

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA, MANAGEMENT E ISTITUZIONI

**DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO DELL'ECONOMIA
XXVI CICLO**

LE OPERAZIONI STRAORDINARIE IN PENDENZA DI PROCEDURA CONCURSUALE

Tutor della tesi
Ch.mo Prof. Antonio Blandini

Candidato
Dott. ssa Nunzia Paola Visconti

Anno accademico 2013-2014

INDICE

CAPITOLO PRIMO

LE OPERAZIONI STRAORDINARIE NELLE PROCEDURE CONCORDSUALI

- 1.1 Il rapporto tra procedure concorsuali ed operazioni straordinarie *Pag.4*
- 2. L'individuazione delle possibili operazioni straordinarie nelle procedure concorsuali *Pag.8*
- 2.1 In particolare: le operazioni di merger & acquisition *Pag.14*
- 3. La competenza a deliberare e i limiti alla compatibilità delle operazioni straordinarie in pendenza di procedure concorsuali *Pag.15*
- 4. Il principio di intangibilità delle operazioni straordinarie e la disciplina degli effetti nei concordati *Pag.18*
- 5. La disciplina della opposizione dei creditori *Pag.22*
- 6. Concordato preventivo ed intervento notarile. La presentazione della domanda di concordato in bianco.
 - a. Profili generali *Pag.22*
 - b. Il ruolo del Notaio nella fase introduttiva del concordato *Pag.24*
- 7. Procedure concorsuali e spese delle operazioni straordinarie. *Pag.29*

CAPITOLO SECONDO

LA TRASFORMAZIONE NELLE PROCEDURE CONCORDSUALI

- 1. La trasformazione in pendenza di stato di liquidazione *Pag.32*
- 2. La trasformazione liquidativa e la trasformazione per revocare la liquidazione *Pag.33*
- 3. La trasformazione in pendenza di procedura concorsuale. *Pag.38*
- 3.1 In particolare: la trasformazione regressiva e progressiva in pendenza di procedura concorsuale. *Pag.41*
- 4. Concordato preventivo e trasformazione di società. *Pag.43*
 - a. La compatibilità *Pag.43*
 - b. La competenza in ordine al giudizio di compatibilità *Pag.44*
 - c. Le (eventuali) autorizzazioni necessarie *Pag.45*
 - d. Il particolare caso di trasformazione nel concordato di s.p.a. in s.r.l. senza ripianamento perdite *Pag.46*
 - e. Il diritto di recesso del socio non consenziente *Pag.47*
- 5. Trasformazione di società fallita *Pag.48*

CAPITOLO TERZO

LA FUSIONE NELLE PROCEDURE CONCORDATARIE

1. La fusione per la riorganizzazione delle imprese in crisi	Pag.53
1.1. La compatibilità della fusione nelle procedure concorsuali.	Pag.55
2. Il procedimento di fusione “concordataria”.	Pag.63
2.1. Il progetto di fusione.	Pag.63
2.2. La situazione patrimoniale aggiornata	Pag.65
2.3. La relazione sulla congruità del rapporto di cambio. Il deposito degli atti.	Pag.66
2.4. L’atto di fusione.	Pag.67
2.5. Gli effetti della fusione nel concordato. Le (eventuali) autorizzazioni necessarie	Pag.67
2.6. L’opposizione dei creditori	Pag.68
2.7. Il controllo sulla conformità della fusione al concordato	Pag.70
2.8. Il meccanismo condizionale.	Pag.71
2.9. Disciplina applicabile.	Pag.73
2.10. Conclusioni.	Pag.73
3. Merger Leveraged Buy-Out	Pag.74
4. Concentrazioni di imprese e crisi. <i>Il Failing firm defence</i>	Pag.79

CAPITOLO QUARTO

LA SCISSIONE E LE ALTRE OPERAZIONI STRAORDINARIE NELLE PROCEDURE CONCORDATARIE

SEZIONE PRIMA. La scissione nelle procedure concorsuali.

1. La scissione nella crisi d’impresa	Pag.85
1.1. Il caso della scissione <i>liquidativa</i> .	Pag.88
2. La scissione nel concordato	Pag.90
3. Il progetto di scissione in pendenza di procedure concorsuali.	Pag.91
4. Gli effetti giuridici della scissione nel concordato	Pag.95
4.1. In particolare: gli effetti della scissione per i creditori sociali	Pag.96

SEZIONE SECONDA. Le ALTRE operazioni straordinarie.

1. <i>Good company-Bad company approach</i>	Pag.104
2. <i>Debt-for-equity swap</i>	Pag.108
3. <i>Stealth takeovers e loan-to-own</i>	Pag.111
4. La partecipazione al capitale di rischio da parte delle imprese specializzate: il c.d. <i>Private Equity</i>	Pag.113
Bibliografia	Pag.119

Capitolo primo.

LE OPERAZIONI STRAORDINARIE NELLE PROCEDURE CONCORDATARIE

1. Il rapporto tra procedure concorsuali ed operazioni straordinarie

Le recenti riforme della Legge Fallimentare privilegiano la funzione “conservatrice” delle modalità di definizione della crisi, sia quando esse si concretano in procedure giudiziali che stragiudiziali. Nella crisi d’impresa sembra oggi imprescindibile cercare la situazione atta a salvaguardare il complesso aziendale ed il suo valore economico. Tuttavia, l’idea generale della preferenza per il mantenimento in vita dell’impresa rispetto alla liquidazione atomistica degli elementi patrimoniali si scontra con l’esperienza recente dei salvataggi delle imprese in crisi, che ha contato molti insuccessi, anche clamorosi.

La salvaguardia del complesso aziendale e la continuazione dell’attività è stata resa più facile grazie all’utilizzo, nelle procedure di composizione della crisi d’impresa, di particolari istituti giuridici con i quali si può operare sulla titolarità e sulla struttura organizzativa dell’impresa, le cd. *operazioni straordinarie d’impresa*¹.

Fino alla riforma del diritto societario tali strumenti sono stati scarsamente utilizzati sia in ambito “concorsuale” che le tra imprese *in bonis*. Il d. lgs. n. 6/2003, non solo disciplina, ma *liberalizza* e incentiva il ricorso a tali istituti, anche nel campo della composizione della crisi d’impresa.

La disciplina in tema di operazioni straordinarie si apre con l’articolo 2499 c. c. secondo il quale può procedersi a trasformazione anche in pendenza di procedura concorsuale, purché non vi siano incompatibilità con le finalità o lo stato della stessa. La dottrina prevalente² ritiene che il 2499 c.c., pur trovando spazio nella disciplina di una soltanto delle tre operazioni straordinarie “corporative”³, assurga a principio generale, contemplando la possibilità di effettuare qualsiasi delle tre operazioni straordinarie in pendenza di procedure concorsuali, nel rispetto dei limiti previsti da tale articolo.

