie, ritenute nel sentire comune “titoli sicuri” e, a fortiori, i depositi bancari, i quali costituiscono, come è noto, crediti relativi a fondi acquisiti dalla banca con obbligo di restituzione<sup>11</sup>.

## 2. Il bail-in come imposizione anticipata delle perdite in capo ai creditori.

Alla luce di quanto brevemente detto<sup>12</sup> in merito alla diversa natura giuridica dei depositi e delle obbligazioni, è necessario affrontare distintamente il trattamento riservato dal bail-in ai creditori-obbligazionisti ed ai risparmiatori-depositanti. Epperò, doverosa è qualche considerazione in ordine alla modalità con cui siffatta incisione viene imposta, giacché ciò costituisce un elemento comune ad entrambe le fattispecie. Difatti, come osservato nel precedente capitolo, il bail-in e, del resto, lo stesso burden sharing, sono congegnati secondo un meccanismo che prevede, prima di tutto, al fine di ripianare le perdite, la riduzione del valore delle azioni e degli altri strumenti secondo l'ordine stabilito, riduzione che, ove integrale, si sostanzia in un azzeramento del titolo e, in definitiva, nella cancellazione del diritto (partecipativo o di credito, ciò è irrilevante in questa sede); vieppiù, la questione maggiormente

---

consentire la sostituzione delle obbligazioni ordinarie in circolazione con altre emesse dopo l'entrata in vigore del nuovo quadro di gestione delle crisi e, dunque, collocate e sottoscritte avendo presenti i nuovi scenari di rischio”. Nella medesima direzione si erano espressi alcuni studiosi – Guiso-Zingales, L'Italia chiedi la moratoria sul bail-in, editoriale pubblicato su *IlSole24Ore* del 30 dicembre 2015 - i quali evidenziarono la necessità di “una norma transitoria che esentasse l'Italia dal bail-in per un periodo temporaneo (12-18 mesi)”.

<sup>11</sup> Per tutti, v. Porzio, *La raccolta del risparmio*, cit., 64 ss.

<sup>12</sup> V. le note 4 e 5.

delicata che numerosi Autori<sup>13</sup> non hanno mancato di considerare, altresì evidenziando la possibile contrarietà del bail-in all'art. 2740 c.c.<sup>14</sup>, risiede nel fatto che, differentemente da quanto avviene in una procedura liquidatoria, il provvedimento che azzerà l'azione o la passività o persino il deposito, cancella un rapporto giuridico dall'ordinamento, privando altresì il creditore della possibilità di insinuarsi al passivo della banca. È stato infatti affermato che con il provvedimento dell'Autorità di Risoluzione che dispone detto azzeramento, il titolare del diritto cancellato perde non soltanto il diritto stesso ma anche la possibilità di agire in sede concorsuale e coltivare l'aspettativa – illusoria e remota, ma non esclusa a priori – di concorrere alla distribuzione dell'eventuale residuo attivo, magari anche confidando che la banca debitrice possa reperire nuovi beni su cui soddisfarsi in futuro. E, in proposito, anche il principio del No credit worse off, che nel disegno complessivo della Direttiva dovrebbe garantire che nessun soggetto subisca un “sacrificio” maggiore di quello che scaturirebbe da una liquidazione coatta amministrativa e fungere cioè da contraltare all'ablazione del diritto, è stato ritenuto vano; ciò poiché la sua concretizzazione, anche in fase finale, avviene sulla base di un confronto tra uno scenario reale (quello del bail-in, effettivamente verificatosi) ed uno scenario soltanto ipotetico (ossia quello della liquidazione coatta amministrativa) – e, pertanto, confronto dunque inevitabilmente intriso di una più o meno ampia discrezionalità dell'Autorità di Risoluzione. Sul punto si tornerà; ciò che però occorre porre in rilievo è che tale azzeramento, se pure può essere ritenuto, almeno da un punto di vista sostanziale, legittimo in relazione alle azioni ed alle obbligazioni subordinate – in proposito, si rinvia a quanto osservato nel precedente capitolo – in quanto coerente con i profili di rischio insiti nei predetti strumenti, agli occhi di molti commentatori pare inaccettabile con riferimento alle obbligazioni ordinarie ed ai depositi, cioè a quegli elementi che nell'accezione comune – invero semplicistica ed erronea - erano considerati privi di rischio. Sennonché, sotto il profilo della

---

<sup>13</sup> Capriglione, Luci e ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi. Scritto per il Convegno “Salvataggio bancario e tutela del risparmio”, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 17 ss.; Rulli, Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative, in RTDE, 2015, 310; Lener, Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari, in Banca, borsa e titoli di credito, 2016, I, 291.

<sup>14</sup> Lener, Bail-in bancario, cit., 294, sospetta altresì la violazione dell'art. 24 Cost., giacché la nuova disciplina in tema di bail-in limita fortemente la possibilità di agire in giudizio, introducendo financo una singolare “presunzione di contrarietà al pubblico interesse”; cfr. art. 95 d.lgs. 180/2015.

coerenza sistematica, non pare corretto ritenere legittima l'ablazione di un diritto partecipativo o di un credito subordinato, solo in ragione della evidente e maggiore rischiosità e, al contempo, illegittimo un provvedimento che incida un'obbligazione c.d. senior o un deposito. A ben vedere, infatti, anche i titolari di azioni e di obbligazioni subordinate<sup>15</sup>, al pari degli obbligazionisti ordinari, avrebbero diritto a ricevere quanto residua dal ricavato di una liquidazione, diritto che viene in limine precluso dal provvedimento di cancellazione. Pertanto, l'evidenziata perplessità in merito a ciò, che il bail-in possa arrecare una ingiusta ablazione del diritto, ove pure si ritenesse fondata, dovrebbe concernere qualsivoglia soggetto, dall'azionista al depositante, in virtù del fatto che, per avventura, anche gli azionisti potrebbero raggranellare qualche euro dalla ripartizione dell'attivo (che nel bail-in non ha luogo)<sup>16</sup>. E allora, poiché non sembra corretto ritenere legittimo a targhe alterne il meccanismo ablativo in forza del quale un diritto viene cancellato, e cioè, in base al tipo di strumento o ai profili di rischiosità di quest'ultimo, l'obiettivo di chi scrive è tentare di offrire una soluzione vuoi nel senso di riconoscere la legittimità in toto del bail-in vuoi nel senso di negarla; si anticipa sin da ora che, per quanto si rileverà, sembra doversi propendere per la prima.

Il bail-in infatti, come già osservato preliminarmente, non fa altro che anticipare, con l'atto amministrativo di risoluzione della banca, quel medesimo effetto in termini di falcidia del credito<sup>17</sup> che sarebbe conseguito, in capo ad azionisti e creditori, all'esito della procedura di liquidazione coatta amministrativa con la ripartizione dell'attivo ai creditori e dell'eventuale residuo agli azionisti<sup>18</sup>; e, a tal riguardo, giova rammentare che la Direttiva impone la redazione di ben due valutazioni, secondo quanto esposto

---

<sup>15</sup> Questi ultimi, inoltre, sono anch'essi privati della possibilità di insinuarsi al passivo, possibilità riconosciuta da G.F. Campobasso, I prestiti postergati nel diritto italiano, in *Giur. comm.*, 1983, I, 141, secondo cui i crediti subordinati debbano essere inseriti nella massa passiva secondo le modalità proprie del fallimento o della liquidazione coatta amministrativa, poiché si tratta pur sempre di crediti da soddisfare con l'attivo fallimentare residuo.

<sup>16</sup> E allora, corretto è il rilievo formulato da Lener, *Bail-in bancario*, cit., 294, secondo cui è irrilevante il fatto che le possibilità concrete di ottenere una qualche soddisfazione in sede concorsuale sono scarsissime.

<sup>17</sup> Falcidia che, d'altronde, è comune a qualsivoglia procedura di composizione di una crisi; il riferimento, che verrà ripreso infra nel testo, è al concordato preventivo e alla relativa falcidia concordataria.

<sup>18</sup> Il bail-in, dunque, tiene luogo non solo dell'accertamento dei crediti e cioè della formazione dello stato passivo, ma altresì delle fasi di liquidazione dell'attivo nonché della sua ripartizione. Cfr. Di Brina, "Risoluzione" delle banche e "bail-in", alla luce dei principi della carta dei diritti fondamentali dell'Ue e della Costituzione nazionale, in *RTDE*, 2015, 226.

nel precedente capitolo, al fine di assicurare una effettiva tutela agli azionisti ed ai creditori nel senso di garantire che essi non subiscano un trattamento peggiore di quello ottenibile in una liquidazione coatta amministrativa; pertanto, non vi è alcuna valida ragione per escludere a priori la possibilità di una concreta attuazione del principio del No credit worse off, peraltro adducendo come motivo l'incertezza insita nella valutazione, dovuta alle necessarie stime e ipotesi. E d'altronde, quanto si verifica nella resolution non è molto diverso da quanto avviene in qualsiasi procedura di soluzione della crisi di carattere non liquidatorio, che postuli cioè la elaborazione di previsioni e di stime e, nello specifico, da quanto avviene nel concordato preventivo in più di un'occasione; si pensi alla previsione di cui all'art. 160, 2° comma, l.fall., per cui il piano di concordato può prevedere la soddisfazione non integrale dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, purché il professionista designato attesti "che il piano ne preveda la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione", ovvero – a fortiori - alla previsione di cui all'art. 180, 4° comma, l.fall., - norma precorritrice del principio del No credit worse off – che attribuisce al Tribunale il potere di omologare il concordato "qualora ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili". Invero in relazione a tale ultimo aspetto, posto che, come osservato nel secondo capitolo, tra le alternative concretamente praticabili vi è ricompresa senz'altro una ordinaria procedura di insolvenza (quale la liquidazione coatta amministrativa), non sembrano sussistere profonde differenze tra quanto previsto nel concordato, ove il tribunale ha il potere di superare i dissensi della minoranza, garantendo ai dissenzienti un trattamento non peggiore, e quanto stabilito nel bail-in, ove l'Autorità di Risoluzione è investita di "un generale e discrezionale potere di cram down, volto a far inghiottire ai riluttanti titolari dei diritti soggettivi gli effetti di un'ipotizzata liquidazione della banca secondo le regole concorsuali"<sup>19</sup>. Può affermarsi allora che il legislatore comunitario nel bail-in abbia

---

<sup>19</sup> La bella ed efficace espressione è di Di Brina, "Risoluzione" delle banche, cit., 226, il quale, tuttavia, in senso dubitativo verso una concreta attuazione del No credit worse off, ritiene che la decurtazione o l'eliminazione dei diritti soggettivi sia stabilita discrezionalmente in base a meccanismi valutativi cui difficilmente potrebbero riconoscersi le garanzie di oggettività, autonomia e indipendenza dell'autorità procedente, che sono proprie di una procedura concorsuale che si svolge sotto l'egida dell'autorità giudiziaria. A tal riguardo, si rammentano i dubbi circa l'effettiva

esteso alla totalità dei soggetti coinvolti dalla resolution un principio che già esisteva in Italia con riferimento ai creditori di minoranza; epperò, non va dimenticato che la sostanziale differenza che intercorre tra il concordato ed il bail-in, al di là dei differenti profili procedimentali e teleologici, risiede in ciò, che il bail-in si impone sulla totalità degli investitori prescindendo da ogni consenso, mentre il concordato è retto dall'imprescindibile consenso maggioritario del ceto creditorio<sup>20</sup>.

Orbene, sembra allora corretto affermare che il bail-in, simulando gli effetti di una liquidazione coatta amministrativa e, in particolare, il trattamento che questa riserverebbe ad azionisti e creditori<sup>21</sup>, rappresenti una “perdita anticipata”<sup>22</sup>; mentre nelle procedure di insolvenza la perdita ed il suo ammontare sono determinate per differenza rispetto a quanto ricavato dalla ripartizione dell'attivo convertito in denaro e, cioè, sono costituite da quella parte dei crediti che la conversione del patrimonio in moneta non è stata in grado di assorbire, nel bail-in la perdita viene determinata in via autonoma e preventiva, e viene distribuita in una fase temporale anticipata e, soprattutto, senza che sia necessaria la liquidazione dell'attivo e la disgregazione del patrimonio<sup>23</sup>.

Benvero, come anticipato nel precedente capitolo in relazione alla natura concorsuale o meno della procedura di resolution, le modalità con cui vengono attuate la riduzione e la conversione delle passività esistenti realizzano una distribuzione delle perdite tra i creditori “in modo uniforme nei confronti di tutti gli azionisti e i creditori dell'ente appartenenti alla stessa categoria, proporzionalmente al valore nominale dei rispettivi strumenti finanziari o crediti, secondo la gerarchia applicabile in sede

---

indipendenza dell'esperto espressi da Capriglione, Luci e ombre, cit., 5 ss., attesa la possibilità che l'“esperto indipendente” sia individuato nel commissario straordinario nominato ai sensi dell'art. 71 del T.U.B.

<sup>20</sup> Per approfondire questi temi, sia consentito il rinvio a quanto affermato sul concordato preventivo e sul bail-in, rispettivamente, nel secondo e terzo capitolo.

<sup>21</sup> Così, Fortunato, Misure di risoluzione e liquidazione, Relazione al Seminario FIDT “La gestione delle crisi bancarie e l'assicurazione dei depositi nel quadro dell'Unione Bancaria Europea, tenuto a Roma, 22 gennaio 2016.

<sup>22</sup> Cfr. Inzitari, Brrd, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015), in *Dir. fall.*, 2016, I, 655; de Aldisio, La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria, in *Banca Impresa Società*, 2015, 3, 407.

<sup>23</sup> Il che, d'altro canto, è proprio quanto imposto dal legislatore comunitario, dacché la liquidazione di un ente creditizio non è compatibile con la natura dell'attività bancaria e con le esigenze della stabilità del mercato.

concorsuale e tenuto conto delle clausole di subordinazione”<sup>24</sup>; dunque, tale distribuzione della perdita in via anticipata comporta altresì l’anticipazione del concorso dei creditori, concorso “alle perdite” al momento della apertura della procedura di resolution. In virtù di quanto osservato, non può condividersi la tesi sostenuta da chi<sup>25</sup> non rinviene all’interno del bail-in un concorso tra creditori; il concorso c’è e, anzi, si tratta di un concorso coattivo e automatico, giacché tutti i creditori – salvo ovviamente quelli esclusi ope legis o in base alla scelta discrezionale dell’Autorità di Risoluzione – con l’apertura del procedimento di bail-in si debbono considerare automaticamente ammessi ad un passivo virtuale; in tal senso si rivela ancora utile ed efficace la concezione del bail-in come un concordato preventivo coatto con continuità aziendale<sup>26</sup>, giacché tra i provvedimenti che l’Autorità di Risoluzione può disporre in attuazione del bail-in vi sono, tra gli altri, la conversione – qui forzata per tutti - delle passività in azioni, la ridefinizione delle scadenze degli strumenti di debito, la modificazione dei tassi di interesse corrisposti ai titolari di detti strumenti, le quali sono tutte misure già note all’ordinamento italiano con riferimento, appunto, al concordato preventivo e fallimentare; e inoltre, nell’ambito specifico delle crisi bancarie anche il profilo coattivo non è nuovo all’ordinamento italiano, poiché, come ben si sa, la stessa procedura di liquidazione coatta può, oggi come ieri, concludersi con il c.d. concordato di liquidazione<sup>27</sup>; infatti l’omologazione di quest’ultimo, che a norma dell’art. 93, 1° comma, T.U.B. può essere proposto in qualsiasi stadio della procedura ed è autorizzato dalla Banca d’Italia, non richiede una conforme volontà dei creditori – a cui spetta unicamente un diritto di opposizione ex art. 214, 3° comma, l.fall -, come invece avviene nell’ambito del concordato fallimentare nelle imprese di diritto comune; il T.U.B. si limita a stabilire che la proposta indichi la percentuale offerta ai creditori, i tempi per

---

<sup>24</sup> Lo dice benissimo Inzitari, *Brrd, bail in*, cit., 643. In proposito, cfr. l’art. 52, 2° comma, lett. a) del d.lgs. 180/2015.

<sup>25</sup> Lener, *Bail-in bancario*, cit., 294.

<sup>26</sup> Presti, *Il bail-in*, in *Banca Impresa Società*, 2015, 3, 348.

<sup>27</sup> Per un approfondimento della disciplina e per un confronto con il concordato previsto dalla precedente legge bancaria, v., anche per ulteriori riferimenti, Desiderio, *Il concordato di liquidazione*, in *AA.VV.*, *La gestione delle crisi bancarie*, in *Morera-Nuzzo* (a cura di), *La nuova disciplina dell’impresa bancaria*, Milano, 1996, 75 ss.; Bonfatti-Falcone, art. 93, in *Belli-Contento-Patroni Griffi-Porzio-Santoro* (a cura di), *Commento al d.lgs. 1° settembre 1993*, n. 385, II, cit., 1593 ss.; Morera, art. 93, in *Ferro Luzzi-Castaldi* (a cura di), *La nuova legge bancaria*, cit., 1525 ss.; Di Brina, art. 93, in *Capriglione* (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 1994, 488 ss.



il pagamento nonché le eventuali garanzie, mentre non è prescritta alcuna percentuale minima e, soprattutto, come anzidetto, non è prevista l'approvazione da parte dei creditori<sup>28</sup>. La loro tutela è affidata, in definitiva, all'autorità giudiziaria che, pur dovendo considerare altresì ulteriori interessi – e, al riguardo, v. la nota successiva - deve esprimere una valutazione sulla ragionevolezza del sacrificio loro imposto attraverso la falcidia concordataria<sup>29</sup>; il che, a ben vedere, nella sostanza non è molto diverso da quanto avviene nel bail-in, ove pure il consenso del ceto creditorio è pretermesso e ove il principio del NCWO funge da contraltare al potere autoritativo esercitato dall'Autorità di Risoluzione.

Sembra allora potersi affermare che, proprio in virtù del fatto che la composizione delle crisi bancarie perseguono molteplici interessi ben più rilevanti di quelli egoistici degli azionisti e dei creditori, nel bail-in si sia ulteriormente accentuato quel carattere autoritativo delle procedure di soluzione delle crisi bancarie<sup>30</sup> per cui già in passato, pur in relazione al concordato di liquidazione, si riteneva il che il profilo negoziale - enfatizzato dall'approvazione preventiva dei creditori - fosse “relegato ad un ruolo marginale”<sup>31</sup> e rappresentasse un “aspetto puramente nominalistico”<sup>32</sup>.

Invero, non ci si può esimere dal considerare che nell'ambito del concordato, sia preventivo che fallimentare, la modalità tipica, nonché la più frequente, di soddisfacimento dei creditori risiede nel pagamento percentualizzato, il quale ben poteva concretarsi per i creditori chirografari nella c.d. “percentuale zero”; quanto

---

<sup>28</sup> Costi, L'ordinamento bancario, cit., 831 ss. D'altro canto, come posto in evidenza, tra gli altri, da Bonfatti-Falcone, art. 93, cit., 1602 ss., occorre considerare che la mancanza dell'approvazione preventiva dei creditori non costituisce tratto tipico solo del concordato di liquidazione delle banche, dal momento che è ravvisabile già nella più generale disciplina del concordato nella liquidazione coatta amministrativa di cui all'art. 214 l.fall.

<sup>29</sup> Così, Costi, L'ordinamento bancario, cit., 833. Le ragioni dell'esclusione dall'approvazione del concordato per i creditori risiedono, secondo alcuni, nel fatto che il concordato di liquidazione consideri rilevanti non soltanto gli interessi dei creditori ma altresì (e, forse, soprattutto) l'interesse generale della tutela del credito, che sarebbe ostacolato dal meccanismo di approvazione da parte del ceto creditorio; in tal senso, per tutti, Porzio, Il governo del credito: l'ordinamento bancario tra pubblico e privato, Napoli, 1976, 158 ss. Secondo altri, la compressione del diritto di voce dei creditori viene giustificata dalla estrema difficoltà di ottenere una decisione consapevole da parte di un ceto creditorio numerosissimo e disperso; così, Costi, L'ordinamento bancario, cit., 833, e, nella dottrina risalente, pur con riferimento al concordato preventivo all'epoca previsto anche per le imprese bancarie in crisi, Bolaffio, Il concordato preventivo secondo le sue tre leggi disciplinatrici, Torino, 1932, 16 ss.

<sup>30</sup> Cfr. Bonfatti-Falcone, art. 93, cit., 1613.

<sup>31</sup> Di Brina, art. 93, cit., 491.

<sup>32</sup> De Ferra, Manuale di diritto fallimentare, Milano, 1998, 395.

meno ciò era possibile prima della miniriforma intervenuta nel 2015 con il d.l. 83/2015 conv. con l. 132/2015 che, limitatamente però al concordato preventivo, ha reintrodotto l'obbligo di "assicurare" una percentuale minima ai chirografari<sup>33</sup>. Non è intenzione di chi scrive, in questa sede, soffermarsi sulla ratio e sulla bontà della predetta novella, relativa peraltro al concordato preventivo delle imprese di diritto comune, ma solo formulare un rilievo in ordine alla scelta del tenore letterale utilizzato dal legislatore comunitario; a tal riguardo, se è vero che il pagamento di una percentuale zero equivale alla falcidia totale del credito - atteso che il creditore, una volta omologato il concordato, nulla avrà a pretendere dal debitore concordatario, salvo il diritto di rivalsa nei confronti di eventuali coobbligati, fideiussori e obbligati in via di regresso ai sensi di quanto previsto dagli artt. 135, 2° comma e 184, 1° comma, l.fall. -, ne consegue che l'effetto del bail-in allorché si sostanzia in una ablazione totale del credito non è difforme da quello previsto dal concordato fallimentare e dal concordato di liquidazione. In tal senso, se il legislatore comunitario avesse espresso le perdite imposte ai creditori in termini di "mancato rimborso del credito", anziché far ricorso alle nuovi e temibili espressioni quali "azzeramento", "annullamento" e "cancellazione", forse si sarebbero evitati quanto meno i sospetti di incostituzionalità del bail-in e, da qui, la spesso sterile polemica mediatica.

In definitiva, la sostanziale equivalenza degli esiti del bail-in e della alternativa liquidazione coatta amministrativa, in uno alla considerazione che la mancata soddisfazione del credito anche in ambito bancario non costituisce res nova, giustificano e legittimano non solo la devoluzione di ogni potere all'Autorità di Risoluzione ma altresì la "cancellazione" del diritto di credito. A tal riguardo, neppure può condividersi l'orientamento che tenderebbe a "scusare"<sup>34</sup> l'affidamento incolpevole del creditore che era divenuto tale sotto il vigore della previgente disciplina; difatti, tralasciando i casi patologici in cui i creditori non siano stati

---

<sup>33</sup> Sulla novella, cfr., in vario senso e in luogo di tanti, Ambrosini, La disciplina della domanda di concordato preventivo nella "miniriforma" del 2015, 6 ss.; Sabatelli, Appunti sul concordato preventivo dopo la legge di conversione del d.l. n. 83/2015, 15 ss., entrambi reperibili su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); in giurisprudenza, cfr. le recenti Trib. Pistoia 29 ottobre 2015 e la circolare operativa del Trib. Bergamo, circ. 2/2016, anche reperibili su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

<sup>34</sup> L'espressione è di Lener, Bail-in: una questione di regole di condotta? Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela dl risparmio", reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 1.

debitamente informati dei rischi connaturati all'operazione di investimento che stavano compiendo<sup>35</sup>, in virtù della sopracitata equivalenza di esiti, non è ipotizzabile alcuna forma di tutela per quei soggetti che abbiano fatto affidamento non già sulla legge, che prevedeva, ieri come oggi, la liquidazione coatta amministrativa, bensì su una regola non scritta, seppur resa prassi, ossia sul salvataggio pubblico; benvero su tale ultimo aspetto si tornerà nel prosieguo del capitolo.

### 3. Bail-in e investimento obbligazionario: profili di coerenza sistematica.

Dunque, come osservato nel precedente capitolo, allorquando nel bail-in la cancellazione delle azioni e degli altri elementi di capitale non sia sufficiente per l'assorbimento delle perdite e per la ricostituzione del capitale, l'haircut può colpire le obbligazioni cc.dd. senior; in via preliminare deve rammentarsi che è erronea ogni affermazione che qualifichi le obbligazioni ordinarie come titoli privi di rischio, atteso che queste, benché siano largamente percepite come “sucedaneo dei depositi”<sup>36</sup>, al pari delle azioni e delle obbligazioni subordinate, sono pur sempre strumenti di investimento<sup>37</sup> e, come tali, esposte al rischio - ancorché inferiore rispetto ad un'obbligazione subordinata - di un rimborso parziale o financo nullo; in altre parole, il sacrificio anche massimo che si sostanzia nella perdita del capitale investito non è incoerente con l'essenza stessa dell'operazione di investimento. D'altronde, ciò è quanto si verifica sia nell'ambito di una ordinaria procedura di insolvenza, allorché l'attivo ricavato non sia sufficiente al rimborso integrale degli

---

<sup>35</sup> In tali situazioni – v. al riguardo il caso dei creditori subordinati nella vicenda delle “quattro banche” esaminata nel precedente capitolo – i creditori hanno ricevuto una tutela ex post mediante meccanismi risarcitori ad hoc che, un po' per la difficoltà e un po' per la riluttanza politica di individuare gli effettivi responsabili, hanno finito per gravare sulle finanze pubbliche.

<sup>36</sup> Così, De Polis, La tutela dei depositi bancari nel quadro dell'Unione Bancaria Europea, intervento all'inaugurazione dell'Aula “Francesco Parrillo”, Univ. La Sapienza, Roma, 27 aprile 2016, reperibile su [www.rivistabancaria.it](http://www.rivistabancaria.it), 3; l'A. evidenzia, peraltro, che a partire dagli anni novanta del secolo scorso gran parte delle famiglie italiane hanno iniziato ad investire nelle obbligazioni bancarie in virtù del trattamento fiscale più vantaggioso rispetto ai depositi, agevolazione invero venuta meno nel 2012.

<sup>37</sup> E ciò è stato affermato anche da Visco, Relazione al “Forex”,

obbligazionisti, sia nell'ambito di un concordato preventivo, allorché agli obbligazionisti sia attribuito un pagamento in percentuale ovvero una soddisfazione comunque non totale mediante attribuzione di azioni<sup>38</sup>. Beninteso, benché l'obbligazione rappresenti un credito verso la società e, pertanto, l'obbligazionista abbia diritto al rimborso del finanziamento eseguito in via prioritaria rispetto agli azionisti e, inoltre, indipendentemente dai risultati negativi della gestione<sup>39</sup>, non è escluso che costui subisca una falcidia nell'ambito di una crisi. Come opportunamente evidenziato già da tempo<sup>40</sup>, le obbligazioni bancarie sono escluse, oggi come ieri - pur con rilevanti mutamenti che in seguito si rileveranno -, dalla nozione di "fondi rimborsabili" e dalla più ampia tutela che a questi ultimi riserva il T.U.B. riserva<sup>41</sup>; in tal senso milita l'art. 96 bis.1, 2° comma, lett. e), ai sensi del quale le obbligazioni non sono ammissibili al rimborso da parte dei sistemi di garanzia<sup>42</sup>. In altri termini, le obbligazioni, in quanto strumenti di investimento, non rientrano nella più ampia accezione di risparmio, almeno non nel senso che intende la Costituzione all'art. 47; ma sul punto si tornerà nelle successive pagine. Ciò che occorre però ora specificare, pur preliminarmente, è che qualora, erroneamente, si qualificasse come risparmio, inteso come bene tutelato costituzionalmente, ogni euro ex se che affluisca all'interno di un ente creditizio, ne deriverebbe, sul piano sistematico, un ingiustificato favor verso gli investimenti bancari e, quindi, una ingiusta discriminazione tra l'investimento in obbligazioni bancarie e, in generale, l'investimento in altre obbligazioni, magari parimenti connotate da una minima, ma pur esistente, rischiosità – si pensi alle obbligazioni emesse dai colossi operanti nel settore delle assicurazioni o, forse estremizzando il discorso, ai titoli di stato -.

---

<sup>38</sup> Epperçì, si può affermare che il bail-in rappresenti una sorta di concordato coatto con continuità aziendale - giacché imposto dall'Autorità di Risoluzione alla totalità dei soggetti al fine di consentire che l'ente creditizio continui a svolgere le cc.dd. funzioni essenziali -, che realizza però i medesimi effetti, in termini di perdita massima sopportabile, di una liquidazione coatta amministrativa.

<sup>39</sup> Per tutti, G.F. Campobasso, *Le obbligazioni*, cit., 426 ss.

<sup>40</sup> Fauceglia, *Le obbligazioni*, cit., 38 ss.

<sup>41</sup> Così, di recente, e senza dubbi, Bonfatti, *La disciplina della depositor preference e il ruolo dei sistemi di garanzia dei depositanti*, reperibile su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 11.

<sup>42</sup> La ratio di tale esclusione si rinveniva, secondo Cercone, *Il recepimento della direttiva CEE 94/19, in Ferro Luzzi-Castaldi (a cura di), La nuova legge bancaria. Commentario*, Milano, 1998, 179, in ciò, che le obbligazioni costituiscono una forma di raccolta non tipica dell'attività bancaria, ma propria di tutte le società, nonostante ad esse si applichi la disciplina speciale del T.U.B.

Non è intenzione di chi scrive tornare sulla evoluzione della classica distinzione tra partecipazione azionaria ed obbligazione, tema affrontato tanto e tanto bene dalla dottrina e su cui ben poco vi sarebbe da aggiungere<sup>43</sup>, però esso consente di compiere alcune considerazioni. Anzitutto, benché si affermi correntemente che le obbligazioni siano titoli privi di rischio in quanto esonerati dal c.d. rischio di impresa, non ci si può esimere dal constatare che, sul piano economico tanto le azioni quanto le obbligazioni sono correlate e dipendenti dagli esiti dell'attività d'impresa<sup>44</sup>; difatti, se è vero che sotto il profilo giuridico il titolo azionario si caratterizza pel fatto che il rimborso del capitale ed il conseguimento dell'utile hanno luogo solo in assenza di perdite ed in presenza di utile di cui viene deliberata la distribuzione e che, viceversa, le obbligazioni hanno diritto al rimborso del capitale e degli interessi anche in presenza di perdite, non meno vero è che, sotto il profilo economico, la sussistenza di perdite che sfoci in una situazione di crisi e, nel caso in esame, in una procedura di bail-in (ma anche di liquidazione coatta amministrativa), può vanificare la realizzazione del diritto di credito<sup>45</sup>.

D'altro canto, la conclusione cui ora si è pervenuti è coerente con quanto affermato in precedenza, per cui, almeno dal punto di vista dell'aspettativa al soddisfacimento endoconcorsuale delle rispettive pretese – e, quindi, anche nel concorso da bail-in –, la differenza tra le azioni e le obbligazioni si risolve nell'ordine di priorità di

---

<sup>43</sup> E' difatti noto, come osservato anche nel primo capitolo di questo lavoro, che, già molti anni prima della riforma del 2003, un autorevolissimo autore - Ascarelli, *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Problemi giuridici*, II, Milano, 1959, 685 - rilevava come tale dicotomia, così astrattamente netta ed inequivocabile, si stava via via affievolendo. Più di recente, poi, è divenuta opinione pressoché consolidata che lo storico distinguo azionista-obbligazionista fosse giunto al tramonto; solo per citare qualche intervento, nel quale ritrovare ulteriori riferimenti, cfr. Tombari, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi "partecipativi"*, Torino, 2000, passim; Lamandini, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, 57 ss.; in una prospettiva più generale, v., per tutti, Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 51 ss.

<sup>44</sup> In tal senso, Salanitro, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2004, I, 284.

<sup>45</sup> Salanitro, *ult. op. cit.*, 284. Cfr., inoltre, G. Ferri jr., *Investimento e conferimento*, cit., 546 ss., il quale afferma che sia i portatori del capitale di rischio sia i portatori del capitale di credito, distinzione peraltro giuridicamente poco corretta secondo l'A., sopportano il rischio di insolvenza del finanziato.

soddisfazione<sup>46</sup>, ordine che affonda le radici nel diritto societario classico e nel diritto fallimentare e che, come noto, è rispettato dalla Direttiva 2014/59/UE.

#### 4. La tutela del risparmio nella Direttiva 2014/59/UE: individuazione del risparmio rilevante.

L'aspetto più innovativo ma anche dibattuto del bail-in risiede certamente nel potenziale, benché terminale, coinvolgimento coattivo dei depositanti – o, meglio, dei “grandi depositanti”<sup>47</sup> per quanto si dirà infra -, che, al pari di azionisti ed obbligazionisti, ben possono subire una falciatura del valore del deposito ovvero la conversione di tutto o parte del deposito in azioni<sup>48</sup>. Non è, allora, erroneo affermare che le norme sulla resolution hanno, almeno in parte, accomunato il trattamento delle obbligazioni bancarie e dei depositi bancari superiori ai centomila euro; entrambi costituiscono passività “ammissibili” (o “bail-inable”) e, pertanto, si differenziano

---

<sup>46</sup> Per qualche spunto in questa direzione e anche per ulteriori riferimenti, cfr. La Licata, *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Torino, 2008, 31.

<sup>47</sup> Così definiti anche da Vegas nel Discorso all'Incontro annuale con il mercato finanziario, il cui testo è reperibile su [www.consob.it](http://www.consob.it), 5.

<sup>48</sup> Un rilevante precedente è costituito dalle misure poste in essere nell'ambito della crisi cipriota del 2012, misure che di fatto hanno rappresentato il primo caso di bail-in europeo; la soluzione della crisi della Bank of Cyprus e della Laiki Bank rese infatti necessaria una sensibile riduzione del valore dei depositi di diversi privati cittadini ciprioti e di società. In proposito, il punto 12 (1) della legge del 12 marzo 2013 (la legge emanata per il risanamento di istituti di credito e di altri istituti), stabiliva che la Banca Centrale di Cipro potesse ristrutturare i debiti e le obbligazioni di un istituto di credito soggetto ad una procedura di risoluzione, anche mediante riduzione, modifica, rinegoziazione o novazione del capitale nominale o del saldo di qualsiasi tipo di credito esistente o futuro su tale istituto o tramite una conversione dei titoli di debito in fondi propri; al contempo, si prevedeva che i depositi garantiti, per i quali si intendevano quelli inferiori ed euro centomila, fossero esclusi da tali misure. Orbene, i depositi non garantiti furono convertiti, in parte, in azioni della Bank of Cyprus, in altra parte in titoli convertibili dalla Bank of Cyprus vuoi in azioni vuoi in depositi, in altra parte ancora in titoli convertibili in depositi dalla Banca centrale di Cipro.

Al riguardo, cfr. la sentenza della Corte (Grande Sezione) del 20 settembre 2016, nelle cause riunite da C-105/15 P a C-109/15 P, reperibile su [curia.europa.eu](http://curia.europa.eu), con cui la Corte di Giustizia ha confermato il rigetto dei ricorsi di annullamento ed ha respinto nel merito i ricorsi per risarcimento relativi alla ristrutturazione del settore bancario cipriota, ritenendo che siffatte misure non avessero violato il diritto di proprietà dei ricorrenti.

soltanto per l'ordine di priorità con cui sono esposti al bail-in<sup>49</sup>. A ben vedere, tanto la svalutazione (o azzeramento) quanto la conversione in azioni dei depositi rappresentano misure penetranti<sup>50</sup>, posto che i depositanti, diversamente dagli investitori d'anzi esaminati, hanno scelto non di compiere un investimento bensì di conservare il proprio denaro presso una banca nella convinzione che esso ricevesse una tutela maggiore lì piuttosto che “sotto al materasso”<sup>51</sup>. E invero, di primo acchito, ciò sembrerebbe porsi in contraddizione con uno degli obiettivi esplicitamente perseguiti dalla Direttiva 2014/59/UE, ovverossia quello di tutelare gli investitori ed i depositanti, mentre, a ben vedere, la Direttiva si preoccupa di tutelare non tutti ma soltanto quei depositanti “contemplati” dalla Direttiva stessa, ovverossia quelli protetti dai sistemi di garanzia – di cui ampiamente si dirà –; d'altronde, come posto in luce nel precedente capitolo, le nuove regole europee sono imperniate su una dichiarata prevalenza dell'interesse pubblico su quello dei privati. In altri termini, nelle crisi bancarie non vi è spazio per una generica tutela del risparmio o dei risparmiatori genericamente intesi, giacché questi ultimi, ancorché depositanti, possono essere coinvolti nelle crisi degli enti creditizi ai quali hanno scelto di affidare i propri fondi<sup>52</sup>. E infatti proprio quest'aspetto ha ingenerato nei commentatori e persino in qualche importante esponente del mondo bancario<sup>53</sup> un sospetto di incostituzionalità del bail-in, nella misura in cui esso non rispetti il

---

<sup>49</sup> Così, Ciocca, I depositi e le obbligazioni, cit., 415-416. L'A. pone in evidenza come la Direttiva sul bail-in, rendendo sia gli obbligazionisti che i depositanti “potenziali assuntori del rischio dell'attività bancaria”, abbia incrinato tale distinzione.

<sup>50</sup> Al punto che è stato affermato che “l'entrata in vigore del bail in e gli eventi legati alla risoluzione dei quattro istituti di credito hanno generato nei risparmiatori un clima di incertezza, che non si era mai registrato nel dopoguerra”; così, Vegas, cit., 21.

<sup>51</sup> Come rilevato, ex aliis, da Fiordiponti, Le aspettative restitutorie di azionisti e creditori ai tempi del bail-in, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 541, secondo il quale alla base del deposito vi sia, o, meglio, vi fosse, “una domanda di sicurezza e custodia, piuttosto che di remunerazione”.

Sul punto, vi è chi, argutamente, sostiene il concetto stesso di investimento sia mutato, ampliandosi, fino a ricomprendere altresì la categoria dei depositi, i quali, “nel sentire comune del risparmiatore non possedevano il tratto caratteristico della rischiosità”; queste le parole ed il pensiero di Lener, *Bail-in bancario*, cit., 295.

<sup>52</sup> Santoni, La nuova disciplina della gestione delle crisi bancarie: da strumento di contrasto a generatore di sfiducia sistemica?, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2016, I, 624. L'A., peraltro, soffermandosi sull'ordine in cui gli obiettivi della BRRD sono collocati, ritiene che questo sia il frutto di una precisa scelta del legislatore comunitario, nel senso di considerare comunque la tutela dei depositanti e degli investitori subordinata alla continuità delle funzioni essenziali ed alla stabilità finanziaria.

<sup>53</sup> Cfr. Patuelli, Relazione all'Assemblea dell'Associazione Bancaria Italiana dell'8 luglio 2016, reperibile su [www.abi.it](http://www.abi.it), 7 ss. Il Presidente dell'ABI auspica infatti che venga rivista al più presto la normativa sulle risoluzioni e sul bail-in nei punti in cui contrasta con la Costituzione italiana.

“sempre vigente né sottoposto a modifiche art. 47”<sup>54</sup>, il quale dispone che “la repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme”.

A ben vedere, prima di poter esprimere un giudizio sulla effettiva incostituzionalità del bail-in, pare doveroso soffermarsi pur brevemente sul significato del termine “risparmio” nell’art. 47 Cost.<sup>55</sup>. Certamente la tutela del risparmio, tema che può essere annoverato tra i cc.dd. temi eterni di riflessione<sup>56</sup>, costituisce tutt’oggi una norma programmatica di notevole importanza giacché esso costituisce un “principio cardine della costituzione economica”<sup>57</sup>; non è intenzione di chi scrive soffermarsi sulla norma costituzionale ex se, tema già affrontato tanto e tanto bene dalla dottrina – per cui bastino i richiami nelle note precedenti ed in quelle successive -, piuttosto, come preliminarmente osservato, occorre rilevare come non tutto il risparmio sia uguale e, soprattutto, non tutti i risparmiatori siano uguali. Difatti, benché sia affermato pressoché unanimemente che nell’impostazione dei Costituenti l’oggetto della tutela era rappresentato dal risparmio concepito in una dimensione per così dire oggettiva, ossia come ricchezza accumulata e destinata ad essere rimessa in circolazione e, comunque, ad essere produttivamente impiegata, l’oggetto della protezione costituzionale ha finito per mutare in un’accezione per così dire soggettiva<sup>58</sup>; in altri termini, ciò che si vuol tutelare oggi non è tanto il risparmio ex

---

<sup>54</sup> Così, Patuelli, Relazione, cit., 7.