Come poc’anzi anticipato, fino alla riforma del diritto societario, le operazioni straordinarie erano quasi pacificamente considerate precluse dalla pendenza di procedure concorsuali sia di tipo “dissolutivo” che “conservativo”, sulla base della considerazione che tali operazioni comportano un’alterazione oggettiva e soggettiva

¹ Palmieri G., *Operazioni Straordinarie “corporative” e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*, in *Il Fallimento*, 2009, n. 9, p. 1093.

² Si segnala in particolare Santosuosso D.U., *Commento all’art. 2499*, in AA.VV. (a cura di) G. Niccolini e A. Stagno d’Alcontres, *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, p. 1906 e ss.

³ Cremona G., Monarca P. e Tarantino N., *Manuale delle operazioni straordinarie*, Milano, 2009. p. 3 ss.

della società inconciliabile con la pendenza delle stesse⁴. Tale orientamento sfociò, in sede di attuazione delle direttive comunitarie in tema di fusione e scissione⁵, nelle vecchie formulazioni dell'articolo 2501, comma 2, e dell'articolo 2504-*septies*, comma 2 c. c., norme che vietavano espressamente alle società sottoposte a procedura concorsuale di procedere alle operazioni *de quibus*, (e si riteneva che tale divieto fosse da estendere anche alla trasformazione). La riforma del diritto societario ha neutralizzato il divieto introdotto con il recepimento della direttiva comunitaria, inserendo nella disciplina relativa alla trasformazione, nel Capo X del Libro V del Codice Civile, l'articolo 2499, il quale ha spianato la strada all'utilizzo delle straordinarie nelle procedure concorsuali, sottintendendo l'utilizzo a fini risanatori e riorganizzativi di tali istituti.

Le riforme intervenute nella disciplina concorsuale hanno poi fugato ogni dubbio circa l'incompatibilità in questione. A tal proposito occorre fare riferimento:

- a) nella disciplina del fallimento,
 - a. agli artt. 104-*bis* e 105 L. F., che rispettivamente regolano, nell'ambito della fase della liquidazione dell'attivo, l'affitto e la vendita dell'azienda o di suoi rami nonché la cessione di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco⁶;
 - b. all'art. 124 L. F., che nel regolare il contenuto della proposta di concordato fallimentare, dispone che questa può prevedere *“la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma anche mediante cessione dei beni, accollo o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari o titoli di debito”*⁷;
- b) nella disciplina del concordato preventivo, all'art 160 L. F., che in tema di contenuto della proposta di concordato riprende in maniera pressoché identica la disciplina dettata in materia di concordato fallimentare, poco sopra riportata⁸;
- c) nella disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi,

⁴ Tra le sentenze più recenti, Tribunale di Catania, 20/07/1995 ; Tribunale di Bologna, 07/12/1995

⁵ L'art. 1, comma 3 Direttiva 9 ottobre 1978, n. 78/855/CEE (c.d. terza Direttiva in materia societaria), recepita con il d.lgs. n.22/1991, consentiva ma non obbligava i singoli Paesi a vietare la partecipazione di società sottoposte a procedura concorsuale ad operazioni di fusione; identica disciplina era dettata per la scissione a norma dell'art. 1, comma 4 Direttiva 17 dicembre 1982, n. 82/891/CEE

⁶ Fimmanò F., *Commento all'art 104-bis e all'art. 105*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2007, p. 1734 e ss. e p. 1626 e ss.

⁷ Stanghellini L., *Commento all'art. 124*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, cit., p. 1960 e ss.

⁸ Brugger G., *Commento all'art. 160*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, cit., p. 2315 e ss.

- a. all'art 56 d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270, che indica come possibile contenuto del programma predisposto dal commissario straordinario o la “cessione dei complessi aziendali” o “la ristrutturazione dell’impresa” con “previsioni di ricapitalizzazione e di mutamento degli assetti imprenditoriali”;
- b. all'art. 4-*bis* d.l. 23 dicembre 2003, n. 347, convertito con modificazioni nella l. 18 febbraio 2004, n. 39 (c.d. Decreto Marzano), che in tema di concordato straordinario prevede, anticipando negli intenti la disciplina dei concordati fallimentare e preventivo, che lo stesso stabilisca *la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei creditori (...)* anche mediante *accollo, fusione o altra operazione straordinaria* eventualmente prevedendo, come per gli altri due concordati, l’attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari o titoli di debito;
- c. all'art. 4-*quinques* d.l. 23 dicembre 2003, n. 347, aggiunto dal d.l. 28 agosto 2008, n. 134, convertito con modificazioni nella l. 27 ottobre 2008, n. 166 (c.d. Decreto Alitalia), che fa riferimento, onde esonerarle dalla necessità di autorizzazione delle autorità antitrust, a *operazioni di concentrazione*⁹.

Nonostante i copiosi riferimenti ad operazioni straordinarie o istituti assimilati, il ricorso a tali soluzioni non è stato così diffuso per il difficile coordinamento del diritto societario e fallimentare. Gli aspetti più critici riguardano la competenza a decidere (permane quella degli organi sociali o è sostituita da quella degli organi della procedura?); la decorrenza degli effetti (come si conciliano i diversi regimi di efficacia delle operazioni straordinarie secondo il codice civile e, ad esempio, dei concordati secondo la legge fallimentare?); la tutela dei creditori (trovano piena applicazione le norme sull’opposizione dei creditori nella fusione e nella scissione?)¹⁰.

⁹ Manente D., *Dalla “legge Marzano” al d.l. n. 134/2008: note minime sulle modifiche alla procedura di ristrutturazione industriale di grandi imprese in stato di insolvenza nel caso “Alitalia”*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2008, Vol. Parte II, n. 6, p. 516-526; Lo Cascio G., *Gruppo Alitalia: conversione del decreto legge sull’insolvenza*, in *Il Fallimento*, 2008, n. 12, p. 1365-1369 e *Insolvenza Alitalia: nuova versione dell’amministrazione straordinaria*, in *Il Fallimento*, 2008, n. 10, p. 1115-1120.

¹⁰ Su tali questioni più ampiamente nei paragrafi successivi.

2. L'individuazione delle possibili operazioni straordinarie nelle procedure concorsuali

L'espressione *operazioni straordinarie*, che il diritto sostanziale non definisce e la disciplina codicistica non enuncia, identifica tutti gli atti o procedimenti finalizzati alla riconfigurazione della struttura essenziale dell'azienda per adeguare la stessa alle mutate esigenze dell'impresa. Si tratta dunque di una categoria elastica che include sia contratti che si limitano a determinare un mutamento della titolarità dell'azienda attraverso il suo trasferimento o la cessione dei suoi rami o parti rilevanti (vendita, affitto, conferimento d'azienda, cessione di pacchetti azionari di controllo), sia le modificazioni strutturali dell'organizzazione societaria quali la trasformazione, la fusione e la scissione di società che rappresentano operazioni straordinarie di natura "corporativa"¹¹.