<sup>55</sup> La difficoltà nell’interpretare il significato e l’ampiezza di questa norma era constatata anche da F. Guizzi, La tutela del risparmio nella Costituzione, in Il Filangieri, 2005, 171, il quale la riteneva una “norma di complessa lettura e di non agevole interpretazione”. L’A. si soffermava inoltre sull’“accentuato collegamento funzionale” tra risparmio e credito e, cioè, sul legame con l’attività bancaria, che costituisce lo strumento necessario “per garantire che il risparmio non resti fine a se stesso ma venga produttivamente impiegato”. In tal senso, è stato di recente affermato da S. Rossi, Intervento di chiusura al Convegno su La tutela del risparmio nell’Unione Bancaria, reperibile su [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), 1, che, sebbene secondo un’antica concezione, la parsimonia sia una virtù civile, “il beneficio sociale del risparmio si ottiene però se questo viene investito. Il risparmio in sé, cioè l’atto di chi conserva il peculio sottoterra in attesa del giorno in cui gli servirà, non è granché utile al singolo: trasla nel tempo il potere d’acquisto, non lo accresce, anzi forse lo deteriora; non è utile alla società”.

<sup>56</sup> Così, G. Guizzi, Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio, in *Corr. giur.*, 2016, 745. E sul punto, cfr. Carriero, Crisi bancarie, tutela del risparmio, rischio sistemico, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 373 ss.

<sup>57</sup> Merusi, art. 47, in Branca (a cura di), Commentario della Costituzione, III, Bologna, 1980, 153. Il carattere programmatico della norma è stato dichiarato altresì in giurisprudenza: cfr., principalmente, Corte cost., 27 luglio 1982, n. 143, in *Foro it.*, 1982, I, 2717; ID., 4 maggio 1995, n. 143, in *Foro it.*, 1995, I, 1721; ID., 25 febbraio 2002, in *Foro it.*, 2002, I, 993, con nota di Palmiero.

<sup>58</sup> Così, di recente, G. Guizzi, Attualità e prospettive, cit., 746. Nell’analizzare lo “scivolamento” dalla prospettiva oggettiva a quella soggettiva, l’A. esamina il ruolo oggi sistematicamente centrale dell’informazione, atteso che, al fine di assicurare una adeguata tutela al risparmiatore, è necessario



se quanto il risparmiatore<sup>59</sup> e, nello specifico, il piccolo risparmiatore. In questo senso viene spiegato il collegamento che si determina tra il risparmio e la sua origine popolare di cui all'art. 47, 2° comma, Cost., per cui corretto pare quanto affermato da chi ritiene che il risparmio “va apprezzato soprattutto a partire dal soggetto che ne è titolare ossia il risparmiatore e a partire dalla consapevolezza che questa titolarità ha il più delle volte origine popolare e dunque nel lavoro e nei frutti non consumati di questo lavoro”<sup>60</sup>; in altre parole, l'art. 47 Cost. racchiude una disposizione volta a tutelare i piccoli risparmiatori – ossia il c.d. risparmio generalizzato - e non già le grandi rendite<sup>61</sup>, per cui il Paperone che conserva i miliardi sul proprio conto corrente non potrà certo dolersi e invocare la tutela costituzionale allorché sia chiamato a contribuire alla crisi bancaria mediante una riduzione del valore del proprio deposito, secondo quanto previsto dalle nuove norme in tema di bail-in. Benvero, un ulteriore argomento a favore dell'interpretazione soggettiva della tutela del risparmio si rinviene in ciò, che, come meglio si dirà, la tutela fornita dai sistemi di garanzia dei depositanti, disciplina novellata dalla Direttiva 2014/49/UE, anche nell'ambito del bail-in, non concerne i depositi bensì i depositanti, essendo posto il principio per cui è il depositante, non il singolo deposito, ad essere tutelato<sup>62</sup>.

---

che si riduca quella asimmetria informativa sussistente tra chi impiega la propria ricchezza e chi la raccoglie.

Per una ricostruzione degli orientamenti sulla concezione del risparmio e per ulteriori riferimenti, cfr., per tutti, Merusi, art. 47, cit., 153 ss., e F. Guizzi, La tutela del risparmio, cit., 171 ss., Zatti, La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?, in Studi in onore di Vincenzo Atripaldi, Napoli, 2010, 1055 ss.

<sup>59</sup> In questo preciso senso, Zatti, La dimensione costituzionale, cit., 1055.

<sup>60</sup> Zito, Contraddizioni concettuali ed anomalie sistemiche del mercato finanziario: considerazioni minime sulla centralità della tutela del risparmiatore, in Il dir. economia, 2008, I, 78. Inoltre, cfr. Atti dell'Assemblea Costituente, Commissione per la Costituzione, Prima Sottocommissione, Resoconto, Sommario della seduta di giovedì 10 Ottobre 1946, 220-221, ove l'On. Lucifero considerava il risparmio come “cosa integrante del lavoro” e la difesa del risparmio come finalizzata alla tutela del lavoratore.

<sup>61</sup> Cfr. D'Amico-Catalano, Tutela del risparmio e principi costituzionali, in Il dir. economia, 2008, I, 36 ss.

<sup>62</sup> E così, posto che il limite di centomila euro è calcolato per ciascun depositante (per singola banca), qualora un depositante detenga presso la banca sottoposta a resolution due o più forme di deposito ammesse al rimborso, tutti i depositi in questione sono sommati per determinare il livello di protezione applicato al singolo depositante; e cioè, se un depositante detiene presso la stessa banca un conto di deposito di novantamila euro ed un conto corrente di ventimila euro, gliene saranno rimborsati solo centomila. Viceversa, nel caso di conti correnti congiunti, si applicherà a ciascun depositante cointestatario il limite di protezione pari a centomila euro.

A riguardo, v. il Considerando n. 22 della Direttiva 2014/49/UE in virtù del quale “la presente direttiva accoglie il criterio di un limite armonizzato per depositante e non per deposito. Di conseguenza, è opportuno prendere in considerazione i depositi eseguiti dai depositanti non

Alla luce delle osservazioni effettuate, risulta semplicistico ed erroneo ritenere il bail-in contrario alla norma costituzionale sulla tutela del risparmio, sol perché i depositanti – che sono i veri risparmiatori, atteso che i possessori di azioni e obbligazioni, come anzidetto, debbono qualificarsi come investitori – possono subire anch’essi le perdite derivanti dalla crisi bancaria. Benvero, il punto merita due riflessioni. La prima: un sistema che rendesse totalmente immuni i depositi bancari, con la conseguente eliminazione del rischio di credito in capo a qualsiasi depositante, per un verso, si rivelerebbe incoerente con la stessa Direttiva 2014/59/UE, una delle cui finalità è, come è noto, quella di disincentivare il moral hazard dei creditori; per altro verso, provocherebbe una distorsione della concorrenza nel settore bancario, giacché, sulla base della predetta immunità, si finirebbe per affidare il proprio denaro ad una banca piuttosto che ad un'altra indistintamente e non invece alle banche ritenute più virtuose e solide<sup>63</sup>; per altro verso ancora, posto che le banche negli ultimi anni hanno perso il monopolio del risparmio, tramutatosi in un bene accessibile con poche limitazioni da una pluralità di imprese e intermediari, una immunità totale per i depositi bancari causerebbe una ulteriore distorsione: non si comprenderebbe perché un risparmiatore che affidi i propri risparmi ad un intermediario diverso da un ente creditizio debba giovare di una protezione inferiore<sup>64</sup>. In definitiva, risulta corretta l'impostazione della BRRD, che, pur

---

menzionati come titolari del conto o che non sono gli unici titolari di un conto. Il limite dovrebbe essere applicato a ogni depositante identificabile. Il principio dell'applicazione del limite a ogni depositante identificabile non dovrebbe trovare applicazione relativamente agli organismi di investimento collettivo, soggetti a norme di tutela speciali non sussistenti per i depositi predetti”.

<sup>63</sup> In proposito, la dottrina del secolo scorso riteneva, da un lato, che la presenza o, comunque, l'aspettativa di una copertura completa del rischio per i depositanti tendesse ad attenuare la diligenza dei banchieri e dei loro clienti e, dall'altro, che la tutela di una particolare categoria di soggetti venisse realizzata ponendone il costo a carico dell'intera collettività; cfr., in luogo di altri, Visentini, L'interesse pubblico al regolare svolgimento dell'attività creditizia e l'interesse sociale delle società esercenti attività bancaria, in Banca, borsa e titoli di credito, 1975, II, 311 ss. e le osservazioni di segno contrario di Desiderio, Il concordato di liquidazione e i salvataggi aziendali nella disciplina della legge bancaria, in Dir. fall., 1981, I, 424 ss. Parimenti meritevoli di considerazione apparivano i rilievi di Minervini, Il “ristoro” ex d.m. 27 settembre 1974 e il fondo interbancario di tutela dei depositi, in Giur. comm., 1990, I, 7 ss., secondo cui un sistema di salvataggio generalizzato portasse inevitabilmente ad una inefficienza generalizzata.

Simili furono le osservazioni di F. D. Roosevelt il quale, pur avendo introdotto l'assicurazione federale sui depositi (Federal Deposit Insurance Corporation) nel 1933, manifestava il timore che essa “avrebbe portato al lassismo nella gestione bancaria e ad una mancanza di attenzione da parte sia dei banchieri sia dei depositanti”; cfr. Felsenfeld-Glass, Banking Regulation in the United States, New York, 2011 (III ed.), 167 ss.

<sup>64</sup> Cfr. Maccarone, artt. 96-96quater, cit., 1633.

tutelando, come si dirà, i risparmiatori-depositanti, prevede limiti all'importo ed al perimetro dei soggetti assicurati.

La seconda riflessione richiede uno sguardo al recente passato e deriva da un confronto tra la realtà italiana normativa e quella fattuale. E' noto infatti come sia sempre stata convinzione profonda dei risparmiatori che i depositi bancari fossero immuni da rischi; convinzione peraltro confermata dai fatti che, per lungo tempo e sino al recepimento della BRRD, e pur in presenza di considerevoli dissesti bancari, hanno mostrato che nessuna perdita è stata sofferta dalla categoria dei depositanti<sup>65</sup>; gli unici soggetti sacrificati sono stati gli azionisti e, nel recente episodio delle "quattro banche" gli obbligazionisti subordinati. Cionondimeno, occorre precisare che, benché la prassi sia stata quella ora brevemente descritta, nessuna norma ha mai sancito la immunità totale dei depositanti<sup>66</sup>. L'unica forma di tutela in termini di immunità per i depositanti era quella apprestata dai sistemi di garanzia dei depositanti<sup>67</sup>, ai quali ogni banca doveva, ieri come oggi, obbligatoriamente

---

<sup>65</sup> Così, Maccarone, ult. op. cit., 1628; e di recente, ID., I sistemi di garanzia dei depositi nel contesto regolamentare europeo, Relazione al Convegno Meccanismo Unico di Risoluzione: sfide e opportunità per il sistema bancario italiano, Siena 13 maggio 2016, reperibile su [www.disag.unisi.it](http://www.disag.unisi.it), 5 ss.

In proposito, utile si rivela la sintesi operata da De Polis, La tutela dei depositi, cit., 9, il quale afferma che "nell'esperienza italiana l'azione dei fondi è stata preziosa e risolutiva specie nella gestione della crisi di intermediari di medie e piccole dimensioni. Anche nel dissesto di banche maggiori i fondi hanno svolto un ruolo, integrando l'intervento pubblico, in modo da ridurre il contributo a carico delle finanze statali. Nella quasi totalità dei casi, i fondi non hanno provveduto al rimborso dei depositanti, ma sono intervenuti con le modalità alternative previste dagli statuti e ammesse dalla legge. Tali interventi sono stati disposti sia in fase di liquidazione, a sostegno di operazioni di cessione delle attività e passività della banca in crisi ad un altro intermediario, sia, in particolare nel caso del Fondo di Garanzia dei Depositanti del Credito Cooperativo, in via preventiva a favore di banche in difficoltà per le quali sussistevano prospettive di risanamento".

<sup>66</sup> Questo concetto è espresso benissimo da Carrero, Crisi bancarie, cit., 375, il quale evidenzia come, quale che sia stata o sia l'estensione del perimetro applicativo della norma costituzionale, non sia revocabile in dubbio che la tutela ex art. 47 Cost. non abbia "mai riguardato...la patologia dell'impresa bancaria fino al punto da creare una sorta di generalizzata aspettativa che...depositanti e creditori...potessero essere preservati dalla perdita (parziale o totale) dei loro averi". In questo senso, v., nella dottrina risalente, Ortino, Banca d'Italia e costituzione, Pisa, 1979, 143 e 147 ss.

<sup>67</sup> Nell'ordinamento italiano la primissima forma di garanzia mutualistica avente lo scopo di immunizzare i depositanti fu rappresentata dal Fondo di garanzia "federale", previsto dall'art. 18 del T.U. del 1929; esso scomparve con la trasformazione delle Casse in società per azioni e con la conseguente eliminazione delle federazioni regionali e con l'abrogazione del T.U. del 1929 da parte del T.U.B. del 1993. Senonché, al momento dell'entrata in vigore del T.U.B., coesistevano due fondi: vi era il Fondo di garanzia dei depositi del credito cooperativo, che traeva origine dal Fondo centrale di garanzia delle casse rurali e artigiane istituito presso l'ICCREA nel 1978; cfr. Triolo, I fondi di garanzia delle casse rurali europee, Roma, 1980; vi era poi il Fondo interbancario di tutela dei depositanti che, costituito nel 1986, nacque come consorzio volontario tra banche; per un approfondimento in merito al Fondo interbancario, v. Nastasi, Crisi bancarie e tutela dei depositanti: nuovi strumenti e linee di riforma, Bologna, 1988, 197 ss.; Nigro, Il fondo interbancario di tutela dei

aderire<sup>68</sup>. Siffatti sistemi, pur essendo enti aventi natura di diritto privato<sup>69</sup>, svolgevano e svolgono una finalità di carattere pubblicistico; e cioè, prevedendo il rimborso dei “piccoli depositanti”<sup>70</sup>, considerati la categoria più esposta ai negativi effetti della liquidazione, nell’ambito dei dissesti bancari e specificamente nella liquidazione coatta amministrativa fungono da “ammortizzatori degli effetti negativi della crisi”<sup>71</sup>. Beninteso, già prima dell’emanazione della Direttiva sul bail-in e della Direttiva 2014/49/UE<sup>72</sup> che, come è noto, nell’istituire un quadro normativo armonizzato a livello comunitario in materia di sistemi di garanzia dei depositi<sup>73</sup>, ha stabilito un ammontare massimo rimborsabile pari a centomila euro per ciascun depositante, i sistemi di garanzia non offrivano ai depositanti una tutela illimitata; nello specifico, siffatta tutela era limitata sia quantitativamente, atteso che il previgente 5° comma dell’art. 96bis T.U.B. si limitava a stabilire, mediante il c.d. criterio della “soglia minima”, che il limite massimo di rimborso per ciascun depositante non potesse essere inferiore a lire 200 milioni, sia qualitativamente, posto

---

depositi: prime riflessioni, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1987, I, 394 ss.; Merusi, La tutela dei depositanti: dalla riserva obbligatoria al Fondo interbancario di garanzia, in *Note economiche*, 1986, III-IV, 233 ss.; Minervini, Il “ristoro” ex d.m. 27 settembre 1974, cit., 5 ss.; Bongini, La tutela dei depositanti nell’ordinamento italiano. Profili teorici ed efficacia operativa, Bologna, 1999, 133 ss.

Successivamente, con l’entrata in vigore del T.U.B., si ebbero due sistemi di garanzia: il Fondo di garanzia dei depositanti del credito cooperativo, rivolto alla tutela dei depositanti delle banche di credito cooperativo ed il Fondo interbancario di tutela dei depositanti, volto a tutelare i depositanti delle altre banche italiane.

<sup>68</sup> Al riguardo, v. l’art. 96quater, 4° comma, T.U.B., in forza del quale “la mancata adesione a un sistema di garanzia... comporta la revoca dell’autorizzazione all’attività bancaria”, salva la possibilità di disporre la liquidazione coatta amministrativa ovvero la risoluzione della banca.

<sup>69</sup> V. l’art. 96, 4° comma, T.U.B. Per un approfondimento della natura giuridica dei fondi, v. Bonfatti-Vattermoli, I sistemi di garanzia dei depositanti, in Panzani (a cura di), *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, Torino, 2000, V, 495 ss.

<sup>70</sup> Salvo poi il subingresso nei diritti dei depositanti nei confronti della banca in liquidazione coatta amministrativa nei limiti dei rimborsi effettuati.

<sup>71</sup> L’espressione è di Giorgianni-Tardivo, *Manuale di diritto bancario*, Milano, 2009, 307.

<sup>72</sup> Direttiva recepita in Italia con il d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 30. Per un commento critico della Direttiva, v. Chessa-de Gioia Caraballese, Il cosiddetto sistema paneuropeo di protezione dei depositanti: un ulteriore euro autogol? Un’analisi critica della Direttiva 2014/49, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2016, I, 332 ss.

<sup>73</sup> La Direttiva 2014/49/UE ha introdotto il criterio dell’armonizzazione uniforme, sostituendo quello precedente improntato sulla c.d. soglia minima, in vigore sin dall’emanazione della Direttiva 94/19/CE; quest’ultima stabiliva un ammontare minimo (passato dai ventimila ai cinquantamila e, infine, ai centomila euro) che ciascuno Stato doveva assicurare ai depositanti senza però prevedere un ammontare massimo; diverso è stato l’approccio adottato dal legislatore comunitario del 2014 che, con la Direttiva 2014/49/UE, ha introdotto una soglia di protezione unica (e massima) pari a centomila euro (salve talune specifiche eccezioni indicate nell’art. 6, par. 2 della Direttiva de qua). In proposito, v. l’art. 96bis1, 3° e 4° comma, T.U.B. In dottrina, v., in luogo di altri, Bentivegna, Il ruolo (incerto) dei sistemi di garanzia dei depositanti nel nuovo regime, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 461 ss., Cerrone, *Unione Bancaria e riforma dei sistemi di garanzia dei depositi: una nuova prospettiva?*, in *Riv. Bancaria*, 2016, 6, 7 ss.

che il previgente 4° comma dell'art. 96bis T.U.B. elencava – come, del resto, fa oggi il nuovo art. 96bis1 T.U.B. - una lunga serie di crediti non ammissibili al rimborso<sup>74</sup>. Non è volontà di chi scrive soffermarsi sulla disciplina previgente dei sistemi di garanzia – peraltro non se ne coglie l'utilità -, bensì porre in rilievo come i grandi depositi non hanno mai ricevuto dalla legge l'immunità dalle perdite. Difatti, i sistemi di garanzia dei depositanti rispondevano all'esigenza di assicurare “un indennizzo adeguato dei depositanti che non dispongono degli strumenti per valutare adeguatamente la politica finanziaria degli enti ai quali affidano i propri depositi”<sup>75</sup>; in altre parole, i destinatari della tutela offerta dai fondi di garanzia erano i risparmiatori o, meglio, i piccoli risparmiatori, figura invero già ritenuta “dai contorni legislativamente non definiti, che si caratterizza per effetto della qualificazione attribuita al suo investimento, definito, appunto, inconsapevole”<sup>76</sup>; non, viceversa, i depositanti in toto; il che è altresì coerente con quanto prevede, come anzidetto, la Costituzione nell'art. 47. D'altronde, come è stato di recente affermato<sup>77</sup>, forse un po' arditamente, non sussiste una specifica ragione per cui il depositante, o meglio, il grande depositante, debba fare affidamento su una speciale forma di protezione, posto che costui, al pari degli altri creditori, essendo divenuto per effetto del deposito irregolare, creditore della banca, ne accetta il rischio di default; questa prospettazione, che potrebbe sembrare semplicistica ove non tenesse conto del fatto che il depositante nutre la legittima aspettativa di confidare su una garanzia maggiore di quella che offrirebbe una controparte diversa dalla banca<sup>78</sup>, è utile però a porre in rilievo ciò, che altro è confidare sulla solidità di una banca e sulla garanzia che essa ed il sistema bancario nel suo complesso offrono, altro è fare su di un'immunità totale che invero, oggi come ieri, non trova riscontri in alcun affidamento dato normativo.

---

<sup>74</sup> Cfr. Maccarone, artt. 96-96quater, cit., 1638 ss.

<sup>75</sup> Così il punto 1, lett. a) della raccomandazione 87/63/CEE.

<sup>76</sup> L'espressione è di Costi, L'ordinamento bancario, cit., 855.

<sup>77</sup> Chessa-de Gioia Caraballese, Il cosiddetto sistema, cit., 334-335.

<sup>78</sup> Cfr. Chessa-de Gioia Caraballese, ult. op. cit., 335.

5. Il trattamento dei “grandi depositanti”: dalla depositor preference all’esclusione facoltativa dal bail-in.

L’impostazione adottata dal legislatore in materia di bail-in si rivela coerente con l’interpretazione dianzi esposta della norma costituzionale, allorché si prevede che tra le passività ammissibili, almeno astrattamente, rientrano i depositi di ammontare superiore ai centomila euro – cifra oltre la quale, si è detto, non possono più intervenire i sistemi di garanzia dei depositanti -, i quali possono essere tanto svalutati – art. 52, 1° comma, lett. a), v), quanto convertiti in azioni –art. 52, 1° comma, lett. b), v). Beninteso, il timore che una crisi bancaria coinvolga i depositanti non protetti, per quanto concreto, non può non tener conto di due aspetti; il primo, per cui, l’assorbimento delle perdite e la ricapitalizzazione da parte dei depositanti avrà comunque luogo in ultima istanza, dopo che tutti gli altri investitori nell’ordine previsto dalla Direttiva abbiano subito il bail-in; il secondo, che ora ci si propone di esaminare, per cui ulteriori e diverse forme di tutela sono state previste anche per alcuni di quei depositi che sono astrattamente bail-inable. A tal riguardo, si rileva che l’esigenza di attribuire una qualche forma di protezione ai depositanti non era sfuggita al legislatore comunitario il quale in più di un Considerando della BRRD si era espresso in tal senso; pare opportuno, allora, menzionare il Considerando n. 72, in cui si auspicava che i legislatori nazionali attribuissero alle Autorità di Risoluzione designate il potere di escludere dall’assorbimento delle perdite della banca, e cioè dal bail-in, talune passività, in astratto soggette a tale fenomeno, in circostanze particolari di speciale gravità<sup>79</sup>; fra queste passività spiccavano i depositi di ammontare superiore a quello garantito dalla Direttiva 2014/49/UE ove detenuti da “persone fisiche, microimprese e piccole e medie imprese”<sup>80</sup>; rilevante era altresì il Considerando n. 111, nel quale si auspicava che, ove pure siffatti depositi venissero assoggettati a bail-in, fosse loro attribuito un livello di “priorità” superiore a quello degli altri crediti non privilegiati, così da essere incisi in un momento successivo<sup>81</sup>. Di tutto quanto ora espresso il legislatore italiano ha tenuto conto in sede di

---

<sup>79</sup> Cfr. l’art. 44, par. 3, lett. c) della BRRD.

<sup>80</sup> Considerando n. 72 della Direttiva 2014/59/UE.

<sup>81</sup> Cfr. altresì l’art. 108 della BRRD.

recepimento della Direttiva; in primo luogo, è stato stabilito, come preliminarmente osservato nel precedente capitolo, che una passività può eccezionalmente essere esclusa, del tutto o in parte, dall'applicazione del bail-in<sup>82</sup>, ove ciò sia necessario al fine di “evitare un contagio che perturberebbe gravemente il funzionamento dei mercati finanziari e delle infrastrutture di mercato con gravi ricadute negative sull'economia di uno Stato membro o dell'Unione europea”<sup>83</sup>; il riferimento è, allora, come emerge altresì dall’art. 44, par. 3 della BRRD, proprio ai depositi detenuti dalle persone fisiche e dalle altre categorie ritenute più meritevoli di protezione. In secondo luogo, in osservanza di quanto auspicato dal legislatore comunitario, con il d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181 (art. 1, comma 33), che ha inserito nell’art. 91, T.U.B. il comma 1bis, è stata introdotta nell’ordinamento nazionale la c.d. depositor preference<sup>84</sup>; essa, in deroga a quanto previsto dall’art. 2741 c.c. e dall’art. 111 l.fall., riconosce ai depositi astrattamente qualificati come bail-inabile (in quanto superiori ai centomila euro), detenuti da persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese, una priorità di soddisfacimento rispetto agli altri creditori chirografari, priorità che nel bail-in si concreta in una sopportazione delle perdite, in termini di svalutazione e/o conversione, successiva rispetto agli altri creditori di pari rango; in virtù della depositor preference, dunque, anche qualora la Banca d’Italia ritenesse di non optare per una esclusione dal bail-in, i depositi detenuti dalle suindicate categorie beneficerebbero di una collocazione preferenziale. Vieppiù, nell’intento di apprestare una qualche protezione anche ai depositi detenuti da soggetti diversi da quelli suindicati, il legislatore ha introdotto la c.d. depositor preference estesa, che però si applicherà alle procedure di resolution iniziate dopo il 1° gennaio 2019; quest’ultima prevede che anche tutti gli altri depositi vengano incisi dal bail-in dopo gli altri crediti chirografari ma prima dei depositi detenuti da persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese; in altri termini, il legislatore, a scapito della par condicio che, all’esito della novella dell’art. 91 T.U.B., risulta ulteriormente svilita, ha introdotto

---

<sup>82</sup> In tali casi le perdite che le passività escluse avrebbero dovuto assorbire sono trasferite ai titolari delle passività soggette a bail-in, e/o al fondo di risoluzione.

<sup>83</sup> Così, l’art. 49, 2° comma, lett. b), ii), d.lgs. 180/2015. In proposito, cfr. il Regolamento Delegato (UE) 2016/860 della Commissione del 4 febbraio 2016 (in G.U. n. L 144 dell’1 giugno 2016), il quale ha dettato norme “che precisano ulteriormente le circostanze eccezionali...nelle quali, quando è applicato lo strumento del bail-in, l’autorità di risoluzione può escludere, integralmente o parzialmente, talune passività dall’applicazione dei poteri di svalutazione o di conversione”.

<sup>84</sup> All’uopo, sia consentito rinviare, per tutti, alla attenta disamina della disciplina compiuta da Bonfatti, La disciplina della depositor preference, cit.

una gradazione all'interno dei depositi superiori ai centomila euro basata sulla natura del titolare dei medesimi. La ratio della scelta di aver rinviato l'applicazione della depositor preference estesa al 2019 risiede nell'esigenza di evitare che speciale tutela così assicurata ai depositanti diversi da quelli protetti dai sistemi di garanzia potesse tradursi in una "sorprendente declassazione dei risparmiatori che avessero investito i propri risparmi non già in depositi, bensì in obbligazioni bancarie"<sup>85</sup>; e di fatto, la depositor preference estesa comporta che, a far data dal 1° gennaio 2019 nelle procedure di "crisi" aperte da quella data, tutti i depositi, a prescindere dall'importo e dalla natura, godranno di una collocazione preferenziale rispetto alle obbligazioni ordinarie. A tal riguardo, sembra costituire un dato assodato ciò, che tra gli "altri depositi" che beneficiano della preferenza non siano ricomprese le obbligazioni bancarie<sup>86</sup>; infatti, qualora pure si volesse ritenere non di per sé impeditiva alla collocazione preferenziale la condizione per cui i crediti derivanti dalla sottoscrizione di obbligazioni bancarie non rientrano fra quelli "ammissibili al rimborso" – cfr. l'art. 96bis1, 2° comma, T.U.B. – la suesposta tesi è comunque confortata da due ordini di ragioni. In primo luogo, le somme impiegate dai risparmiatori nella sottoscrizione di obbligazioni bancarie non possono essere assimilabili ai depositi, in virtù delle ben note differenze sussistenti tra un deposito ed un titolo obbligazionario; in secondo luogo – e ciò rappresenta la motivazione logica principale – si ribadisce che le ragioni del differimento dell'entrata in vigore della depositor preference si rinvergono proprio nella volontà di prevenire il pericolo

---

<sup>85</sup> L'espressione è di Bonfatti, *La disciplina della depositor preference*, cit., 7. Questo stesso A. prosegue poi affermando che le "obbligazioni bancarie...si sarebbero viste sorpassate... dai titolari di depositi bancari, pur non antergati alle obbligazioni bancarie al momento della sottoscrizione delle stesse". In proposito, si segnala che la proposta di uno slittamento dell'entrata in vigore della disciplina della depositor preference "estesa" al 1° gennaio 2019 emerse già nel corso dell'intervento del 20 ottobre 2015 nell'ambito del Seminario istituzionale sulle tematiche relative agli schemi di Decreto legislativo relativi all'attuazione della direttiva 2014/59/UE, organizzato presso la sesta Commissione Finanze presso la Camera dei Deputati; il testo dell'intervento è reperibile su [https://www.abi.it/DOC\\_Info/Audizioniparlamentari/Intervento\\_DG\\_Sabatini\\_Seminario\\_BRRD\\_20\\_10\\_2015.pdf](https://www.abi.it/DOC_Info/Audizioniparlamentari/Intervento_DG_Sabatini_Seminario_BRRD_20_10_2015.pdf). Nella medesima direzione si era espresso Vegas, il Presidente della CONSOB, nel corso dell'audizione del 22 ottobre 2015 presso la stessa Commissione Finanze del Senato – testo reperibile su [https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg17/attachments/documento\\_evento\\_procedura\\_commissione/files/000/003/156/CONSOB\\_22\\_OTTOBRE\\_2015.pdf](https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg17/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/003/156/CONSOB_22_OTTOBRE_2015.pdf) -, il quale aveva sottolineato come, in sede di recepimento, il Parlamento avrebbe dovuto valutare attentamente la necessità di privilegiare i depositanti oltre i centomila euro, "al fine di contemperarla al meglio con l'esigenza di tutelare le altre categorie di creditori e, in particolare, i portatori di obbligazioni non garantite che hanno sottoscritto i loro titoli prima dell'entrata in vigore di questa disposizione".

<sup>86</sup> In tal senso Bonfatti, *La disciplina della depositor preference*, cit., 11 ss.



che i crediti derivanti dagli “altri depositi” risultassero preferiti a quelli derivanti da emissioni obbligazionarie. A ben vedere, benché, come più volte rilevato, non sia ragionevole assicurare una immunità totale ai depositanti – e neppure il legislatore delle Direttive n. 49 e n. 59 del 2016 ha inteso farlo -, si accoglie tuttavia con favore la scelta di attribuire siffatta preferenza ai depositi; ché essi, differentemente dalle obbligazioni, non rappresentano strumenti di investimento e pertanto, meritano di ricevere un trattamento più vantaggioso, coerente con la loro inferiore rischiosità. Cionondimeno, se da un lato la scelta di aver rinviato al 2019 l’attuazione della depositor preference estesa è condivisibile per quanto dianzi osservato, ciò che non si comprende è perché il legislatore ha ritenuto di tutelare maggiormente i depositi superiori ai centomila euro detenuti dalle persone fisiche rispetto ai cc.dd. depositi corporate, ossia concernenti rapporti intrattenuti con la banca da grandi imprese industriali e commerciali. Questi ultimi, infatti, non soltanto nella finestra temporale che va dall’entrata in vigore del bail-in al 31 dicembre 2018, subiranno gli effetti della resolution (o della liquidazione coatta amministrativa) al pari degli altri crediti non privilegiati, ma anche nel futuro vigore della depositor preference estesa, subiranno l’incisione da bail-in prima dei depositi non protetti detenuti da persone fisiche, microimprese e PMI. Pertanto, sarebbe stato auspicabile un maggiore coraggio da parte del legislatore nazionale, sì da ricomprendere anche i depositi delle grandi aziende nella depositor preference “di base”, riservando la formula “estesa” ai soli depositi interbancari; a parere di chi scrive, e soprattutto nel contesto attuale di crisi economica che tutti ben conoscono, sarebbe parso più ragionevole fornire una protezione alle grandi aziende che mensilmente depositano le somme necessarie per il funzionamento dell’impresa (si pensi agli stipendi da corrispondere ai dipendenti), piuttosto che al miliardario che deposita i suoi capitali senza investirli, per esempio, in titoli obbligazionari<sup>87</sup>. Benvero, nella consapevolezza che il bail-in, in uno alle

---

<sup>87</sup> La preoccupazione per gli effetti di un bail-in sui depositi non protetti delle grandi imprese è stata altresì evidenziata da Santoni, *La nuova disciplina*, cit., 625. L’A. evidenzia peraltro come è ben probabile che molti dei depositi italiani superiori ai centomila euro facciano capo proprio ad imprese di medie o grandi dimensioni, le quali in primis subirebbero l’effetto contagio derivante dalla crisi bancaria. L’osservazione di Santoni è condivisibile, atteso che costituisce un dato assodato che i risparmiatori italiani abbiano sinora preferito investire i propri risparmi in obbligazioni bancarie o titoli di stato – quelli, almeno un tempo, ritenuti più sicuri - piuttosto che depositarli in banca. Senonché, è prevedibile che l’entrata in vigore delle disposizioni sul c.d. salvataggio interno e, specificamente, sul bail-in, induca il pubblico dei risparmiatori a modificare le future scelte di risparmio nonché di investimento o, almeno, ad assumere una maggiore consapevolezza.

nuove norme in tema di resolution, costituiscono una scelta irreversibile<sup>88</sup> – benché la Direttiva contenga una clausola che ne prevede la revisione entro giugno 2018<sup>89</sup> -, ciò che si auspica è che la Banca d'Italia fruisca della possibilità di cui all'art. 49, 2° comma, d.lgs. 180/2015 e disponga la parziale o totale esclusione dall'applicazione del bail-in per quei depositi corporate, il cui assoggettamento a bail-in potrebbe spalancare le porte alla crisi dell'impresa stessa; invero, perché ciò sia concretizzabile è però necessario che la Commissione europea, il cui placet è necessario ai sensi dell'art. 49, 4° comma, d.lgs. 180/2015, e la BCE riconoscano alle autorità di risoluzione nazionali quella autonomia discrezionale che più volte è stata loro negata.

## 6. Considerazioni conclusive.

In definitiva, alla luce delle scelte che il legislatore ha ritenuto di fare, se, da un lato, sembra innegabile che i tempi del bail-out, vissuti con larghezza da tanti sistemi bancari – invero più nei vari Paesi europei che in Italia - sono irrimediabilmente finiti<sup>90</sup>, dall'altro lato, non può non affermarsi che, in virtù della depositor preference, i risparmiatori ricevono una tutela anche maggiore di quella che avrebbero avuto in passato nell'ambito di una liquidazione coatta amministrativa, e cioè in assenza di bail-out. E il punto è proprio questo: come già osservato nelle

---

<sup>88</sup> In tal senso si esprime Santoni, Tre interrogativi sull'operazione di salvataggio delle quattro banche. Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio", reperibile su [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it), 3, il quale ritiene ogni ripensamento della disciplina delle crisi bancarie "politicamente impossibile, senza l'integrale ripudio di tutto il cammino compiuto in comune agli altri Paesi che hanno aderito alla Unione europea, e probabilmente senza l'abbandono della stessa Unione".

<sup>89</sup> Revisione auspicata fortemente da Visco; cfr. Visco, Relazione al "Forex", cit., 9. Al riguardo, cfr. le due proposte di Direttiva del 23 novembre 2016 che modificano la BRRD per quanto concerne l'assorbimento delle perdite e la gerarchia dei creditori, entrambi reperibili su <http://www.diritto bancario.it/news/crisi-bancarie/commissione-ue-presenta-pacchetto-onnicomprensivo-misure-rafforzare-resilienza-enti-creditori>.

<sup>90</sup> Maccarone, I sistemi di garanzia dei depositi nel contesto regolamentare europeo, Relazione al Convegno "Meccanismo Unico di Risoluzione: sfide e opportunità per il sistema bancario italiano", Siena 13 maggio 2016, reperibile su [www.disag.unisi.it](http://www.disag.unisi.it), 13.

precedenti pagine, il bail-in ha sancito la fine del bail-out, il quale ha costituito per decenni la prassi ma invero non è mai stata elevata a norma; al riguardo, è il caso di affermare che la prassi, anche laddove crei affidamenti, non sempre crea diritti<sup>91</sup>; orbene, con l’emanazione della BRRD ogni affidamento nell’intervento dello Stato diviene inaccettabile; viceversa, l’unico affidamento rilevante nell’ipotesi di crisi bancaria – il che peraltro spiega e giustifica il principio del No credit worse off -, è quello nella applicabilità delle regole in materia di liquidazione coatta amministrativa. Benvero, quanto ora affermato non consente di negare che le nuove norme in tema di resolution abbiano costituito una rivoluzione copernicana nella gestione delle crisi bancarie, ma rende quanto mai attuali i temi dell’educazione finanziaria, della correttezza delle pratiche commerciali bancarie e dell’adeguata informazione della clientela, specialmente quella c.d. retail. Vieppiù, in virtù della possibilità che nel bail-in l’Autorità di Risoluzione azzeri o converta altresì i depositi bancari, siffatte esigenze di trasparenza e pubblicità si manifestano oggi non soltanto in relazione ai prodotti finanziari, quali le obbligazioni o le obbligazioni subordinate, ma altresì in relazione ai depositi; a tal riguardo, rilevante è quanto previsto dal Considerando n. 43 della Direttiva 2014/49/UE, in virtù del quale è “opportuno che i depositanti siano informati in merito alla loro copertura e all’SGD responsabile nei loro estratti conto”<sup>92</sup>. In altri termini, è necessario che chiunque varchi la soglia di una banca, vuoi come investitore, vuoi come semplice depositante, abbia piena consapevolezza dell’attuale sistema normativo e, cioè, del fatto che anche il credito vantato nei confronti di un ente creditizio non è esente da rischio. Questa, se vogliamo, banale considerazione induce a ritenere come l’educazione finanziaria, come ben rilevato<sup>93</sup>, sia divenuta un obiettivo centrale da perseguire non solo nel breve ma altresì nel medio-lungo termine, al fine di evitare il reiterarsi di gravi episodi come quelli che hanno coinvolto i risparmiatori italiani nella crisi delle “quattro banche”. Beninteso, tale processo di educazione finanziaria deve essere

---

<sup>91</sup> L’espressione è di Semeraro, Principio di condivisione degli oneri e tutela del risparmio. Scritto per il Convegno “Salvataggio bancario e tutela del risparmio”, reperibile su [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it), 6.

<sup>92</sup> Tale Considerando prevede altresì che “a coloro che intendono aprire un deposito dovrebbero essere fornite le stesse informazioni mediante un foglio di informazione standardizzato, di cui dovrebbero essere accusate ricevute”. In argomento, interessante è quanto prospettato da Lener, Bail-in: una questione di regole, cit., 3, il quale rileva come stia acquistando sempre maggiore rilievo il tema dell’applicabilità, quanto meno de iure condendo, delle regole di condotta al collocamento effettuato dalle banche, quand’anche vendano prodotti tipicamente bancari come i depositi.