Il concetto di *operazione straordinaria* è stato mutuato dalle scienze aziendalistiche. In particolare, seguendo una classificazione proposta in dottrina¹², ha senso individuare due categorie distinte di operazioni straordinarie: quelle su base contrattuale, ovvero: affitto e vendita d'azienda, vendita e permuta di partecipazioni sociali; quelle su base corporativa, oggetto del Capo X del Libro V, del Lavoro del Codice Civile: trasformazione, fusione e scissione.

Sembra, però, doveroso rilevare che il Capo III del Titolo III del T.U.I.R. (D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, "Approvazione del testo unico delle imposte sui redditi") annovera tra le operazioni straordinarie, oltre alla trasformazione, fusione e scissione di società anche i conferimenti di aziende o di partecipazioni di controllo e di collegamento e gli scambi di partecipazioni¹³.

La riforma dei concordati giudiziali prevede attualmente l'utilizzo di un ampio arsenale per risanare e ristrutturare l'impresa in crisi. Quando nel piano di risanamento si parla di ristrutturazione si fa riferimento a due aspetti che sono strettamente interconnessi: la ristrutturazione finanziaria e la ristrutturazione societaria.

¹¹ Palmieri G., *op. cit.* p. 1092.

¹² Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *op. cit.* p. 3 ss.

¹³ Con particolare riferimento al c.d. *credit-equity swap*, vale a dire la trasformazione in capitale di tutta o parte dell'indebitamento, è oggi di comune attuazione il piano ai sensi del quale i creditori acconsentono, nel quadro degli accordi tendenti al superamento della crisi, a convertire i propri crediti in capitale oppure a cedere detti crediti a terzi investitori che poi effettuano detta "conversione". Qualora tale tipo di accordo coinvolga una banca, tuttavia, lo stesso dovrà essere soggetto alle Istruzioni di Vigilanza emanate della Banca d'Italia.

La ristrutturazione finanziaria si propone di stabilire un accordo con gli attuali e i nuovi *stakeholders* per garantire all'impresa una struttura finanziaria che le possa consentire il servizio delle proprie obbligazioni e allo stesso tempo il sostegno al Piano industriale fino a quando non si sarà normalizzata la situazione, cioè finché non si arriverà ad uno stato di creazione di valore.

La ristrutturazione societaria comprende tutte quelle operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, trasformazioni, disinvestimenti, scorpori di rami d'azienda, cessioni di quote di società controllate e, nella fase finale del *turnaround* anche eventuali alleanze con aziende terze) utilizzate allo scopo di recuperare mezzi finanziari e riassetare e valorizzare quanto di sano si ha a disposizione.

I due aspetti sono vicendevolmente necessari nell'esecuzione della strategia di risanamento, per cui si può ben comprendere che l'impossibilità di svolgere una delle due fasi costituisce un possibile impedimento all'esecuzione dell'intero piano. Una delle maggiori fonti di frizione è rappresentata dalla necessità di considerare le posizioni e gli orientamenti strategici diversi di ciascun *stakeholder*, mentre la ristrutturazione societaria dipende strettamente dalle decisioni degli azionisti e del vertice aziendale, espressione di un punto di vista comune approntato prima di proporre piani di risanamento.

Gli strumenti a disposizione attualmente per far fronte alla crisi, ricavabili dalle fonti normative riguardanti la disciplina fallimentare e dell'amministrazione straordinaria delle imprese in crisi (in particolare artt. 124 e 160 L. F., artt. 56 e 78 d.lgs. n. 270/1999, art. 4bis d.l. n. 347/2003), sono ad oggi: la rinegoziazione dei debiti, anche mediante emissione di obbligazioni (ordinarie e convertibili) e di altri strumenti finanziari; la ricapitalizzazione della società ad opera dei soci e/o di terzi; la conversione dei debiti in capitale mediante sottoscrizione riservata ai creditori (o a società da questi partecipate); le operazioni straordinarie (trasformazione, fusione con altra società dotata di adeguati mezzi patrimoniali e finanziari, scorporo dell'azienda, scissione finalizzata alla costituzione di nuove società o al trasferimento delle attività e del patrimonio per gli scopi del concordato)¹⁴. È consentito, ulteriormente, che il concordato abbia ad oggetto

¹⁴ L'ampia e generica formulazione degli artt. 124 e 160 L. F. riprende la Sect. 1123 (*Contents of plan*) del *Bankruptcy Act* del 1978, nella quale sono elencati una serie di "*adequate means for plan's implementation*" tra cui "*B) transfer of all or any part of the property of the estate to one or more entities, whether organized before or after the confirmation of such plan; C) merger or consolidation of the debtor with one or more persons; D)...distribution of all or any part of the property of the estate among those having an interest in such property; F) cancellation or modification of any indenture or similar instrument; G) curing or waiving of any default; H) extension of a maturity date or a change in an interest rate or other term of outstanding securities; I) amendment of the debtor's charter; J) issuance of*

l'assegnazione ai creditori dei titoli risultanti da tali operazioni "in luogo" della soddisfazione pecuniaria, producendo così un radicale mutamento degli assetti proprietari¹⁵.

La riorganizzazione dell'impresa in crisi può essere vista, infatti, come una *vendita virtuale* dell'impresa a favore degli *stakeholders* interessati dalla crisi o dalla insolvenza, riferendosi come corrispettivo al valore futuro della società tornata *in bonis*. Non si tratta, naturalmente, di un processo libero e totalmente privo di regolamentazione, bensì di una successione articolata di atti giudiziali o negoziali con cui si persegue l'obiettivo di monitorare e normalizzare il trasferimento di valore che si produce per effetto del concordato tra i creditori e i terzi partecipanti all'operazione. Il grado di coinvolgimento dei creditori e dei terzi nel progetto di risanamento, promozione e riallocazione del valore dell'impresa, dipende naturalmente dai contenuti del piano. Con riguardo ai creditori sociali, la partecipazione a tale processo può manifestarsi soprattutto qualora il piano preveda: il differimento e la subordinazione del pagamento dei debiti concordatari all'esito delle operazioni societarie di ristrutturazione dell'impresa in crisi; l'attribuzione in soddisfacimento ai creditori di azioni, obbligazioni, titoli atipici, opzionali o di quote della società ristrutturanda o di società collegate; l'assunzione dei debiti da parte di altra società (preesistente o neo-costituita, partecipata dai creditori o estranea, conferitaria o incorporante o risultante dalla fusione o scissione ovvero co-proponente esterna al concordato), che acquisisce, in tutto o in parte, a diverso titolo, una serie di elementi patrimoniali attivi della società¹⁶.

Soltanto in alcuni di questi casi i creditori assumono, direttamente o indirettamente, una partecipazione nella società ristrutturanda.

Per quanto concerne i terzi imprenditori/finanziatori interessati a portare avanti l'attività d'impresa, e non soltanto a monetizzarne gli *assets*, la partecipazione al processo di risanamento avrà luogo tramite l'intervento nel "capitale economico" (sia di credito che di rischio), ovvero sia con l'acquisto o la sottoscrizione riservata di azioni, obbligazioni, quote, titoli di debito e altri strumenti finanziari, o, altrimenti, tramite operazioni più complesse (tra cui fusioni, scorpori o scissioni) con l'obiettivo più "drastico" di

securities of the debtor, or of any entity referred to in subparagraph (B) or (C) of this paragraph, for cash, for property, for existing securities, or in exchange for claims or interests, or for any other appropriate purpose".

¹⁵ Ferri Jr., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, 2006, p. 747 e ss.

¹⁶ Guerrero F., *Il "nuovo" concordato fallimentare*, in *Banca, borsa*, 2006, I, p. 580 e ss.

riorganizzare l'impresa, solitamente in accordo con i soci e rispettando le pretese dei creditori.

Tutte le modalità utili ad attuare una riorganizzazione devono avere un legame intenso con il piano di risanamento nel senso che: 1) o sono essenziali per la sua esecuzione complessiva, al pari di altri atti dispositivi, solutori o costitutivi di garanzie: in questo caso si tratta soltanto di un nesso attuativo, nel senso che l'operazione serve a realizzare il piano, volto al superamento della crisi o alla rimozione dello stato d'insolvenza; 2) o sono considerati concretamente praticabili in dipendenza degli accordi stragiudiziali raggiunti con taluni creditori: in questo caso può trattarsi anche di un nesso di carattere condizionale, nel senso che la disponibilità all'operazione è subordinata all'ottenimento effettivo di determinati vantaggi transattivi, che la rendono conveniente¹⁷.

L'intervento sugli attivi ha come fine la produzione di un ammontare di liquidità addizionale rispetto a quanto generato dalla gestione corrente. Tale liquidità si rende necessaria sia per attuare piani credibili di rientro dell'esposizione debitoria nei confronti dei creditori aderenti al piano, sia per destinare la liquidità al potenziamento delle aree di business su cui si concentrerà l'attività dell'azienda dopo la ristrutturazione. In questo senso, la dismissione e la liquidazione di cespiti e/o di aree di *business* ritenute non suscettibili di recupero, o comunque il cui recupero rappresenti un'attività antieconomica, sono complementari agli interventi di riprogettazione della struttura finanziaria dell'impresa *in distress*. In altre parole, le operazioni di *asset restructuring*, non possono considerarsi degli interventi di ristrutturazione finanziaria in senso stretto, ma non vi è dubbio che tali interventi vadano a produrre, più o meno istantaneamente, degli effetti sulla struttura finanziaria, modificandola sia sotto il profilo qualitativo che sotto il profilo quantitativo.

Gli interventi di *asset restructuring* possono posizionarsi su tre livelli differenti per intensità e per impatto sulla struttura finanziaria esistente.

Al primo livello si pongono tutti gli interventi di razionalizzazione delle combinazioni "prodotto/mercato/tecnologia" nelle quali i responsabili del salvataggio, hanno ritenuto opportuno concentrare le risorse dell'impresa. La razionalizzazione degli attivi presuppone l'individuazione e la valutazione a monte, da parte di chi propone l'intervento e dei suoi *advisors*, delle aree d'affari da considerare strategiche, alla luce del nuovo indirizzo che si vuole dare all'azienda, e quindi da mantenere, e delle aree d'affari da dismettere perché estranee a tale indirizzo. Si tratta di interventi che mirano

¹⁷ Guerrera F., *op. cit.*, p. 593 e ss.

ad individuare tutte le ipotesi di azione in grado di migliorare i livelli di margine operativo lordo e quelli destinati a comprimere la dinamica del capitale circolante netto, cioè le due variabili responsabili del valore assunto dal flusso monetario generato dalla gestione corrente. Gli interventi di razionalizzazione possono prevedere diverse alternative quali: riprogettazione del *layout*, azione sulle linee di prodotto, azione sulle politiche promozionali e distributive e così via, alternative che, peraltro, prevedono il possesso, da parte del soggetto che le pone in essere, di una buona competenza industriale. Gli effetti sugli attivi aziendali sono generalmente mediati e possono essere apprezzati indagando la dinamica delle voci del capitale circolante, in particolare, dei crediti commerciali, delle scorte e dei debiti di fornitura.

Il secondo livello di interventi, si concretizza nella dismissione di cespiti patrimoniali. Si tratta di interventi più radicali rispetto ai primi, che producono immediatamente i propri effetti sulla struttura degli attivi dello stato patrimoniale. Tali cessioni non nascono come decisione autonoma, bensì come conseguenza immediata del ridimensionamento della gestione operativa. I casi più frequenti riguardano l'eliminazione di linee di prodotti in perdita o con margini ridotti, l'esternalizzazione della produzione di alcune sue fasi o di altre attività, la dismissione di impianti non più strumentali con conseguente realizzo, la dismissione di cespiti immobiliari, tendenza che negli ultimi anni si è configurata come un'ulteriore opportunità di generare nuova ricchezza, la dismissione di titoli azionari e/o obbligazionari posseduti dall'impresa.

Il terzo livello di interventi rientra nell'area della finanza straordinaria. Nell'ambito di tale tipologia di interventi rientrano tutte quelle operazioni che, secondo diverse modalità, modificano in misura sensibile la configurazione globale dell'impresa in termini di aree strategiche d'affari presidiate direttamente o tramite partecipazioni in altre imprese. Essi sono raggruppabili in: operazioni di dismissione di singole attività ed operazioni di dismissione di aree di business. Nel primo caso, la differenza rispetto alle azioni considerate nel secondo livello risiede nel fatto che, in questo caso, la vendita di cespiti è prevista fin dall'avvio del piano di risanamento come decisione autonoma e non come conseguenza diretta o mediata di altre azioni individuate nel piano di ristrutturazione. Le operazioni di cui si discute comprendono l'alienazione di cespiti, la vendita del patrimonio immobiliare¹⁸ e la cessione del portafoglio di valori immobiliari¹⁹.

¹⁸ La vendita delle immobilizzazioni è venuta assumendo nel corso degli ultimi anni un significato del tutto particolare nell'ambito delle strategie di "creazione del valore". La dismissione di cespiti

Nel secondo caso invece, l'azione degli operatori del risanamento si concentra sulla ridefinizione del campo d'azione dell'impresa. Tali operazioni si concretizzano: nella cessione di partecipazioni non strategiche; nella cessione di aree d'affari non rientranti nel *core business* dell'azienda, (in altre parole non rientranti nel perimetro di attività che l'impresa ha scelto di darsi per il futuro); nella cessione a terzi, ovvero nella liquidazione di rami d'azienda previamente scorporati e così via.