<sup>93</sup> Lener, ult. op. cit., 3 ss.

rivolto non (soltanto) al singolo cliente bensì all'intero "mercato dei potenziali clienti", e cioè già in un momento che precede quello in cui si effettuano le scelte di investimento<sup>94</sup>; per far ciò, pare necessario adottare un diverso approccio, che preveda un controllo rigoroso non tanto della trasparenza e dell'informativa contrattuale e precontrattuale, quanto della correttezza delle comunicazioni, soprattutto pubblicitarie, che vengono offerte al pubblico potenziale e reale dei risparmiatori. In proposito, è doveroso rilevare, come i recenti scandali finanziari abbiano dimostrato tutta l'inadeguatezza dell'attuale sistema, incentrato su un'informazione eccessivamente ampia e dettagliata in sede contrattuale, la quale, tuttavia, poiché non intellegibile da alcune categorie sociali, si è rivelata inidonea a realizzare l'obiettivo di ridurre le asimmetrie informative sussistenti tra investitore e banchiere<sup>95</sup> ed inidonea a consentire scelte di investimento consapevoli. Cionondimeno, non pare condivisibile quanto prospettato da chi<sup>96</sup> ipotizza, come rimedio al bail-in, un approccio paternalistico che si basa su norme che proibiscono tout court il collocamento di talune tipologie di prodotti ritenuti particolarmente rischiosi e imperativamente identificati – tra i quali le obbligazioni subordinate – alla c.d. clientela retail e, nello specifico, ad alcune categorie "deboli" quali gli anziani, i pensionati etc. A parere di chi scrive, da un lato, risulterebbe difficile individuare puntualmente le categorie cui vietare il collocamento dei prodotti rischiosi, e, dall'altro lato, un sistema simile potrebbe provocare l'effetto inverso e perverso, ingenerando la convinzione che tutti gli strumenti diversi da quelli ritenuti rischiosi e preclusi alle categorie "deboli" siano immuni dalla resolution, il che non è vero, atteso che financo i depositi non protetti costituiscono passività almeno tendenzialmente bail-inabile; a ciò si aggiungano i risvolti in chiave sociologica e psicologica che una simile preclusione ex lege come quella prospettata potrebbe provocare nei confronti dei soggetti ritenuti incapaci di acquistare certi prodotti finanziari. Sembra invece doversi affermare che l'unico modo democratico per tutelare i risparmiatori consista nella trasparenza e nella correttezza con le quali le informazioni vengono diffuse tra il pubblico e nel mercato ne suo complesso, come anzidetto. Vieppiù, considerato che nell'ambito del bail-in i tradizionali confini tra

---

<sup>94</sup> Come auspicato da Lener, ult. op. cit., 3 ss.

<sup>95</sup> Cfr. G. Guizzi, *Attualità e prospettive*, cit., 748

<sup>96</sup> G. Guizzi, ult. op. cit., 750 ss., e ivi anche per riferimenti bibliografici.

prodotti bancari e finanziari appaiano sfocati, sostituiti invece dalla nuova distinzione tra passività bail-inable e not bail-inable, neppure parrebbe troppo ardito, in una prospettiva de iure condendo, ipotizzare<sup>97</sup> una applicazione della disciplina di cui all'art. 21 T.U.F., in materia di regole di condotta nell'intermediazione finanziaria, ai prodotti direttamente collocati dalle banche e financo ai prodotti bancari in senso stretto.

---

<sup>97</sup> Come fa Lener, *Bail-in: una questione di regole*, cit., 6, il quale, in modo del tutto condivisibile, ritiene che l'informazione sui rischi derivanti dal bail-in, ossia la riduzione del valore e la conversione forzata in azioni, debba essere offerta secondo i criteri di cui agli artt. 21 ss., T.U.F.; secondo l'A., soltanto mediante il ricorso alle regole generali è possibile una effettiva comprensione dei rischi che comporta la sottoscrizione di un prodotto bail-inable. Nella medesima direzione, Ciocca, *Depositi e obbligazioni*, cit., 435, la quale rileva come la circostanza che i creditori contribuiscono al salvataggio di una banca in crisi, assumendo in parte il rischio d'impresa, sia, ormai, "un dato normativo, del quale innanzitutto depositanti e risparmiatori vanno resi edotti per ogni investimento effettuato prima e dopo l'entrata in vigore delle norme sulla risoluzione". L'informazione concerne nel caso dei depositi e delle obbligazioni bancaria. L'A. precisa, inoltre, che l'informazione debba concernere, nel caso di depositi e obbligazioni senior, il rischio del bail-in, mentre nel caso delle obbligazioni riconducibili ai fondi propri, anche il rischio della riduzione e/o conversione o c.d. bail-in minore.

## Conclusioni

Il percorso tratteggiato nel corso di questo lavoro rivela come, in virtù degli interessi e dei valori che, in un caso o nell'altro, il legislatore ha ritenuto di privilegiare, sia radicalmente cambiato il modo di gestire e affrontare le crisi di impresa, specialmente se organizzata nella forma di società di capitali e se caratterizzata da una qualche rilevanza sociale. Soprattutto, come posto in rilievo, ad esser mutato è il ruolo ovvero la prospettiva dell'individuo e, nello specifico, del creditore. Beninteso, nessuno può negare che il creditore, considerato ora genericamente, a prescindere dalla sua specifica qualità di creditore privilegiato piuttosto che subordinato, rappresenti, da sempre, il soggetto maggiormente leso da qualsivoglia crisi; costui, ancor più dei soci, subisce gli effetti ed il pregiudizio di una crisi poiché, differentemente da questi, non ha scelto di sopportare il c.d. rischio d'impresa o, almeno, non ha scelto di farlo partecipando al capitale dell'impresa societaria e, quindi, ai risultati positivi e negativi dell'attività d'impresa. Invero, lo studio compiuto impone almeno due precisazioni; in primo luogo, come osservato specificamente in relazione al bail-in bancario, non è vero che soltanto i soci sopportano il rischio d'impresa, atteso che, salvi rarissimi casi come quello dei titolari di depositi di ammontare inferiore a centomila euro, ogni creditore, anche quello maggiormente protetto (si pensi al depositante), nella crisi, può subire una perdita e ottenere così un soddisfacimento soltanto parziale; si può affermare, allora, che il creditore, pur non correndo il rischio d'impresa "fisiologico", non è esente dal rischio d'impresa "patologico", ossia quello di non ottenere il soddisfacimento del credito al verificarsi della crisi. In altri termini, oggi come ieri, l'immunità totale per questo o quel credito non trova riscontro in alcun dato normativo; di tal che, il rilievo secondo cui, almeno nell'ambito della crisi, diviene priva di concretezza la tradizionale dicotomia tra "capitale di rischio" e "capitale di credito". In secondo luogo, la recente novella che ha introdotto il bail-in e, inoltre, la disciplina del concordato preventivo, novellata ormai da oltre un decennio, dimostrano, per un verso, che non sempre un individuo, nato come creditore, muore tale, ben potendo verificarsi, per effetto del concordato ovvero del bail-in, una conversione del credito

in una partecipazione sociale, e, per altro verso, di ben maggiore rilevanza, che siffatta tramutazione non necessariamente avviene con il consenso del creditore coinvolto. Il punto, come osservato nel lavoro tanto in relazione al concordato, quanto al bail-in, si rivela estremamente delicato ma non lascia spazio a dubbi: nel quadro giuridico attuale, è possibile che un individuo che abbia erogato credito ad una società di diritto comune, poi assoggettata a concordato preventivo, ovvero ad una società bancaria, poi assoggettata a bail-in, subisca, come effetto della procedura, la conversione dell'originario credito in una partecipazione al capitale della risananda società; e ciò, pur contro la propria volontà. In altri termini, anche alla luce del fatto che la società oggi non può essere inquadrata (soltanto) nell'istituto del negozio giuridico, la volontà non costituisce più un elemento essenziale per l'acquisto della qualità di socio. Beninteso, tale affermazione non può però essere intesa in senso assolutistico, nel senso che, intanto è possibile coartare una persona, fisica o giuridica, ad assumere la qualità di socio, in quanto, per un verso, essa sia creditrice - cioè ha già investito proprie risorse in quella società - e, per altro verso, l'impresa sia avvolta dalla patologia della crisi. D'altronde, che nella crisi i principi e le norme del diritto societario e del diritto comune possano subire incisive deroghe è stato affermato di recente dalla Corte di Giustizia - 8 novembre 2016, C-41/15, Grande Sezione -, pur nell'ambito specifico della crisi bancaria, in relazione all'aumento di capitale eterodiretto; in quella sede, la Corte ha, infatti, precisato che l'adozione di misure straordinarie, benché deroghino altre norme che concernono invece il c.d. funzionamento ordinario di una società, è legittimata dal contesto di grave turbamento dell'economia di uno Stato membro nonché dall'esigenza di evitare un rischio sistemico. Siffatta pronuncia concorre, dunque, a rafforzare la tesi sostenuta da chi scrive, secondo cui la straordinarietà della crisi, tanto quella bancaria, quanto quella di diritto comune, in uno con il soddisfacimento di interessi ritenuti superiori a quello del singolo (creditore), giustificano le deroghe anche rilevanti a taluni baluardi del diritto commerciale e, nel caso in esame, possono persino imporre al creditore l'acquisto della qualità di socio. Il punto merita però qualche ulteriore riflessione.

Nell'ambito del bail-in bancario l'acquisto della qualità di socio da parte del creditore non sembra suscitare particolari problematiche; al riguardo, va accolta con

favore la disposizione di cui all'art. 53, 2° comma, d.lgs. 180/2015, che stabilisce che all'assunzione di partecipazioni conseguente alla conversione non si applicano le disposizioni in tema di requisiti dei soci e di procedura di ammissione, qualora si tratti di società cooperativa, nonché gli obblighi di cui agli artt. 106, 1° comma e 109, 1° comma, T.U.F., inerenti, rispettivamente, l'offerta pubblica di acquisto totalitaria e l'acquisto di concerto; parimenti, il legislatore ha disposto che neppure trovano applicazione gli eventuali limiti di possesso azionario e i requisiti di prossimità territoriale previsti da disposizioni legislative o statutarie, ivi compresi i limiti previsti dagli artt. 30 e 34 del T.U.B. Risulta evidente che la ratio di tali previsioni risiede nell'evitare che la mancanza di questo o quel requisito in capo all'originario creditore possa pregiudicare il buon esito della ricapitalizzazione mediante la conversione del credito in azioni. Restano tuttavia fermi gli obblighi di autorizzazione e comunicazione di cui agli artt. 19 ss. del T.U.B., relativi all'acquisto di una partecipazione qualificata; anzi, il legislatore nell'art. 53, 1° comma, d.lgs. 180/2015, ha previsto che le valutazioni del caso da parte delle autorità competenti debbano essere effettuate “tempestivamente in modo da non ritardare l'applicazione dello strumento del bail-in”; il paradosso potrebbe sorgere nell'ipotesi, invero surreale a parer di chi scrive, in cui la Banca d'Italia, negata l'autorizzazione all'acquisto della partecipazione, obblighi l'ex creditore ad alienare le azioni ora attribuite per effetto del bail-in, tenendo peraltro conto delle condizioni di mercato; premesso che, a parer di chi scrive, si tratta di un'ipotesi piuttosto rara, si verrebbe a creare una situazione invero singolare, in cui il creditore, dapprima forzatamente convertito in azionista, sia poi obbligato a vendere la partecipazione, poiché sprovvisto dei requisiti richiesti dalla Banca d'Italia. In proposito, va però evidenziato che, al di là dell'ipotesi ora esaminata, in generale, qualora anche l'originario creditore rifiutasse la nuova veste di socio, questi potrebbe con relativa facilità riuscire a monetizzare la partecipazione, vendendola sul mercato secondario; beninteso, ad una cifra sensibilmente inferiore al valore nominale dell'originario credito.

Per quanto concerne invece l'acquisto involontario dello status socii nel concordato, occorre considerare il fenomeno distintamente nella s.p.a. e nella s.r.l. In relazione alla prima, non sussistono particolari problemi; come sostenuto più volte nel corso



del lavoro, l'azionista è soltanto un finanziatore dell'iniziativa imprenditoriale: pertanto, qualora intenda conservare la partecipazione attribuitagli non avrà alcun onere collaborativo discendente dalla qualità di socio e potrà limitarsi ad essere un socio investitore-risparmiatore; viceversa, qualora voglia alienare le sue azioni, purché ovviamente queste abbiano un mercato, potrà farlo, giacché, come è noto a tutti, le azioni sono almeno tendenzialmente liberamente trasferibili. L'aspetto forse problematico della vicenda appare invece nella s.r.l.; come ognuno ben sa, la quota di s.r.l. non rappresenta una frazione standardizzata e spersonalizzata come l'azione, ma esprime la misura della partecipazione che fa capo ad una persona; essa infatti non soltanto non può essere misurata sulla base di un rapporto matematico, ma non assume neanche quella rilevanza impersonale, tipica ed esclusiva delle azioni. Ne consegue che ogni creditore trasformato in socio dal concordato, anche il dissenziente, riceverà una quota determinata non solo quantitativamente ma anche qualitativamente "su misura". Non è questa la sede per richiamare i tanti e complessi profili di personalizzazione che possono connotare una s.r.l., tuttavia risulta essere un dato assodato che l'elemento personalistico costituisce una caratteristica immanente alla s.r.l.; in altre parole, nella s.r.l. il socio non è, o, meglio, non è soltanto un mero finanziatore dell'attività d'impresa e, anzi, come è stato puntualmente osservato, il rilievo della persona del socio di s.r.l. è rinvenuto anche nella necessità che tutti i soci siano coinvolti nei procedimenti di loro competenza, risultando così in teoria inammissibili soci tout court risparmiatori. Risulta evidente che ciò mal si attaglia al profilo di un creditore trasformato in socio contro la sua volontà; ad esempio, è verosimile ipotizzare che il fornitore-creditore convertito in socio sia interessato, non a "fare il socio", bensì a monetizzare quanto prima la sua partecipazione; epperò, come è noto, elementi di personalizzazione possono concernere anche la circolazione delle quote di s.r.l., le quali, in virtù di qualche clausola statutaria, potrebbero non essere liberamente trasferibili. In definitiva, la complessità dell'operazione di conversione forzata nella s.r.l. risiede soprattutto nella determinazione dei diritti inerenti alle quote che verranno attribuite ai creditori dissenzienti o che, comunque, non hanno votato la approvazione del concordato.

Benvero, al di là delle perplessità evidenziate in relazione alla s.r.l., ciò che in questo lavoro si è tentato di dimostrare, con riferimento prima ai creditori dissenzienti nel

concordato e poi alla totalità dei creditori nel bail-in, è che la conversione del credito in una partecipazione sociale, benché implichi l'assunzione della qualità di socio, certamente differente da quella di creditore, non può considerarsi sic et simpliciter ingiusta o pregiudizievole per il creditore. In primo luogo, si è detto che è inevitabile per chiunque eroghi credito ad una società la sopportazione di un pur minimo rischio di insoddisfamento; in particolare, con riferimento specifico al depositante, non risulta più condivisibile quella tesi secondo cui il denaro depositato continui ad appartenere non alla banca depositaria ma al depositante in ragione della prevalente funzione di custodia che connota il deposito bancario; anche il depositante, come ogni creditore, allorché l'impresa sia in crisi, può subire una falce del credito ovvero, come esito estremo del bail-in, la sua conversione in azioni. D'altronde, posto che, come rilevato nel corso del lavoro – e salva l'ipotesi delle clausole di continuazione nelle società personali -, l'acquisto coattivo può riguardare soltanto partecipazioni connotate da una responsabilità limitata per le obbligazioni sociali, l'ex creditore è comunque posto al riparo da eventuali perdite future che subirà la società. In secondo luogo, nell'ambito del bail-in, il principio del No credit worse off garantisce a ciascun creditore un trattamento non peggiore di quello che subirebbe in una liquidazione coatta amministrativa; invero, anche nel concordato preventivo si rinviene nella tutela offerta dall'art. 180, 4° comma, l.fall, un antesignano del No credit worse off, giacché il tribunale intanto può omologare il concordato, in quanto il creditore qualificato che abbia contestato la convenienza del concordato sia soddisfatto “in misura non inferiore alle alternative concretamente praticabili”. Pertanto, come nel bail-in, così nel concordato, la conversione in capitale rappresenta un'alternativa, al più, “neutra” per il creditore, ma mai peggiore.

## Bibliografia

ABETE, Il ruolo del giudice ed il principio maggioritario nel novello concordato preventivo; brevi note, in *Fall.*, 2008, 255

ABRIANI, La proprietà come diritto dell'individuo di fronte alla comunità internazionale, in AA.VV., *L'incidenza del diritto internazionale sul diritto civile*, Atti del 5° Convegno Nazionale SiSDiC, Capri, 25-27 marzo 2010, Napoli, 2011

ABRIANI, La proprietà come diritto dell'individuo: tra diritto internazionale, diritto comunitario e disciplina interna, in *Giur. it.*, 2010, I, 2226

ABRIANI, Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari, in *Giust. civ.*, 2016, II, 365

ABRIANI, Strumenti finanziari "ibridi" e "azioni cangianti" nella disciplina anticrisi: prime considerazioni sui "Tremonti bond", in *Riv. dir. impr.*, 2009, II, 417

ACCETTELLA, L'Accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, I, 475

ALESSI, Il nuovo concordato preventivo, in *Dir. fall.*, 2005, I, 1131

AMATUCCI, *Società e comunione*, Napoli, 1971

AMBROSINI, Controllo giudiziario sull'ammissibilità della domanda di concordato preventivo e sulla formazione delle classi, in Di Marzio-Macario (a cura di), *Autonomia negoziale e crisi di impresa*, Milano, 2010

AMBROSINI, Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti, in Cottino (diretto da), *Tratt. dir. comm.*, XI, Padova, 2008

AMBROSINI, La disciplina della domanda di concordato preventivo nella "miniriforma" del 2015, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

ANGELICI, Appunti sull'art. 2346 c.c., con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione, in *Giur. comm.*, 1988, I, 175

ANGELICI, Introduzione alla riforma delle società di capitali, in Abbadessa-Portale (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2006

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003

- ANGELICI, La società per azioni. Principi e problemi, I, in Cicu-Messineo-Mengoni (diretto da) e Schlesinger (continuato da), Tratt. dir. civ. e comm., Milano, 2012
- ARIANI-GIANI, La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie, in RDS, 2013, 2, 727
- ASCARELLI, Considerazioni in tema di società e personalità giuridica, in Ascarelli, Saggi di diritto commerciale, I, Milano, 1955
- ASCARELLI, Il contratto plurilaterale, in Saggi giuridici, Milano, 1949
- ASCARELLI, Interesse sociale e interesse comune nel voto, in Riv. trim. dir. e proc. civ., 1951, 1149
- ASCARELLI, L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari, in Riv. soc., 1956, 93 ora in Ascarelli, Studi in tema di società, Milano, 1952
- ASCARELLI, Principi e problemi e delle società anonime, in Studi in tema di società, Milano, 1952
- ASCARELLI, Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società, in Banca, borsa, titoli di credito, 1952, I, 240
- ASCARELLI, Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni e di alcuni loro limiti, già in Riv. dir. comm. 1950, I, 169 ss., ora in Ascarelli, Studi in tema di società, Milano, 1952
- ASCARELLI, Sulla natura dell'attività del giudice nell'omologazione del concordato, in Riv. dir. proc. civ., 1928, II, 223
- ASCARELLI, Varietà di titoli di credito e investimento, in Ascarelli, Problemi giuridici, II, Milano, 1959
- ASQUINI, Profili dell'impresa, in Riv. dir. comm., 1943, I, 1
- AULETTA, Clausole di continuazione della società coll'erede del socio personalmente responsabile, in Riv. trim. dir. e proc. civ., 1951, 891
- AULETTA, Il contratto di società commerciale, Milano, 1937
- AULETTA, L'impresa dal codice di commercio del 1882 al codice civile del 1942, in AA.VV., 1882-1982 – Cento anni dal codice di commercio, Milano, 1984
- AZZARO, Concordato preventivo e autonomia privata, in Fall., 2007, 1267
- AZZARO, Concordato preventivo, principio maggioritario e classi dei creditori, in Di Marzio-Macario (a cura di), Autonomia negoziale e crisi di impresa, Milano, 2010
- AZZARO, Le funzioni del concordato preventivo, in Fall., 2007, 744
- AZZOLINA, Il fallimento e le altre procedure concorsuali, Torino, 1961
- BARASSI, La teoria generale delle obbligazioni, I, Milano, 1963