La finanza in questi casi assume significati "strategici", allorché si passa da atti di disposizione sulle singole attività alle eliminazioni di intere aree strategiche d'affari, cioè di complessi coordinati di risorse. La rilevanza di interventi sulle partecipazioni o sulle aree strategiche d'affari è intuitiva: tali operazioni da un lato contribuiscono a generare liquidità da destinare al risanamento, dall'altro lato, esse costituiscono una premessa indispensabile per la gestione futura dell'impresa, essendo finalizzata a ridisegnare il portafoglio di aree strategiche dell'azienda. In genere, tale ridisegno assume la forma di un ridimensionamento del campo.

Va sottolineato che tali azioni non devono essere considerate come un'occasione di svendita di tutto quanto sia cedibile in tempi brevi. La rilevanza e la complessità di questo punto, sta nel fatto che, se da un lato la vendita di attivi genera liquidità ed è quindi, insieme all'azione coordinata sul passivo, funzionale alla prosecuzione dell'attività d'impresa che versa in stato di crisi, dall'altro la cessione indiscriminata di *asset* finisce per privare l'impresa risananda della dotazione minimale di attività necessaria per poter garantire la prosecuzione futura della gestione, pur considerando che la gestione sarà fortemente ridimensionata delle azioni di sfoltimento del portafoglio business. Mentre in altri Paesi, Stati Uniti e Gran Bretagna, in particolare, sono molto più frequenti i casi di ristrutturazione volontaria, allo scopo di prevenire la crisi, nel nostro Paese il ritorno al *core business* è innescato forzatamente da condizioni di crisi che non permettono una continuazione fisiologica dell'attività dell'impresa.

Fra le altre operazioni di finanza straordinaria, è dato annoverare le fusioni per incorporazione, e più in generale le operazioni di fusione ed acquisizione e l'intervento

immobiliari è venuta a configurarsi come un'opportunità di generare nuova ricchezza. Oggetto della dismissione possono essere, sia cespiti non ritenuti strumentali allo svolgimento dell'attività tipica dell'azienda, pertanto cedibili senza compromettere quest'ultima; cespiti "strategici" o strumentali all'attività caratteristica, che successivamente vengono "ripresi in *leasing*" dall'azienda cedente, la quale assume l'impegno di riacquistarli ad una scadenza predeterminata (*sale and lease back*).

¹⁹ Si tratta di altre attività sulle quali è possibile agire rapidamente al fine di recuperare liquidità. Se i titoli presenti nel portafoglio dell'impresa hanno un vasto mercato, gli stessi potranno essere ceduti senza particolari difficoltà e in tempi relativamente brevi. I proventi generati dalla cessione, spesso sono destinati a rimborsare i prestiti di cui i titoli stessi costituivano garanzia collaterale.

sulla struttura proprietaria dell'impresa. Alle prime si ricorre frequentemente nei piani di risanamento come metodo per razionalizzare l'articolazione della struttura organizzativa dell'azienda o del gruppo. Eliminati a stralcio o per cessione gli *assets* estranei all'attività caratteristica e quelli non strategici, può rendersi opportuna una riorganizzazione del gruppo attraverso l'eliminazione delle *sub-holding* che sono state *svuotate* dalle operazioni di dismissione. Tale esemplificazione avviene con la fusione per incorporazione della/e *sub-holding* stessa/e nella *holding* capogruppo. Gli effetti finanziari di una fusione per incorporazione sono da ricondurre alla semplificazione delle strutture del gruppo (accorciamento della catena di controllo), all'eliminazione della duplicazione di alcune funzioni (direzione generale e altri organi di staff) e al conseguente risparmio di costi che da tali effetti possono scaturire.

Le seconde, rappresentano delle soluzioni di ristrutturazione della compagine proprietaria cui spesso si ricorre nell'ambito dei processi di risanamento. Si tratta di operazioni, che non possiamo definire di ristrutturazione finanziaria in senso stretto, ma che inevitabilmente finiscono per riverberare i propri effetti sulla struttura finanziaria, in particolar modo sul patrimonio netto.

2.1 In particolare: le operazioni di *merger & acquisition*

Con l'espressione anglo-sassone "*merger & acquisition*" (*M&A*), di norma s'intende indicare le operazioni di fusione ed acquisizione e, più in generale, l'insieme di operazioni che producono, quale effetto finale, la modificazione in maniera permanente della struttura proprietaria di una o più imprese. In una visione più allargata, le operazioni di *merger & acquisition*, includerebbero un'ampia gamma di interventi sugli assetti societari fra cui: le fusioni; le scissioni; gli scorpori, meglio conosciuti come *spin-off*²⁰, i conferimenti "multipli", conosciuti come *split-off* e gli *equity carve-out*. Con il termine *spin-off*, s'intende la separazione dalla azienda-madre di una linea di *business* alla quale si assegna un'autonomia giuridica e gestionale. Con il termine *split-off* s'intende lo scorporo di una pluralità di rami d'azienda dalla società originaria, dando vita a più società. Sia lo *spin-off* che lo *split-off* hanno come tratto distintivo il fatto di produrre degli scambi di *assets* tra i soggetti che partecipano all'operazione:

²⁰ Sul punto approfonditamente, Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino, 2009.

nello *split-off* il conferimento degli *assets* dalla casa madre alle neo-costituite società è plurimo, mentre nello *spin-off* è unico. L'*equity carve-out* è una particolare tipologia di *spin-off* posta in essere soprattutto allo scopo di ottenere risorse finanziarie dal mercato, attraverso il conferimento di un ramo aziendale in un veicolo societario destinato ad essere ammesso alla quotazione in borsa. Si tratta di operazioni che hanno un carattere straordinario, nel senso che sono poste in essere al fine di realizzare obiettivi che non rientrano tra quelli normalmente assegnati alla finanza ordinaria, ossia, l'acquisizione di risorse finanziarie necessarie allo svolgimento dell'attività tipica dell'azienda, l'impiego della liquidità e la gestione della tesoreria.

3. La competenza a deliberare e i limiti alla compatibilità delle operazioni straordinarie in pendenza di procedure concorsuali

In pendenza di una procedura concorsuale gli interessi coinvolti non sono più solo quelli dei soci, bensì anche quelli dei creditori: bisogna, allora verificare la competenza a deliberare l'operazione straordinaria e stabilire se l'assemblea conserva il potere di deliberare in merito ad essa²¹.

Dapprima il fallimento rappresentava una causa di scioglimento. Trovava spazio il vecchio disposto dell'art. 2451 c.c., il quale statuiva che le norme relative alle assemblee si applicavano, in quanto compatibili, anche durante la liquidazione, che seguiva al fallimento. Il potere deliberativo dei soci rimaneva dunque immutato. L'art. 2488 c.c., non diversamente dal vecchio disposto dell'art. 2451, stabilisce che le disposizioni sulle decisioni dei soci, sulle assemblee e sugli organi amministrativi e di controllo si applicano, se compatibili, anche durante la fase di liquidazione. Oggi il fallimento non è più annoverato fra le cause di scioglimento della società; la contestuale assenza di una norma che regolamenti il ruolo degli organi sociali durante le procedure concorsuali richiede uno sforzo interpretativo al fine di individuare i poteri e le competenze di questi.

La dottrina prevalente ritiene che la pendenza di una procedura concorsuale non esautorata l'assemblea dei soci dalle decisioni relative alle modificazioni statutarie e dell'assetto proprietario della società ai sensi degli artt. 2365 e 2479 c.c. Occorre allora

²¹ La questione perde rilevanza laddove intervenga la liquidazione coatta amministrativa poiché l'art. 200 L. F. prevede la cessazione delle funzioni dell'assemblea e degli organi di amministrazione e controllo.

da stabilire a quali organi, sociali o della procedura, compete il giudizio relativo alla compatibilità dell'operazione con lo stato o le finalità del procedimento in corso. Qualora non siano cessati, il giudizio di compatibilità dovrebbe spettare all'organo avente la gestione dell'impresa, generalmente agli amministratori o il consiglio di amministrazione, altrimenti agli organi della procedura²². Nel caso della trasformazione, (ma ciò sembrerebbe valere anche per la fusione e la scissione), agli organi della procedura compete, il controllo della compatibilità (*naturaliter*, qualora gli organi sociali fossero cessati), l'autorizzazione degli atti di straordinaria amministrazione e degli effetti dispositivi sul patrimonio sociale, anche indiretti, prodotti dalla singola operazione straordinaria. Gli organi concorsuali, tuttavia, non sono autorizzati a intervenire direttamente nel processo di riorganizzazione²³, ma si limitano a condizionarlo esternamente, in quanto giudici della valutazione della proposta (basata solitamente, si ricorda, su un programma corredato dalla relazione di fattibilità di un professionista) e investiti della responsabilità del controllo di legittimità sul procedimento. Il potere degli organi della procedura riguarda, infatti, l'impresa e il patrimonio sociale, mentre la scelta e la modifica dello *strumento societario* resta nella disponibilità dei soci e degli organi sociali, fatta salva la compatibilità con la procedura. Una significativa eccezione in merito è rappresentata dalla disciplina dell'amministrazione straordinaria c.d. speciale, dove l'art. 4-*bis*, comma 1, lett. c, d.l. 23 dicembre 2003, n.347, come risultante a seguito delle modificazioni apportate con l'art. 3 del d.l. 3 maggio 2004, n. 119, dispone che la legittimazione a proporre il concordato e la facoltà di programmare la soluzione concordataria, anche a contenuto riorganizzativo, spetta al commissario straordinario, in via esclusiva e non concorrente con i creditori²⁴.

²² Il condizionale è qui d'obbligo perché la questione è tutt'oggi oggetto di vivaci polemiche. In tempi assai recenti il tema è stato affrontato negli interventi al convegno di Napoli del 1 febbraio 2014, "L'attività notarile nelle procedure di ristrutturazione del debito e nei finanziamenti navali. Esperienze professionali a confronto anche alla luce dell'informatizzazione" organizzato da Civil law, International Notary Public Association.

²³ Una singolare eccezione sembrerebbe l'art. 105, comma 8 L. F. che prevede la possibilità per il curatore di procedere alla liquidazione anche mediante il conferimento in una o più società dell'azienda o di rami, il che gli consentirebbe di effettuare a una riorganizzazione scavalcando i soci. Tuttavia tale iniziativa si muove nel solco del programma di liquidazione (art. 104-*ter* L. F.) che ha ad oggetto i beni e i diritti del fallito, senza toccare formalmente la società, in termini di proprietà e organizzazione della stessa.

²⁴ Beltrami P.D., *Commento all'art. 4-bis*, AA.VV. (a cura di) A. Castagnola e R. Sacchi. *La legge Marzano*, Torino, 2006, p. 137-218

Per quanto riguarda il ruolo del notaio, molti autori²⁵ escludono il ruolo del pubblico ufficiale nel controllo di compatibilità dell'operazione con lo stato e le finalità, proprio assegnando agli organi sociali e della procedura tale incombenza²⁶.

Tutte le soluzioni riorganizzative attuate mediante operazioni straordinarie esigono, dunque, innanzitutto la valutazione favorevole (di legittimità o di merito) degli organi la procedura, l'approvazione (espressa o tacita) dei creditori concorsuali, secondo la disciplina fallimentare, e, infine, la decisione dei competenti organi delle società partecipanti, secondo la disciplina societaria.

Secondo il novellato art. 2499 c.c., la compatibilità dell'operazione in pendenza di una procedura concorsuale deve essere verificata in relazione ai seguenti elementi:

1) finalità della procedura. La finalità è concetto che riguarda l'identità dell'obiettivo tra l'operazione e la procedura. I primi commentatori²⁷ della riforma propendevano per sancire la compatibilità solo nel caso in cui la procedura avesse finalità "conservative", come il concordato preventivo, in quanto le operazioni straordinarie idealmente erano state adattate alle procedure concorsuali come mezzo per perseguire il risanamento e la continuità aziendale. D'altro canto, la relazione accompagnatrice alla Riforma del 2003, di cui è riportato il testo di seguito, fa un esplicito riferimento alla volontà di ridurre gli oneri di procedura, senza distinguere in merito a fattispecie conservative o liquidatorie. Secondo autorevole dottrina²⁸, è imprescindibile una analisi della compatibilità caso per caso, che tenga conto della finalità del risparmio sui costi di procedura; delle finalità del risanamento/conservazione dello stato di crisi;

2) stato della procedura. Si ritiene che sussista compatibilità nella misura in cui l'operazione straordinaria apporti un beneficio o, comunque, non apporti un danno al procedimento in corso. Per i più la compatibilità dell'operazione straordinaria con lo stato della procedura sussiste se non si è ancora giunti alla ripartizione dell'attivo.

Si propongono qui di seguito alcuni casi significativi. Considerando il caso in cui la società sia stata dichiarata fallita, l'incompatibilità potrebbe essere dichiarata unicamente nella fase di chiusura della procedura, quando, cioè, il patrimonio della

²⁵ Su tutti Montagnani C., *Commento all'art. 2499*, in *Commentario Sandulli – Santoro*, vol. 3, Torino, p. 352 e ss.

²⁶ Si rinvia a quanto più diffusamente in seguito.

²⁷ De Angelis L., *La trasformazione nella riforma del diritto societario*, *Le società*, 2003, n. 2 bis, p. 383 e ss.