- BARBAGALLO, Audizione nell'Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano, Roma, 9 dicembre 2015, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)
- BARCELLONA-COSTI-GRANDE STEVENS, Società in accomandita per azioni, in Scialoja-Branca (a cura di), Commentario del codice civile, Bologna-Roma, 2005
- BATTISTA, Del contratto di società e del mandato, in Fiore-Brugi (diretto da), Il diritto civile italiano secondo la dottrina e la giurisprudenza, Napoli, 1925
- BAVETTA, La liquidazione coatta amministrativa, Milano, 1974
- BELVISO, Tipologia e normativa della liquidazione coatta amministrativa, in Bricola-Galgano-Santini, Commentario della legge fallimentare, Bologna-Roma, 1974
- BENAZZO, Crisi di impresa, soluzioni concordate e capitale sociale, in Riv. soc., 2016, 241
- BENEDETTI, Il trattamento dei creditori con diritti di prelazione nel nuovo concordato preventivo, in Giur. comm., 2013, I, 1066
- BENTIVEGNA, Il ruolo (incerto) dei sistemi di garanzia dei depositanti nel nuovo regime, in Analisi giur. ec., 2016, 2, 461
- BERTACCHINI, Clausole generali e autonomia negoziale nella crisi d'impresa, in Contr. e impr., 2011, 3, 687
- BERTACCHINI, La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata, in Banca, borsa e titoli di credito, 2014, I, 181
- BERTEZZOLO, Prevenire nuove crisi finanziarie: la riforma del sistema americano e comunitario in prospettiva globale, in Giorn. dir. amm., 2010, I, 83
- BERTINI, Contributo allo studio delle situazioni giuridiche dell'azionista, Milano, 1951
- BIANCA, Diritto civile, 4. L'obbligazione, Milano, 1990
- BIANCA, Le autorità private, Napoli, 1997
- BIANCHI, Sulla convenienza di variare il capitale proprio delle banche, in Banche e banchieri, 1974, 603
- BIFFIS, Capitale proprio e capitale di credito nell'azienda bancaria, Milano, 1974
- BLANDINI, art. 12, in Porzio-Belli-Losappio-Rispoli Farina-Santoro (a cura di), Testo unico bancario. Commentario, Milano, 2010

BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci: considerazioni sui diritti particolari dei soci di società a responsabilità limitata, tra struttura personalistica e capitalistica*, Milano, 2009

BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 467

BLANDINI, *Profili cartolari dei titoli obbligazionari emessi dalle banche*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1996, I, 822

BLANDINI-DE CICCO-LOCASCIO ALIBERTI, *Socio e Società nella società per azioni (in crisi): dal diritto di opzione al bail-in (con notazioni sulle ragioni di Mazzarò)*, in *RDS*, 2017, 1

BOCCUZZI (a cura di), *La crisi dell'impresa bancaria: profili economici e giuridici*, Milano, 1998

BOCCUZZI, *L'unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Milano, 2015

BOCCUZZI, *La gestione delle crisi bancarie nel quadro dell'Unione bancaria europea*, in *Bancaria*, 2015, II, 2

BOLAFFI, *La società semplice: contributo alla teoria delle società di persone*, Milano, 1975

BOLAFFIO, *Il concordato preventivo secondo le sue tre leggi disciplinatrici*, Torino, 1932

BOLAFFIO, *Sul c.d. concordato stragiudiziale*, in *Giur. it.*, 1932, I c. 369

BONELLI, *Appunti sul fallimento delle società commerciali. A proposito del recente lavoro di A. Sraffa sul fallimento delle società commerciali*, in *Riv. it., per le scienze giuridiche*, 1897, 21

BONELLI, *Del fallimento: commento al codice di commercio*, Milano, 1938

BONELLI, *Nuove esperienze nella soluzione stragiudiziale della crisi delle imprese*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 488

BONELLI-ANDRIOLI, *Del fallimento*, III, Milano, 1939

BONFATTI, *La disciplina della depositor preference e il ruolo dei sistemi di garanzia dei depositanti*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

BONFATTI, *La liquidazione coatta amministrativa della banca*, in *Panzani (diretto da), Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, Torino, 2000

BONFATTI, *Prestiti da soci, finanziamenti infragruppo e strumenti "ibridi" di capitale*, in *Bonfatti-Falcone (a cura di), Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, Milano, 2004

BONFATTI, Profili problematici della nuova disciplina del concordato preventivo, in Fall., 2006, 51

BONFATTI, Soluzioni negoziali e istituti "preconcorsuali" nella gestione delle crisi d'impresa e Falcone, in Bonfatti-Falcone (a cura di), Soluzioni negoziali e istituti "preconcorsuali" nella gestione delle crisi, Milano, 2013

BONFATTI-FALCONE, art. 93, in Belli-Contento-Patroni Griffi-Porzio-Santoro (a cura di), Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385. Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, II, Bologna, 2003

BONFATTI-VATTERMOLI, I sistemi di garanzia dei depositanti, in Panzani (a cura di), Il fallimento e le altre procedure concorsuali, V, Torino, 2000.

BONGINI, La tutela dei depositanti nell'ordinamento italiano. Profili teorici ed efficacia operativa, Bologna, 1999

BONSIGNORI, Del concordato preventivo, in Scialoja-Branca (a cura di), Commentario della legge fallimentare, Bologna-Roma, 1979

BONSIGNORI, L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, Padova, 1980

BONSIGNORI, Tendenze evolutive nella legislazione sulla liquidazione coatta delle imprese creditizie, in Banca, borsa e titoli di credito, 1976, I, 33

BOTTAI, Trattamento dei crediti privilegiati, nuova finanza e rapporto fra classi e privilegi, in Fall., 2010, 90

BOZZA, Il sindacato del tribunale sulla fattibilità del concordato preventivo, in Fall., 2011, 182

BOZZA, La facoltatività della formazione delle classi nel concordato preventivo, in Fall., 2009, 424

BOZZA, La proposta di concordato preventivo, la formazione delle classi e le maggioranze richieste dalla nuova disciplina, in Fall., 2005, 1208

BRECCIA, Le obbligazioni, Milano, 1991

BRESCIA MORRA, Il diritto delle banche, Bologna, 2012

BRESCIA MORRA, La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa, in Banca Impresa Società, 2015, 1, 73

BRESCIA MORRA, Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti, in Analisi giur. ec., 2016, 2, 279

BRUNETTI, Lezioni di diritto concorsuale, Padova, 1944

BRUNETTI, Trattato del diritto delle società, I, Milano, 1948

- BUCCISANO, La novazione oggettiva e i contratti estintivi onerosi, Milano, 1968
- BUONOCORE, Il diritto dell'impresa dal codice di commercio del 1882 al codice civile del 1942, in *Diritto commerciale e diritto dell'impresa – Per ricordare Salli Pescatore*, Napoli, 2008
- BUONOCORE, L'impresa, in *Buonocore (diretto da), Trattato di diritto commerciale*, Torino, 2002
- BUONOCORE, Le situazioni soggettive dell'azionista, Napoli, 1960
- BUONOCORE, Le società: disposizioni generali, in *Schlesinger (diretto da), Il codice civile commentato*, Milano, 2000
- BUONOCORE, Postilla in tema di attività bancaria, in *Giur. comm.*, 1976, II, 817
- BUONOCORE, Principio di uguaglianza e diritto commerciale, in *Giur. comm.*, 2008, I, 570
- BUONOCORE-CASTELLANO-COSTI, Società di persone, Milano, 1980
- BUTERA, Moratoria. Concordato preventivo. Procedura dei piccoli fallimenti, Torino, 1938
- CAGNASSO-SARACINO, Il contratto di trasferimento di pacchetti di controllo e le procedure concorsuali, in *Nuovo dir. soc.*, 2010, n. 21, 56
- CALANDRA BUONAURA, Disomogeneità di interessi dei creditori chirografari e valutazione di convenienza del concordato, in *Giur. comm.*, 2012, II, 18
- CALANDRA BUONAURA, L'attività degli intermediari finanziari nella regolamentazione sovranazionale, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it)
- CALANDRA BUONAURA, La gestione societaria dell'impresa in crisi, in *Campobasso-Cariello-Di Cataldo-Guerrera-Sciarrone Alibrandi (diretto da), Società, banche e crisi di impresa – Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014
- CALELLO-ERWIN, From bail-out to bail-in, in *the Economist*, Jan 28th 2010
- CAMPOBASSO G.F., Deposito bancario (voce), in *Enc. giur.*, X, Roma, 1988, 3
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. Diritto dell'impresa*, I, VII ed. a cura di M. Campobasso, Torino, 2013, 24
- CAMPOBASSO G.F., I depositi bancari, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1988, I, 163
- CAMPOBASSO G.F., I prestiti postergati nel diritto italiano, in *Giur. comm.*, 1983, I, 121
- CAMPOBASSO G.F., L'emissione di obbligazioni bancarie, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1994, 473



- CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, in Colombo-Portale (diretto da), *Trattato delle s.p.a.*, V, Torino, 1988
- CAMPOBASSO G.F., *Manuale di diritto commerciale*, (a cura di M. Campobasso), Torino, 2015
- CAPIZZI-CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it)
- CAPRARA, *Il cosiddetto “capitale di rischio”, La teoria generale – Il caso della banca in una richiamata economia di mercato*, in *Rivista bancaria*, 1975, 542
- CAPRIGLIONE (a cura di), *La riforma delle Banche popolari*, Padova, 2015
- CAPRIGLIONE, *Luci e ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi. Scritto per il Convegno “Salvataggio bancario e tutela del risparmio”*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)
- CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del ‘diritto dell’economia’: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *RTDE*, 2016, 1
- CAPRIGLIONE-MASERA, *La corporate governance delle banche: per un paradigma diverso (Corporate Governance of banks: a different paradigm)*, in *RTDE*, 2016, 322
- CAPRIGLIONE-TROISI, *L’ordinamento finanziario dell’UE dopo la crisi*, Torino, 2014
- CARNELUTTI, *Sui poteri del tribunale in sede di omologazione del concordato preventivo*, in *Riv. dir. proc.*, 1924, II, 61
- CARRIERO, *Crisi bancarie, tutela del risparmio, rischio sistemico*, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 370
- CARRIERO-CIOCCA-MARCUCCI, *Diritto e risultanze dell’economia nell’Italia unita*, in Ciocca-Toniolo (a cura di), *Storia economica d’Italia*, Bari, 2003
- CASSOTTANA, *L’abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, 1991
- CASTALDI, *La disciplina dell’attività bancaria*, in Morera-Nuzzo (a cura di), *La nuova disciplina dell’impresa bancaria*, II, Milano, 1996
- CASTIELLO D’ANTONIO, *Prolegomeni al diritto della crisi dell’impresa. Crisi reversibile e soluzioni preconcorsuali*, in *Dir. fall.*, 1994, I, 1123
- CATALDO, *Prosecuzione dell’impresa mediante affitto d’azienda nel concordato preventivo e offerta di pagamento dilazionato ai creditori privilegiati*, in *Fall.*, 2014, 463
- CENSONI, *Autonomia negoziale e controllo giudiziale nel concordato preventivo*, Di Marzio-Macario (a cura di), *Autonomia negoziale e crisi di impresa*, Milano, 2010

- CENSONI, I diritti di prelazione nel concordato preventivo, in *Giur. comm.*, 2009, I, 36
- CENSONI, Il concordato preventivo e la prospettiva della ricollocazione del patrimonio dell'impresa in crisi, in *Dir. fall.*, 2008, I, 853
- CENSONI, Il concordato preventivo, in Jorio-Sassani (diretto da), *Trattato delle procedure concorsuali*, IV, Milano, 2016
- CENSONI, Il nuovo concordato preventivo, in *Giur. comm.*, 2005, I, 723
- CERA, Crisi finanziaria, interventi legislativi e ordinamento bancario, in *AA.VV.*, *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010
- CERRONE, Unione Bancaria e riforma dei sistemi di garanzia dei depositi: una nuova prospettiva?, in *Riv. Bancaria*, 2016, 6, 7
- CHESSA-DE GIOIA CARABALLESE, Il cosiddetto sistema paneuropeo di protezione dei depositanti: un ulteriore euro autogol? Un'analisi critica della Direttiva 2014/49, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2016, I, 332
- CHIAPPETTA, Finanziamento della società per azioni e interesse sociale, in *Riv. soc.*, 2006, 675
- CHIRONI, *Trattato dei privilegi, delle ipoteche e del pegno*, II, Torino, 1918
- CIAN G., *Pagamento*, in *Dig. civ.*, XIII, Torino, 1995
- CIOCCA, I depositi e le obbligazioni bancarie: disciplina privatistica e strumenti contrattuali di tutela, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 411
- COFFEE, Bail-ins versus bail-outs: using contingent capital to mitigate systemic risk, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- COLESANTI, Mito e realtà della "par condicio", in *Fall.*, 1984, 32
- COLUSSI, *Capacità e impresa. L'impresa individuale*, I, Padova, 1974
- CORSI, Le società in accomandita per azioni, in Rescigno (diretto da), *Tratt. dir. priv.*, XVI, Torino, 2011
- COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012
- COTTINO, Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo), in *Riv. soc.*, 2005, 693
- CUSA, Gli strumenti ibridi delle banche, in *Banca Impresa Società*, 2010, 1, 81
- D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968

- D'ALESSANDRO, Il conflitto di interessi nei rapporti fra socio e società, in *Giur. comm.*, 2007, I, 5
- D'ALESSANDRO, La crisi delle procedure concorsuali e le linee della riforma: profili generali, in *Giust. civ.*, 2006, II, 329
- D'ALESSANDRO, La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti, in *Riv. Soc.*, 1987, 1
- D'ALESSANDRO, Sui poteri della maggioranza del ceto creditorio e su alcuni loro limiti, già in *Fall.*, 1990, II, 189, ora in *d'Alessandro, Scritti di Floriano d'Alessandro*, II, Milano, 1997
- D'AMICO-CATALANO, Tutela del risparmio e principi costituzionali, in *Il dir. economia*, 2008, I, 36
- D'ATTORRE, L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra *par condicio creditorum* e principio di eguaglianza tra soci, in *Riv. soc.*, 2011, 852
- D'ATTORRE, Le proposte di concordato preventivo concorrenti, in *Fall.*, 2015, 1163
- D'ORAZIO, L'ammissibilità della domanda di concordato preventivo con proposta di dilazione di pagamento ai creditori prelazionari, in *Fall.*, 2014, 447
- DAVIES, The fall and rise of debt: Bank capital regulation after the crisis, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- DE ALDISIO, La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria, in *Banca Impresa Società*, 2015, 3, 391
- DE CICCO, art. 177 in *Cavallini (a cura di), Commentario alla legge fallimentare*, III, Milano, 2010
- DE CICCO, Concordato preventivo e classi di creditori: dalla postergazione alla prededuzione, in *Giur. comm.*, 2011, II, 257
- DE CICCO, *Le classi di creditori nel concordato preventivo. Appunti sulla par condicio creditorum*, Napoli, 2007
- DE FERRA, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 1998
- DE GIORGI, *I patti sulle successioni future*, Napoli, 1976
- DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale: imprenditori, società*, Milano, 1967
- DE MARTINI, La "cessio bonorum" nel concordato preventivo, in *Riv. dir. comm.*, 1959, II, 85
- DE POLIS, La tutela dei depositi bancari nel quadro dell'Unione Bancaria Europea, intervento all'inaugurazione dell'Aula "Francesco Parrillo", Univ. La Sapienza, Roma, 27 aprile 2016, in [www.rivistabancaria.it](http://www.rivistabancaria.it)

- DE SEMO, Diritto fallimentare, Padova, 1968
- DELL'ATTI, Gli aiuti alle banche in tempo di crisi, in *Conc. e mercato*, 2012, 569
- DEMARCHI, L'approvazione del concordato, in *Ambrosini-Demarchi-Vitiello, Il concordato preventivo e la transazione fiscale*, Bologna, 2009
- DEMARCHI, Quella svolta nel concordato preventivo: creditori privilegiati verso la deminutio, in *Dir. e giust.*, 2006, 97
- DENOZZA, Le funzioni distributive del capitale, in *Giur. comm.*, 2006, I, 489
- DENOZZA, Quattro variazioni sul tema "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici", in *Giur. comm.*, 2013, I, 480
- DENOZZA, Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali, Milano, 1973
- DESIDERIO, Il concordato di liquidazione e i salvataggi aziendali nella disciplina della legge bancaria, in *Dir. fall.*, 1981, I, 424
- DESIDERIO, Il concordato di liquidazione, in *AA.VV., La gestione delle crisi bancarie*, in *Morera-Nuzzo (a cura di), La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, Milano, 1996
- DESIDERIO, L'attività bancaria (fattispecie ed evoluzione), Milano, 2004
- DESIDERIO, La liquidazione coatta amministrativa delle aziende di credito, Milano, 1981
- DI BRINA, "Risoluzione" delle banche e "bail-in", alla luce dei principi della carta dei diritti fondamentali dell'Ue e della Costituzione nazionale, in *RTDE*, 2015, 206
- DI BRINA, art. 93, in *Capriglione (a cura di), Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 1994
- DI FALCO-MAMONE, Capire lo strumento del bail-in attraverso le linee guida e i regulatory technical standards della European Banking Authority (EBA), in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)
- DI MAJO, Adempimento in generale, in *Scialoja-Branca (a cura di), Commentario al codice civile*, Bologna-Roma, 1994
- DI MARZIO, 'Contratto' e 'deliberazione' nella gestione della crisi d'impresa, in *Di Marzio-Macario (a cura di), Autonomia negoziale e crisi di impresa*, Milano, 2010
- DI MARZIO, Il diritto negoziale delle crisi di impresa, Milano, 2011
- DI PRISCO, I modi di estinzione delle obbligazioni diverse dall'adempimento, in *Rescigno (diretto da), Tratt. dir. priv., IX*, Torino, 1999

- DI SABATO, Sulla estinzione per compensazione del debito di conferimento, in *Contr. impr.*, 1995, 656
- DI SABATO-BLANDINI, *Diritto delle società*, Milano, 2011
- DIMUNDO, La deliberazione dei creditori, in *Fall.*, 1992, 272
- DONATI, La ricapitalizzazione “interna” delle banche mediante bail-in, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 597
- DONATO-GRASSO, Gli strumenti della nuova vigilanza bancaria europea. Oltre il Testo Unico bancario, verso il Single Supervisory Mechanism, in *Banca Impresa Società*, 2014, 1, 1
- EASTERBROOK-FISCHEL, *L’economia delle società per azioni*, trad. it., Milano, 1996, 83
- FABIANI, Brevi riflessioni su omogeneità degli interessi ed obbligatorietà delle classi nei concordati, in *Fall.*, 2009, 437
- FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009
- FABIANI, L’ipertrofica legislazione concorsuale fra nostalgie e incerte contaminazioni ideologiche, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
- FABIANI, La convenzione di moratoria diretta a disciplinare in via provvisoria gli effetti della crisi, in *Fall.*, 2015, 1275
- FABIANI, La ricerca di una tutela per i creditori di minoranza nel concordato fallimentare e preventivo, in *Giur. comm.*, 2012, II, 298
- FANELLI, *Introduzione alla teoria giuridica dell’impresa*, Milano, 1950
- FAUCEGLIA, Ancora sui poteri del tribunale per l’ammissibilità del concordato preventivo: errare è umano, perseverare diabolico, nota a Trib. Roma 24 aprile 2008, in *Dir. fall.*, 2008, II, 573
- FAUCEGLIA, *I contratti bancari*, Torino, 2005
- FELSENFELD-GLASS, *Banking Regulation in the United States*, New York, 2011
- FERRARA, *Il fallimento*, Milano, 1995
- FERRARA-BORGIOLO, *Il fallimento*, Milano, 1995
- FERRI JR., Brevi osservazioni in tema di impresa e società, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 541
- FERRI JR., Finanziamento dell’impresa e partecipazione sociale, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 19
- FERRI JR., Il finanziamento societario: profili di qualificazione, in *Riv. dir. not.*, 2002, 309