²⁸ Mosca C., *Commento all'art. 2499*, AA.VV. (a cura di) P. Marchetti, *Commentario alla riforma delle società: Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006, p. 29 e ss.

società risulta interamente liquidato²⁹. Nel caso, ancora, di concordato preventivo o fallimentare, sembra che sia lo stesso legislatore a giudicare aprioristicamente compatibile le operazioni straordinarie con la procedura in corso, individuando quando e in che modo utilizzare le operazioni straordinarie. L'art. 160, comma 1, lett. a) L. F. richiede, infatti, all'imprenditore che si trovi in stato di crisi la presentazione ai creditori di un piano di risanamento che può prevedere la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione, acollo o altre operazioni straordinarie³⁰.

L'articolo in esame, pur nel tentativo di colmare il precedente vuoto legislativo, non pare esaustivo; permangono numerosi dubbi: ad esempio, basterebbe anche la distribuzione ai creditori di solo un euro a rendere incompatibile ad esempio, una scissione fatta per dividere un ramo sano di una azienda dal resto della società ormai decotta, così precludendo la strada a una possibile ripresa?

La Relazione al d.lgs. n. 6/2003 (c.d. Riforma del diritto societario) recita che la trasformazione, anzi, può realizzare un vantaggio per l'impresa sociale: si pensi alla trasformazione di s.p.a. in s.r.l. al fine di ridurre gli oneri di procedura. La spiegazione appare comunque alquanto superficiale. Se infatti è vero che attraverso la trasformazione la società può ottenere un risparmio dei costi della procedura, è altrettanto vero, come caldeggiato da molti autori³¹, che il vantaggio appare comunque modesto, potendo consistere nel risparmio delle spese di convocazione dell'assemblea e, a seconda del livello del capitale sociale, della tassa di concessione governativa per la vidimazione e la bollatura dei libri e dei registri sociali, e degli emolumenti sindacali.

Concludendo si è ben lungi dal possedere riferimenti precisi che possano portare a ritenere chiaro il limite contenuto nella norma in questione.

4. Il principio di intangibilità delle operazioni straordinarie e la disciplina degli effetti nei concordati

Si affronta il problema del complesso coordinamento del principio di intangibilità degli effetti delle operazioni straordinarie, sancito dagli articoli: 2500-*bis* per la

²⁹ Tuttavia la dottrina ha osservato che tale affermazione non sia assoluta. In particolare Mosca, C., *op. cit.*, p. 29 e ss. Tale autore ritiene che, laddove dalla procedura concorsuale residui un patrimonio da ripartire fra i soci, sia utile ricorrere a una trasformazione eterogenea quale, ad esempio, quella in comunione d'azienda.

³⁰ L'operazione, naturalmente, è proposta imprescindibilmente nella fase iniziale della procedura.

³¹ De Angelis L., *La trasformazione nella riforma del diritto societario*, cit., p. 385.

trasformazione; 2504-*quater* per la fusione; e 2506-*ter*, comma 5 per la scissione, e la disciplina degli effetti dei concordati fallimentare e preventivo, delineata negli artt. 130 e 181 L. F.

In ragione del principio di intangibilità delle operazioni, intervenuto l'ultimo adempimento pubblicitario relativo alle società partecipanti, non è più possibile invocare l'invalidità³² dell'operazione medesima. Eventuali vizi non incidono sulla validità dell'operazione, qualsiasi natura essi abbiano; il legislatore guarda a salvare in via definitiva l'operazione in quanto tale. L'unica tutela in capo al soggetto leso da una operazione in quale modo viziata è quella di carattere generale di tipo risarcitorio. Qualsiasi operatore del diritto legge nel principio della irreversibilità degli effetti dell'iscrizione della trasformazione, dell'atto di fusione o scissione il fine ultimo della stabilità dei traffici e della certezza del diritto³³ conformemente alla disciplina comunitaria di riferimento. Come si concilia, ora, il principio appena enunciato con le previsioni per cui il *dies a quo* di efficacia dei concordati fallimentare e preventivo decorre, rispettivamente, dalla scadenza del termine per eventuali opposizioni all'omologazione o dall'esaurimento dei mezzi di impugnazione rivolti contro la stessa (art. 130 L. F. per il concordato fallimentare³⁴) e dall'emanazione del decreto di omologazione (art. 181 L. F. per il concordato preventivo³⁵)?

³² L'invalidità del contratto indica la difformità della fattispecie contrattuale concretamente posta in essere dal modello legale e deve essere distinta concettualmente dall'inefficacia del contratto che, invece, riguarda gli effetti giuridici del contratto. Mentre, dunque, l'invalidità del contratto riguarda l'atto e la modalità formativa dell'accordo contrattuale, cioè la fase "genetica", l'inefficacia riguarda il rapporto contrattuale e, cioè, la vicenda giuridica originata dal contratto, in altre parole la fase dell'esecuzione. La differenza tra invalidità del contratto ed inefficacia del contratto consiste, dunque, nella diversità dei rispettivi riferimenti oggettivi in quanto l'invalidità si riferisce al contratto come atto giuridico mentre l'inefficacia si riferisce al rapporto a cui ha dato vita il contratto. È così possibile che un contratto invalido in quanto annullabile produca effetti in quanto non annullato e, al contrario, che un contratto valido (in quanto conforme al modello legale e non annullabile) sia inefficace in quanto, ad esempio, sottoposto a condizione sospensiva.

Le principali fattispecie di invalidità del contratto sono la nullità (che si determina prevalentemente quando vi sia mancanza di un elemento essenziale, quando il contratto è contrario a norme imperative) e l'annullabilità (che si determina quando vi siano vizi del consenso o incapacità a contrarre) a cui, secondo parte della dottrina, deve essere aggiunta anche la rescindibilità (che si sostanzia nei casi in cui il contratto prevede un forte squilibrio patrimoniale tra le prestazioni). Secondo la dottrina, poi, occorre mantenere distinta l'ipotesi della nullità del contratto da quella della sua inesistenza configurabile, ad esempio, quando non sia neppure configurabile l'accordo (si pensi al caso della palese difformità tra proposta e accettazione). La distinzione tra nullità del contratto e l'inesistenza è rilevante in quanto al contratto inesistente non si applica la normativa relativa alla conservazione di taluni degli effetti del contratto nullo (è, dunque, inapplicabile l'art. 1424 C.c.).

³³ Sul punto diffusamente Iermano G., *Invalidità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in AA.VV. *Il nuovo diritto delle società - Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007, p. 397 e ss.

³⁴ Cavalaglio A., *Commento all'art. 130*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, cit., p. 2036 e ss.

³⁵ Pagni I., *Commento agli artt. 179-181* in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, p. 2315 e ss.