- FERRI JR., Insolvenza e crisi dell'impresa organizzata in forma societaria, in Riv. dir. comm., 2011, I, 413
- FERRI JR., Investimento e conferimento, Milano, 2001
- FERRI JR., La struttura finanziaria della società in crisi, in RDS, 2012, I, 477
- FERRI JR., Ristrutturazione dei debiti debiti e partecipazioni sociali, in Riv. dir. comm., 2006, 747
- FERRI JR., Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi, in Tombari (a cura di), Diritto societario e crisi d'impresa, Torino, 2014
- FERRI SR., Banca (attività e organizzazione bancaria), in Enc. dir., V, Milano, 1959
- FERRI SR., Considerazioni preliminari sull'impresa bancaria, in Banca, borsa e titoli di credito, 1969, I, 320
- FERRI SR., Delle società, in Scialoja-Branca (a cura di), Commentario del codice civile, Bologna-Roma, 1981
- FERRI SR., La seconda direttiva comunitaria in materia di società, in Riv. dir. comm., 1977, I, 61
- FERRI SR., La tutela delle minoranze nelle società per azioni, in Dir. e prat. comm., 1932, I, 3
- FERRI SR., Le società, in Vassalli (diretto da), Tratt. dir. civ., Torino, 1987
- FERRI SR., Manuale di diritto commerciale, Torino, 1960
- FERRI SR., Manuale di diritto commerciale, VIII ed. a cura di Angelici e G.B. Ferri, Torino, 1990
- FERRO LUZZI, La nozione di attività bancaria, in Ferro Luzzi-Castaldi (a cura di), La nuova legge bancaria, Milano, 1996
- FERRO LUZZI, Lezioni di diritto bancario, I, Torino, 2004
- FERRO LUZZI, Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa, in Riv. dir. comm., 2005, I, 673
- FILOCAMO, art. 177, in Ferro (a cura di), La legge fallimentare, Padova, 2011
- FIMMANÒ, L'allocatione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci, in Riv. soc., 2010, 57
- FIMMANÒ, La ristrutturazione mediante concordato della grande impresa in amministrazione straordinaria, in Di Marzio-Macario (a cura di), Autonomia negoziale e crisi di impresa, Milano, 2010

- FIORDIPONTI, Le aspettative restitutorie di azionisti e creditori ai tempi del bail-in, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 528
- FIorentino, Del deposito, in Scialoja-Branca (a cura di), *Commentario del codice civile*, Bologna-Roma, 1969
- FORTUNATO, Aiuti di Stato e mercato creditizio fra orientamenti comunitari e interventi nazionale, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2010, 379
- FORTUNATO, La liquidazione coatta amministrativa. Lineamenti generali e finalità, in Ferro Luzzi-Castaldi, *La nuova legge bancaria*, II, Milano, 1996
- FORTUNATO, Misure di risoluzione e liquidazione, Relazione al Seminario FIDT “La gestione delle crisi bancarie e l’assicurazione dei depositi nel quadro dell’Unione Bancaria Europea, tenuto a Roma, 22 gennaio 2016
- FRASCAROLI SANTI, *Il concordato preventivo*, Padova, 1990
- FRASCAROLI SANTI, *Il concordato stragiudiziale*, Padova, 1984
- FRASCAROLI SANTI, *L’adunanza dei creditori e la votazione nei provvedimenti concorsuali*, Padova, 1989
- FRIGENI, *Le s.p.a. bancarie dopo Basilea III. Struttura patrimoniale e finanziaria*, Milano, 2013
- FRIGENI, Natura e funzione del “capitale” delle banche nella nuova regolamentazione, in *Banca Impresa Società*, 2015, 1, 57
- GABRIELLI, *Il pegno*, in Sacco (diretto da), *Tratt. dir. civ.*, V, Torino, 2005
- GALGANO, *Diritto commerciale: l’imprenditore*, I, Bologna, 1998
- GALGANO, *Diritto commerciale: le società*, II, Bologna, 1998
- GALGANO, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Padova, 1960
- GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007
- GALGANO, *Le società di persone : società in genere, società semplice, società in nome collettivo, società in accomandita semplice*, in Cicu-Messineo (diretto da) e Mengoni (continuato da), *Tratt. dir. civ. comm.*, Milano, 1972
- GALLETTI, “Elasticità” della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1997, I, 239
- GALLETTI, *Il nuovo concordato preventivo: contenuto del piano e sindacato del giudice*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 913

GALLETTI, Le proposte concorrenti nel concordato preventivo: il sistema vigente saprà evitare il pericolo di rigetto?, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it)

GAMBINO, Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni, Milano, 1987

GAMBINO, Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 644

GARDELLA, Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2015, I, 587

GAZZONI, Manuale di diritto privato, Napoli, 2011

GENOVIVA, Questioni controverse in tema di concordato preventivo, in *Fall.*, 2009, 1227

GENTILI, Autonomia assistita ed effetti ultra vires nell'accettazione del concordato, in *Giur. comm.*, 2007, I, 349

GHIDINI, La cessione dei beni ai creditori ed il concordato, in *Dir. fall.*, 1964, I, 169

GHIDINI, La cessione dei beni ai creditori, Milano, 1956

GIANELLI, Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione dei debiti, piani di risanamento nella riforma delle procedure concorsuali, in *Dir. fall.*, 2005, I, 1156

GIANNINI, Istituti di credito e servizi di interesse pubblico, in *Moneta e credito*, 1949, 105

GIORGIANNI, I crediti disponibili, Milano, 1974

GIORGIANNI-TARDIVO, Manuale di diritto bancario, Milano, 2009

GLEESON, *International regulation of banking. Capital and risk requirements*, Oxford, 2012

GLEESON, *Legal aspects of bank bail-ins*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1962

GRAZIANI-MINERVINI-BELVISO-SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, Padova, 2013

GRECO, La compensazione del debito di conferimento nelle società per azioni, in *Riv. dir. comm.*, 1939, I, 350

GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano. Lineamenti generali*, Torino, 1959

GUERRERA, Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare, in *Riv. soc.*, 2002, 215



- GUERRERA, Il “nuovo” concordato fallimentare, in Banca, borsa e titoli di credito, 2006, I, 527
- GUERRERA, La ricapitalizzazione “forzosa” delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative, in Dir. fall., 2016, I, 420
- GUERRERA, Le soluzioni concordatarie, in AA.VV., Diritto fallimentare. Manuale breve, Milano, 2008
- GUERRERA, Struttura finanziaria, classi di creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società di capitali, in Fortunato-Giannelli-Guerrera-Perrino (a cura di), La riforma della legge fallimentare, Milano, 2011
- GUERRERA-MALTONI, Concordati giudiziali e operazioni societarie di “riorganizzazione”, in Riv. soc., 2008, 17
- GUGLIELMUCCI, art. 124, in Lo Cascio (diretto da), Codice commentato del fallimento, Milano, 2008
- GUGLIELMUCCI, Diritto fallimentare, III ed., Torino, 2008
- GUGLIELMUCCI, L’accertamento del passivo nell’amministrazione controllata, nel concordato preventivo e nel concordato fallimentare, in Fall., 1990, 968
- GUGLIELMUCCI, La riforma in via d’urgenza della legge fallimentare, Torino, 2005
- GUGLIELMUCCI, Lezioni di diritto fallimentare, II ed., Torino, 2003
- GUIDOTTI, Misure urgenti in materia fallimentare (d.l. 27 giugno 2015, n. 83): le modifiche alla disciplina del fallimento e le disposizioni dettate in tema di proposte concorrenti, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
- GUIOTTO, Opportunità della transazione fiscale e disciplina dei crediti privilegiati insoddisfatti, in Fall., 2010, 1283
- GUIZZI F., La tutela del risparmio nella Costituzione, in Il Filangieri, 2005, 2-3-4, 171
- GUIZZI G., Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio, in Corr. giur., 2016, 745
- GUIZZI G., Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?, in Corr. giur., 2015, 12, 1485
- GUIZZI G., Riorganizzazione della società in crisi, trasferimento del controllo e disciplina del mercato societario, in Riv. dir. comm., 2012, I, 264
- HADJIEMMANUIL, Bank resolution financing in the Banking Union; Binder, Resolution: concepts, requirements and Tools, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- HADJIEMMANUIL, Bank stakeholders’ mandatory contribution to resolution financing: principle and ambiguities of bail-in, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

- HUERTAS, The case for bail-ins, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- IBBA, Gli statuti singolari, in Colombo-Portale (diretto da), Trattato delle s.p.a., VIII, Torino, 1992
- IBBA, Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (Diritto societario quo vadis?), in Riv. soc., 2016, 1026
- IBBA, Le società legali, Torino, 1992
- INZITARI, Brrd, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015), in Dir. fall., 2016, I, 634
- INZITARI, Gli accordi di ristrutturazione con intermediari finanziari e la convenzione di moratoria: deroga al principio di relatività del contratto ed effetti sui creditori estranei, in [www.fallimentiesocietà.it](http://www.fallimentiesocietà.it)
- INZITARI, La disciplina della crisi nel testo unico bancario, in AA.VV., Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, Roma, 2014, in [www.bancaditalia.it/pubblicazioni/index.html](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/index.html)
- IUDICA, Cessione dei beni ai creditori (voce), in Dig. disc. priv., II, Torino, 1988
- IUDICA, Clausole di continuazione della società con gli eredi dell'accomandatario, in Riv. dir. civ., 1975, II, 208
- JAEGER, "Par condicio creditorum" in Giur. comm., 1984, I, 88
- JAEGER, Crisi delle imprese e poteri del giudice, in Giur. comm., 1978, I, 875
- JAEGER, Il voto divergente nella società per azioni, Milano, 1976
- JAEGER, L'interesse sociale, Milano, 1963, (rist.: Milano, 1972)
- JAEGER, La nozione di impresa dal codice allo statuto, Milano, 1985
- JAEGER-DENOZZA-TOFFOLETTO, Appunti di diritto commerciale, Milano, 2006
- JOOSEN, Bail in mechanisms in the bank recovery and resolution directive, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- JORIO, Il controllo del tribunale in sede di ammissione alla procedura. Controllo di merito e di legittimità. La fattibilità del piano, in Jorio-Fabiani (diretto da), Il nuovo diritto fallimentare. Novità ed esperienze applicative a cinque anni dalla riforma, Bologna-Roma, 2010
- JORIO, La crisi d'impresa, in Il fallimento, Milano, 2000
- JORIO, Le soluzioni concordate della crisi dell'impresa tra 'privatizzazione' e tutela giudiziaria, in Fall., 2005, 1453

- LA LICATA, La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza, Torino, 2008
- LA MALFA, Aumento di capitale e delega al consiglio”, in Buttarò-Patroni Griffi (a cura di), La Seconda Direttiva CEE in materia societaria, Milano, 1984
- LAMANDINI, Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni, in Banca, borsa e titoli di credito, 2003, I, 519
- LAMANDINI, Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali, Bologna, 2001
- LANDI-ONADO, La funzione economica del sistema finanziario e delle banche, in Onado (a cura di), La banca come impresa, Bologna, 2004
- LANFRANCHI, Civile giurisdizione e procedure concorsuali, in Corr. giur., 2007, 879
- LASCARO, Il concordato nelle procedure concorsuali amministrative, Padova, 2000
- LAVIOLA-LOIACONO-SANTELLA, Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie: un’analisi comparata dell’applicazione del bail-in, in Bancaria, 2015, 11, 46
- LENER, Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari, in Banca, borsa e titoli di credito, 2016, I, 287
- LENER, Bail-in: una questione di regole di condotta? Scritto per il Convegno “Salvataggio bancario e tutela del risparmio”, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)
- LENER, Risoluzione e aiuti di Stato. Alcuni orientamenti della Commissione Europea a confronto, in Analisi giur. ec., 2016, 2, 581
- LIBERTINI, Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “istituzionalismo debole”, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it)
- LIBONATI, Contratto bancario e attività bancaria, Milano, 1965
- LIBONATI, Crisi dell’imprenditore e riorganizzazione dell’impresa, già in Riv. dir. comm., 1981, I, 231 ss., ora in Libonati, Scritti in materia di impresa e società, Padova, 2012
- LIBONATI, Crisi societaria e governo dei creditori, in Dir. e giur., 2007, 10
- LIBONATI, Diritto commerciale. Impresa e società, Milano, 2005
- LO CASCIO, Concordato preventivo e maggioranze previste per l’approvazione della procedura, in Fall., 2007, 49

- LO CASCIO, Il concordato preventivo e le altre procedure di crisi, IX ed., Milano, 2015
- LO CASCIO, Il concordato preventivo, IV ed., Milano, 1997
- LO CASCIO, Il nuovo concordato preventivo e altri filoni giurisprudenziali, in Fall., 2006, 582
- LO PÒ, I nuovi strumenti ibridi di capitale tra implicazioni regolamentari e questioni di diritto societario, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)
- LOLLI, La crisi delle banche ed i possibili rimedi tra patrimonio di vigilanza e regole di trasparenza, in Contr. e Impr., 2013, 158
- MACCARONE, artt. 96-96quater, in Belli-Contento-Patroni Griffi-Porzio-Santoro (a cura di), Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385. Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, II, Bologna, 2003
- MACCARONE, I sistemi di garanzia dei depositi nel contesto regolamentare europeo, Relazione al Convegno “Meccanismo Unico di Risoluzione: sfide e opportunità per il sistema bancario italiano”, Siena 13 maggio 2016, in [www.disag.unisi.it](http://www.disag.unisi.it)
- MACCARONE, Sulla nozione giuridica dell’attività bancaria, in Bancaria, 1965, 939
- MACCHIATI, L’interesse pubblico nella regolamentazione finanziaria. Lezioni della recente crisi e problemi aperti, in Mercato, conc. e regole, 2009, II, 223
- MAFFEI ALBERTI, Prestiti postergati e liquidazione coatta amministrativa, in Portale (a cura di), Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricordo al mercato, Milano, 1983
- MAGAZZÙ, Novazione (voce), in Enc. dir., XXVIII, Milano, 1978
- MAIMERI-PIERRI, art. 1834, in Gabrielli (diretto da), Commentario del Codice civile, Torino, 2011
- MANARA, Delle società ed associazioni commerciali: trattato teorico pratico, I, Torino, 1902-1906
- MANDRIOLI, Struttura e contenuti dei “piani di risanamento” e dei “progetti di ristrutturazione” nel concordato preventivo e negli accordi di composizione stragiudiziale delle situazioni di “crisi”, in Bonfatti-Falcone (a cura di), Le nuove procedure concorsuali per la prevenzione e la sistemazione delle crisi di impresa, Milano, 2006
- MANENTE, Il concordato Parmalat: materiali per un dibattito, in Dir. fall., 2004, I, 1346
- MARASÀ, La Seconda direttiva CEE in materia di società per azioni, in Riv. dir. civ., 1978, II, 870

MARCHETTI, Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, in Banca, borsa e titoli di credito, 1994, I, 489

MARCUCCI, Crisi bancarie e diritti degli azionisti, in Tombari (a cura di), Diritto societario e crisi d'impresa, Torino, 2014

MARGHERI, Delle società e delle associazioni commerciali, in Bolaffio-Vivante (coordinato da), Il Codice di commercio commentato, Torino, 1929

MARINI, Il caso Northern Rock: il consolidarsi del nuovo paradigma proprietario nel diritto privato europeo, in Riv. dir. comm., 2014, II, 493

MARROLLO, Le classi di creditori nel concordato preventivo alla luce del d.lgs. 12 settembre 2007, n. 169, in Fall., 2008, 1460

MARTORANO F., Debito per conferimento in società e compensazione, in Foro it., 1953, I, c. 831

MAUGERI, Partecipazione sociale e attività d'impresa, Milano, 2010

MAUGERI, Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni, in Riv. dir. comm., 2014, I, 93

MAZZONI, Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo, in Balzarini-Carcano-Ventoruzzo (a cura di), La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive: Atti del convegno internazionale di studi: Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007

MAZZONI, L'impresa tra diritto ed economia, in Riv. soc., 2008, 649

MERUSI, art. 47, in Branca (a cura di), Commentario della Costituzione, III, Bologna, 1980

MERUSI, La tutela dei depositanti: dalla riserva obbligatoria al Fondo interbancario di garanzia, in Note economiche, 1986, 3-4, 233

MESSINEO, Contratto nei rapporti col terzo (voce), in Enc. dir., X, Milano, 1962

MICCIO, Cessione dei beni ai creditori, in Enc. dir., VI, Milano, 1969

MICCIO, La cessione dei beni nel concordato, Milano, 1953

MICHAELIDES, Cyprus: From Boom to Bail-In ; Zenios, Fairness and Reflexivity in the Cyprus Bail-In, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

MICHAELIDES, What happened in Cyprus?, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

MIGNOLI, L'interesse sociale, in Riv. soc., 1958, 746

MINERVINI, Banca, attività bancaria, contratti bancari, in Banca, borsa e titoli di credito, 1962, I, 315

- MINERVINI, Il “ristoro” ex d.m. 27 settembre 1974 e il fondo interbancario di tutela dei depositi, in *Giur. comm.*, 1990, I, 5
- MINERVINI, In tema di estinzione di società di capitali, in *Giur. it.*, 1952, I, 1, 880
- MIOLA, La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive, in *Riv. soc.*, 2012, 237
- MIOLA, Profili del finanziamento dell'impresa in crisi tra finalità di risanamento e doveri gestori, in *Impresa e mercato - Studi dedicati a Mario Libertini*, III, Milano, 2015
- MIOLA, Riduzione e perdita del capitale di società in crisi: l'art. 182 sexies l.fall. Parte prima. La sospensione delle regole sulla riduzione del capitale sociale, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 171
- MIOLA, Riduzione e perdita del capitale sociale di società in crisi: l'art. 182 sexies l.fall. Parte seconda. Profili applicativi e sistematici, in *Riv. dir. civ.*, 409
- MOLLE, I contratti bancari, Milano, 1981
- MOLLE, La banca nell'ordinamento giuridico italiano, Milano, 1980
- MONTAGNANI, Disciplina della riduzione del capitale: impresa o legislatore in crisi?, in *Giur. comm.*, 2013, I, 754
- MONTALENTI, La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale, in *RDS*, 2011, 820
- MONTELEONE, Sullo ‘eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore’, in *Riv. dir. proc.*, 1996, 275
- MONTESANO, Il concordato stragiudiziale, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1974, I, 480
- MORERA, art. 93, in Ferro Luzzi-Castaldi (a cura di), *La nuova legge bancaria*, II, Milano, 1996
- MUNARI, Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione, Milano, 2012, 340
- MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, Torino, 2014
- NARDECCHIA, art. 177, in Jorio (diretto da) e Fabiani (coordinato da), *Il nuovo diritto fallimentare*, II, Bologna, 2006
- NARDECCHIA, Le classi e la tutela dei creditori nel concordato preventivo, in *Giur. comm.*, 2011, II, 80
- NASTASI, *Crisi bancarie e tutela dei depositanti: nuovi strumenti e linee di riforma*, Bologna, 1988

- NATOLI, L'attuazione del rapporto obbligatorio. Il comportamento del debitore, in Cicu-Messineo (già diretto da) e Mengoni (continuato da), Tratt. dir. civ. e comm., Milano, 1984
- NAVARRINI, Commentario al codice di commercio : delle società e delle associazioni commerciali, Milano, 1923
- NAVARRINI, Trattato teorico-pratico di diritto commerciale, IV, Torino, 1920-1926
- NICCOLINI, L'emissione di obbligazioni da parte delle banche, in Morera-Nuzzo (a cura di), La nuova disciplina dell'impresa bancaria, II, Milano, 1996
- NICOLÒ, Adempimento (voce), in Enc. dir., I, Milano, 1958
- NIEDDU ARRICA, Riorganizzazione societaria, risanamento dell'impresa e tutela dei creditori, in Riv. soc., 2012, 730
- NIGRO, "Privatizzazione" delle procedure concorsuali e ruolo delle banche, in Banca borsa e titoli di credito, 2006, I, 368
- NIGRO, Diritto societario e procedure concorsuali, in Abbadessa-Portale (diretto da), Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2006
- NIGRO, Gli accordi di ristrutturazione con "intermediari finanziari" e le convenzioni di moratoria, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it)
- NIGRO, Il fallimento del socio illimitatamente responsabile, Milano, 1974
- NIGRO, Il fondo interbancario di tutela dei depositi: prime riflessioni, in Dir. banc. merc. fin., 1987, I, 394
- NIGRO, La gestione delle crisi bancarie nell'ordinamento comunitario, in Dir. banc., 1990, I, 280
- NIGRO, La riforma "organica" delle procedure concorsuali e le società, in Dir. fall., 2006, I, 78
- NIGRO, Le società per azioni nelle procedure concorsuali, in Colombo-Portale (diretto da), Trattato delle s.p.a., IX, Torino, 1993
- NIGRO, Profili pubblicistici del credito, Milano, 1969
- NIGRO-VATTERMOLI, Appendice a: Diritto della crisi delle imprese, Bologna, 2016
- NIGRO-VATTERMOLI, art. 186 bis, in Nigro-Sandulli-Santoro (a cura di), Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Commento per articoli, Torino, 2014
- NIGRO-VATTERMOLI, Diritto della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali, Bologna, 2014

- NISIVOCCIA, Le procedure diverse dal fallimento nel decreto correttivo, in *Giur. comm.*, 2009, I, 110
- NORELLI, Il concordato fallimentare “riformato” e “corretto”, in *Riv. esec. forz.*, 2008, 31
- NOTARI, Le categorie speciali di azioni, in *Abbadessa-Portale (diretto da), Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2006*
- OLIVIERO, “Conversione” del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi di impresa, in *Bonelli (a cura di), Crisi di impresa: casi e materiali, Milano, 2011*
- ONADO, Aspetti economici e tecnici del capitale proprio delle banche, in *Portale (a cura di), Ricapitalizzazione delle Banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato, Milano, 1983*
- OPPO, *Adempimento e liberalità, Milano, 1947*
- OPPO, Il decreto di attuazione della II Direttiva CEE in materia di società. Rilievi sistematici, in *Riv. dir. civ.*, 1976, I, 577
- OPPO, L’impresa come fattispecie, già in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, 110 ss., ora in *Oppo, Scritti giuridici. Diritto dell’Impresa, I, Padova, 1992*
- OPPO, L’iniziativa economica, già in *Riv. dir. civ.*, 1988, I, 309 ss., ora in *Oppo, Scritti giuridici. Diritto dell’impresa, I, Padova, 1992*
- OPPO, Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 471
- OPPO, Principi, in *Buonocore (diretto da), Tratt. dir. comm., I, Torino, 2001*
- PACCHI, Il nuovo concordato preventivo (dallo stato di crisi agli accordi di ristrutturazione), in *Panzani (diretto da), Diritto fallimentare, V, Milano, 2005*
- PACCHI, La valutazione del piano di concordato preventivo: i poteri del tribunale e la relazione del commissario giudiziale, in *Dir. fall.*, 2011, I, 95
- PACIELLO, La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 156
- PAJARDI, *Manuale di diritto fallimentare, Milano, 1998*
- PALMIERI, Operazioni straordinarie “corporate” e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative, in *Fall.*, 2009, 1092
- PANTALEONI, La caduta della società generale di credito mobiliare italiano, in *Scritti vari di economia, III, Roma, 1910*
- PANZANI, Classi di creditori nel concordato preventivo e crediti postergati dei costi di società di capitali, in *Fall.*, 2009, 800



- PANZANI, Le garanzie tipiche ed atipiche nel concordato preventivo, in Fall., 2014, 505
- PATTI, Il giudice nella crisi di impresa: le ragioni di una presenza, in Fall., 2011, 261
- PATUELLI, Relazione all'Assemblea dell'Associazione Bancaria Italiana dell'8 luglio 2016, in [www.abi.it](http://www.abi.it)
- PAVONE LA ROSA, Profili di tutela degli azionisti, in Riv. soc., 1965, 1456
- PAZZAGLIA, Soluzioni concordatarie e soddisfacimento extraconcorsuale del creditore, in Dir. fall., 1992, I, 551
- PELLEGRINO, L'accertamento del passivo nelle procedure concorsuali, Padova, 1992
- PENTA, L'abuso dello strumento concordatario, in Dir. fall., 2014, I, 116
- PERLINGIERI P., Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento (artt. 1230-1259), in Scialoja-Branca (a cura di), Commentario del codice civile, Bologna-Roma, 1975
- PERLINGIERI P., Il fenomeno dell'estinzione nelle obbligazioni, Napoli, 1995
- PERRINO, Concordato preventivo e trasformazione, in Fall., 2011, 360
- PESCATORE, Attività e comunione nelle strutture societarie, Milano, 1974, 182
- PETTITI, I titoli obbligazionari delle società per azioni, Milano, 1964
- PICCININI, I poteri del tribunale nella fase di ammissione alla procedura di concordato preventivo dopo il 'decreto correttivo', in Dir. fall., 2008, II, 551
- PISANI MASSAMORMILE, Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi, in Riv. soc., 2003, 1268
- PISANI, Le obbligazioni, in Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2007
- PISCITELLO, Il concordato preventivo tra modelli competitivi e ritorno al passato, in Corr. giur., 2016, 301
- PORTALE, "Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili" (Appunti), in Banca, borsa e titoli di credito, 1996, I, 2 ss
- PORTALE, Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata, in Riv. Soc., 1991, I, 3
- PORTALE, Dalla "pietra del vituperio" alle nuove concezioni del fallimento e delle altre procedure concorsuali, in Banca borsa e titoli di credito, 2010, I, 389
- PORTALE, Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio (Ricordo di Gian Franco Campobasso), in Banca, borsa e titoli di credito, 2004, I, 424

- PORTALE, I “finanziamenti” dei soci nelle società di capitali, in Banca, borsa e titoli di credito, 2003, I, 663
- PORTALE, La legge fallimentare rinnovata: note introduttive, in Banca, borsa e titoli di credito, 2007, I, 368
- PORTALE, La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’importanza quasi-sacramental” al ruolo di ”ferro vecchio”?, in Riv. soc., 2015, 815
- PORTALE, La ricapitalizzazione delle aziende di credito, in Portale (a cura di), Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato, Milano, 1983, 15
- PORTALE, Tra diritto dell’impresa e metamorfosi della s.p.a., in Riv. dir. civ., 2014, 145
- PORZIO, Banca e attività bancaria (voce), in Enc. dir., Aggiornamento, IV, Milano, 2000
- PORZIO, I contratti bancari, in Rescigno (diretto da), Tratt. dir. priv., XII, Torino, 1985
- PORZIO, Il governo del credito: l’ordinamento bancario tra pubblico e privato, Napoli, 1976
- PORZIO, La raccolta del risparmio: la disciplina dell’emissione di obbligazioni e di titoli di deposito delle banche, in Mezzacapo (a cura di), Studi sulla nuova legge bancaria, Roma, 1994, 55
- POSNER, La crisi della democrazia capitalista, Milano, 2010
- PREITE, Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni, in Colombo-Portale (diretto da), Trattato delle s.p.a., III, Torino, 1993, 86
- PRESTI, Il bail-in, in Banca Impresa Società, 2015, 3, 339
- PRESTI, Rigore è quando arbitro fischia?, in Fall., allegato al fasc. 1/2009, 28
- PRESTI-RESCIGNO, Corso di diritto commerciale, Bologna, 2009
- PROVINCIALI, Concordato stragiudiziale, in Noviss. Dig. it., III, Torino, 1959, 987
- PROVINCIALI, Inammissibilità della gestione e dell’affitto d’azienda nel concordato per cessione dei beni, in Dir. fall., 1952, I, 142
- PROVINCIALI, Manuale di diritto fallimentare, Milano, 1970, V ed., 2035
- PROVINCIALI, Trattato di diritto fallimentare, Milano, 1974
- RACUGNO, Concordato preventivo: il trattamento dei creditori, in Dir. fall., 2009, I, 781

- RACUGNO, Gli obiettivi del concordato preventivo, lo stato di crisi e la fattibilità del piano, in *Giur. comm.*, 2009, I, 889
- RAGO, I poteri del tribunale sul controllo della fattibilità del concordato preventivo dopo il decreto correttivo, in *Fall.*, 2008, 264
- RAGO, Il concordato preventivo dalla domanda all'omologazione, Padova, 1998
- RAGUSA MAGGIORE, Diritto fallimentare, II, Napoli, 1974
- RAMELLA, Trattato del fallimento, II, Milano, 1915
- RATHENAU, La realtà della società per azioni, in *Riv. Soc.*, 1960
- RECALDE CASTELLS, Crisi ed efficacia dei controlli sui mercati finanziari. Riflessioni sugli effetti della crisi nella regolazione del sistema finanziario, in *Riv. Soc.*, 2010, 237
- RESCIGNO M., Rapporti e interferenze tra riforma societaria e fallimentare, in Jorio (diretto da) e Fabiani (coordinato da), *Il nuovo diritto fallimentare*, II, Bologna, 2006
- RESCIGNO P., Novazione (voce), in *Noviss. Dig. it.*, XI, Torino, 1965
- RISPOLI FARINA, La disciplina europea di soluzione delle crisi bancarie. L'attuazione nell'ordinamento italiano. Profili problematici, in [www.innovazioneediritto.it](http://www.innovazioneediritto.it)
- RIVOLTA, La partecipazione sociale, Milano, 1965
- ROCCO DI TORREPADULA, Creditori e impresa nell'amministrazione straordinaria, Padova, 1994
- ROCCO, Il concordato nel fallimento e prima del fallimento, Torino, 1902
- RONDINONE, Il mito della conservazione dell'impresa in crisi e le ragioni della 'commercialità', Milano, 2012
- ROPPO, 'Par condicio creditorum' sulla posizione e sul ruolo del principio di cui all'art. 2741 c.c., in *Riv. dir. comm.*, 1981, I, 305
- ROSSANO, Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria, in *RTDE*, 2016, 11
- ROSSANO, Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione, in [www.federalismi.it](http://www.federalismi.it)
- ROSSI A., Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo (prime riflessioni) , in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
- ROSSI G., Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa, Milano, 1967
- ROSSI R., Crisi, insolvenza e ristrutturazione dell'impresa nella nuova legge fallimentare, in *Riv. dir. impr.*, 2007, 152

- ROSSI S., Intervento di chiusura al Convegno “La tutela del risparmio nell'Unione bancaria”, Roma 5 maggio 2016, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)
- ROTONDO, Il recepimento del Sistema europeo di Vigilanza finanziaria nell'ordinamento italiano; l'impatto sull'architettura di vigilanza bancaria, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2015, I, 41
- RUFFINI, *Il principio maggioritario*, Milano, 1976
- Ruiz, *La società in diritto romano*, Napoli, 1950
- RULLI, Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative, in *RTDE*, 2015, 291
- SABATELLI, Appunti sul concordato preventivo dopo la legge di conversione del d.l. n. 83/2015, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
- SACCHI, Concordato preventivo, conflitti di interessi fra creditori e sindacato dell'autorità giudiziaria, in *Fall.*, 2009
- SACCHI, Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza, in *Fall.*, 2009, 1066
- SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Milano, 1981
- SACCHI, Il conflitto di interessi dei creditori nel concordato, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014
- SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984
- SACCHI, La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria, in *Giur. comm.*, 2014, I, 304
- SALANITRO, Problemi in tema di depositi bancari, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1978, I, 188
- SALANITRO, Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2004, I, 284
- SALVADORE, *Affectio societatis*, in *Riv. dir. civ.*, 1981, I, 685
- SALVI, Della cessione dei beni ai creditori, in Scialoja-Branca (a cura di), *Commentario del codice civile*, Bologna-Roma, 1963
- SANDULLI, art. 160, in Sandulli-Nigro (a cura di), *La riforma della legge fallimentare*, II, Torino, 2006
- SANTONI, Contenuto del piano di concordato preventivo e modalità di soddisfacimento dei creditori, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2006, I, 517

SANTONI, La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza, in *Analisi giur. ec.*, 2016, 2, 517

SANTONI, Tre interrogativi sull'operazione di salvataggio delle quattro banche. Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio", in [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it)

SANTORO, Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente, in Guizzi-Paciello (a cura di), *Crisi dell'impresa e ruolo dell'informazione*, Milano, 2016, 219  
Santoro, Prevenzione e "risoluzione" della crisi delle banche, in [www.regolazione deimercati.it](http://www.regolazione deimercati.it)

SANTOSUOSSO, I tratti essenziali e l'"aggettivo" qualificante delle società per azioni. Contributo in materia di fattispecie, tipo e nozione di società, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 611

SATTA, *Diritto fallimentare*, Padova, 1996

SBRESCIA, Verso il superamento dello Stato regolatore? Poteri pubblici e mercati dopo la crisi economica internazionale, in *Riv. giur. del Mezz.*, 2011, III, 671

SCALFI, Gestione di azienda nel concordato per cessione di beni, e sua valutazione, in *Temi*, 1953, I, 40

SCARAFONI, La riforma del concordato preventivo, in *Dir. fall.*, 2005, I, 832

Schiano di Pepe, Alcune considerazioni sui poteri dell'autorità giudiziaria con riguardo al concordato preventivo, in *Dir. fall.*, 2010, II, 304

SCHIANO DI PEPE, Il concordato preventivo "con continuità aziendale" nel decreto legge 83/2012. Prime considerazioni, in *Dir. fall.*, 2012, I, 482

SCHIAVON, La nuova disciplina del concordato preventivo in seguito al decreto legge n. 35 del 2005, in *Dir. fall.*, 2005, I, 819

SCHLESINGER, L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore, in *Riv. dir. proc.*, 1995, 319

SCHLESINGER, Mancanza dell'effetto estintivo nella novazione oggettiva, in *Riv. dir. civ.*, 1958, I, 353

SCIUTO, La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica), in *Giur. comm.*, 2007, I 570

SCOGNAMIGLIO G., Tutela del socio e ragioni dell'impresa nel pensiero di Giorgio Oppo, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2012, I, 23

SEMERARO, Principio di condivisione degli oneri e tutela del risparmio. Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio", in [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it)

SERRA, *Unanimità e maggioranza nelle società di persone*, Milano, 1980

- SIMONETTO, I contratti di credito, Milano, 1953
- SOTGIA, La cessione dei beni ai creditori, in Vassalli (a cura di), Tratt. dir. civ. it., IX, Torino, 1957
- SPADA, C'era una volta la società..., in Riv. not., 2004, I, 3
- SPADA, Dalla nozione al tipo della società per azioni, in Riv. dir. civ., 1985, I, 128
- SPADA, La tipicità della società, Padova, 1974
- SPIEGELEER et al., CoCo bonds and implied CET1 volatility, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- SPINA-BIKOULA, Dal bail-out al bail-in. La BRRD e il quadro di prevenzione, gestione e risoluzione delle crisi nell'Unione Bancaria, Roma, 2015
- SPIOTTA, Legge fallimentare e codice civile: prove di dialogo – riflessioni sulle deroghe al codice civile contenute nella legge fallimentare, in Giur. it., 2016, 1020
- SPOLIDORO, Capitale sociale, in Enc. dir., Milano, 2000
- SPOLIDORO, I conferimenti in danaro, in Colombo-Portale (diretto da), Trattato delle s.p.a., I, Torino, 2004
- STANGHELLINI, art. 124, in Jorio (diretto da) e Fabiani (coordinato da), Il nuovo diritto fallimentare, II, Bologna, 2006, 1961
- STANGHELLINI, Creditori ‘forti’ e governo della crisi d’impresa nelle procedure concorsuali, in Fall., 2006, 385
- STANGHELLINI, Il concordato con continuità aziendale, in Fall., 2013, 1222
- STANGHELLINI, L’approvazione dei creditori nel concordato preventivo: legittimazione al voto, maggioranze e voto per classi, in Fallimento, 2006, 1065
- STANGHELLINI, La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee, in <http://edizionicafoscari.unive.it/media/pdf/article/ricerche-giuridiche/>
- STANGHELLINI, La struttura finanziaria della società per azioni al tempo della grande crisi, in Carcano-Mosca-Ventoruzzo (a cura di), Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore, Milano, 2016
- STANGHELLINI, Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza, Bologna, 2007
- STRAMPELLI, Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi, in Riv. soc., 2012, 605
- TARZIA GIORG., Crisi bancaria, interventi autoritativi e diritti degli azionisti, in Società, 1996, 982

TARZIA GIUS., Parità e discriminazioni tra i creditori nelle procedure concorsuali, in *Fall.*, 1984, I, 153

TEDESCHI, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2001

TERRANOVA, Concordati senza consenso: la posizione dei creditori privi di voto, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 195

TERRANOVA, Il concordato “con continuità aziendale” e i costi dell’intermediazione giuridica, in *Dir. fall.*, 2013, I, 1

TERRANOVA, Il soddisfacimento dei creditori ipotecari nella proposta di concordato preventivo, in *Riv. dir. comm.*, 1971, II, 219

TERSILLA, Soluzioni “consensuali” nei concordati: il prepackaged bankruptcy all’italiana, in *Fall.*, 2011, 776

THOLE, Bank crisis management and resolution – Core features of the bank recovery and resolution Directive, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

TOMASSO, Il concordato nella liquidazione coatta amministrativa e nell’amministrazione straordinaria dopo le riforme della legge fallimentare e la garanzia patrimoniale ex art. 2740 cc., in *Giur. comm.*, 2007, II, 448

TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi “partecipativi”*, Torino, 2000

TOMBARI, La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Riv. soc.*, 2004, 1089

TOMBARI, Principi e problemi di “diritto societario della crisi”, in *Riv. soc.*, 2013, 1138

TUCCI G., I privilegi, in *Rescigno* (diretto da), *Tratt. dir. priv.*, XIX, Torino, 1997

TULLIO, *La postergazione*, Padova, 2000

VACCHIANO, I poteri di controllo del tribunale in sede di ammissione del debitore al concordato preventivo, in *Fall.*, 2007, 1321

VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000

VASSALLI, La cessione dei beni ai creditori, in *Rescigno* (diretto da), *Tratt. dir. priv.*, XIII, Torino, 1985

VASSALLI, La prevenzione delle crisi di impresa: bilancio attuale nella legislazione italiana, proposta de jure condendo. Primi appunti, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 283

VASSALLI, *Responsabilità d’impresa e potere di amministrazione*, Milano, 1973

VASSALLI, Sottocapitalizzazione delle società e finanziamenti dei soci, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 267

- VATTERMOLI, Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti, in Banca, borsa e titoli di credito, 2011, I, 754
- VATTERMOLI, Il bail-in, in Chiti-Santoro (a cura di), L'Unione bancaria europea, Pisa, 2016
- VEGAS, Discorso all'Incontro annuale con il mercato finanziario, in [www.consob.it](http://www.consob.it)
- VELLA P., La contendibilità dell'azienda in crisi. Dal concordato in continuità alla proposta alternativa del terzo, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)
- VENDITTI, Collegialità e maggioranza nelle società di persone, Napoli, 1955
- VENDITTI, L'erede del socio a responsabilità illimitata e la continuazione della società, in Riv. dir. comm., 1953, I, 217
- VIGHI, I diritti individuali degli azionisti, Parma, 1902
- VIGNOCCHI, Il servizio del credito nell'ordinamento pubblico italiano, Milano, 1968
- VISENTINI, L'interesse pubblico al regolare svolgimento dell'attività creditizia e l'interesse sociale nelle società esercenti attività bancarie, in Banca, borsa e titoli di credito, 1975, II, 309
- VITALE, Attività intermediaria nella circolazione del bene "denaro", in Riv. dir. comm., 1963, II, 64
- VIVANTE, Trattato di diritto commerciale, II, Milano, 1929
- ZACCARIA, Novazione (voce), in Dig. civ., XII, Torino, 1995
- ZATTI, La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?, in Studi in onore di Vincenzo Atripaldi, Napoli, 2010
- ZHOU et al., From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- ZITO, Contraddizioni concettuali ed anomalie sistemiche del mercato finanziario: considerazioni minime sulla centralità della tutela del risparmiatore, in Il dir. economia, 2008, 1, 77