Si rende opportuno per rispondere al quesito distinguere le operazioni straordinarie il cui procedimento è rinviato in fase di esecuzione del concordato da quelle nelle quali il procedimento è già stato finalizzato prima dell'esecuzione del concordato. Queste ultime non sembrano sollevare particolari dubbi, anche se il rinvio a una fase successiva dell'attuazione (ma anche della decisione) di un'operazione, che è posta in essere proprio per il tempestivo risanamento e recupero delle propaggini ancora funzionanti, sembra esporre i creditori, e in generale tutti gli *stakeholder*, a una forte incertezza circa il perfezionamento stesso del concordato, che può essere ritenuto poco attendibile proprio perché può non ravvisarsi un impegno attivo a dare seguito a quanto "promesso"³⁶. Nel caso di specie, la mancata attuazione dell'operazione straordinaria, programmata in funzione del contenuto della proposta, nei termini prefissati potrebbe integrare una causa di risoluzione del concordato stesso *ex artt.* 137 e 186 L. F. Il caso invece in cui l'operazione straordinaria precede il perfezionamento del concordato presenta aspetti assai controversi nell'ipotesi caso in cui il concordato non abbia luogo. Possono distinguersi essenzialmente due ipotesi³⁷: a) quella in cui la delibera o l'atto sono sottoposti alla condizione dell'acquisto dell'efficacia dei concordati. Dal momento che l'operazione avrà esecuzione dopo l'avverarsi della condizione³⁸, cioè l'omologa al concordato, la mancanza di quest'ultima non metterà in discussione gli effetti dell'operazione, che per decisione delle società partecipanti, ancora non si sono prodotti, sebbene sia intervenuta l'iscrizione nei rispettivi Registri delle Imprese; b) quella in cui non è stata apposta alcuna condizione all'operazione. Le società partecipanti non hanno alcun accordo circa la volontà di sottoporre a condizione l'efficacia dell'operazione straordinaria, ragion per cui non sembra esservi alternativa a considerare inefficace l'operazione. Le disposizioni di cui all'artt. 130 e 181 L. F. assumono la veste di vere condizioni legali di efficacia, per cui, mancando l'omologa, si considerano gli effetti dell'operazione come mai dispiegati.

Nel caso in cui il concordato venisse annullato o si addivenisse alla risoluzione, l'avvenuto perfezionamento del procedimento dell'operazione straordinaria, con conseguente efficacia, proprio in forza del principio di intangibilità, non potrebbe più essere messo in discussione. Bisogna, soprattutto nel caso di fusione e scissione, escludere che si possa dar luogo alla consecuzione tra il mancato concordato e il

³⁶ Sembra interessante segnalare che l'*Insolvenzordnung*, all'art. 249 disciplina espressamente la figura del *bedingter Plan*, cioè del "piano condizionato" per cui l'omologazione può intervenire soltanto dopo la realizzazione dei presupposti del piano (a presentare il quale sono solo il debitore e il curatore).

³⁷ Anche sul punto Palmieri G., *op. cit.*, p. 1097.

³⁸ Tale condizione si attingerà a condizione sospensiva della delibera.

fallimento (art. 186 L. F.), o comunque escludere la riapertura del fallimento (art. 140 L. F.) della società già sottoposta a procedura concorsuale ormai fusa o scissa. Bisogna però tenere conto che, secondo alcuni studiosi³⁹, si creerebbe una situazione ambigua soprattutto perché, ad esempio a fusione avvenuta, si determina l'estinzione delle società partecipanti e la creazione di una entità nuova e diversa, che subentra nei debiti della società ammessa alla procedura, ma che non sembra dover subire l'onere del fallimento. Tale successione determinerebbe, però, l'immediata e integrale esigibilità dei crediti concorsuali nei confronti della società risultante dalla fusione, sia pure inevitabilmente in concorso con gli altri crediti, di diversa origine e provenienza, insorti nei confronti della stessa. In ogni caso, il legislatore stesso ha previsto dei casi in cui non sia possibile la risoluzione dei concordati, facilitando il dirimere di tali controversie, come quando gli obblighi derivanti da questi siano assunti da terzi con liberazione immediata del debitore (artt. 137, comma7 e 186, comma4 L. F.) e ha previsto, comunque l'irretroattività della risoluzione o annullamento rispetto ai creditori (art.140 L. F.)

Un altro significativo caso di necessario coordinamento riguarda l'applicabilità delle disposizioni che fissano peculiari e inderogabili responsabilità a carico delle società partecipanti all'operazione per i debiti della società scissa c.d. di "incerta attribuzione" (art. 2506-*bis*, comma3 c.c.) o per i debiti della società scissa non soddisfatti dalla società cui essi fanno carico (art. 2506-*quater*, comma3 c.c.). Tali responsabilità, esponendo le beneficiarie al rischio di sopravvenienze passive non previste dal progetto di scissione, potrebbero scoraggiare il ricorso a tale operazione nell'ambito delle soluzioni concordatarie della crisi d'impresa. Tali rischi possono, però, essere ridimensionati prevedendo nel progetto di scissione l'inapplicabilità dell'art. 2506-*quater*, comma3 c.c., in quanto norma incompatibile con il carattere definitivo della proposta approvata, e successivamente omologata, ed invocando delle disposizioni di cui all'art. 137 L. F., che ammette la possibilità di assunzione del concordato da parte di terzi con liberazione immediata del debitore, e, più generalmente, della prevalenza della disciplina concorsuale e concordataria sul diritto societario comune⁴⁰.

³⁹ Guerrero F., Maltoni M., *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. Società*, 2008, p. 78.

⁴⁰ Guerrero F., Maltoni M., *op. cit.* p. 101. Secondo gli autori: "se si condivide, quindi, un'impostazione attenta più alla sostanza del fenomeno riorganizzativo della società in crisi o insolvente, che alla rigidità formale delle tutele previste dalla legge, pare possibile concludere, pur con la cautela che il tema impone, per la prevalenza della disciplina concorsuale e concordataria sul diritto societario comune, nel senso dell'apertura a tutte le possibili formule di autoregolamentazione del dissesto".

5. La disciplina della opposizione dei creditori

La tutela dei creditori viene disciplinata tanto in ambito societario che fallimentare; sorge così la necessità di coordinamento tra le diverse discipline⁴¹.

Occorre soffermarsi anzitutto sull'applicabilità delle norme sull'opposizione dei creditori alla fusione o scissione (artt. 2503 e 2506-ter, comma 5 c.c.), nel caso, chiaramente, in cui tali operazioni abbiano luogo nell'ambito di una procedura concordataria. Il riconoscimento di siffatto potere in capo anche ad un singolo creditore mal si concilia con il principio secondo il quale, per l'approvazione delle proposte di concordato, è sufficiente il voto favorevole dei creditori che rappresentano le maggioranze indicate dall'art. 128 L. F. per il concordato preventivo e dall'art. 177 L. F. La soggezione dell'impresa ad una procedura concorsuale impone ai creditori una comunanza di interessi e una specifica organizzazione per la soluzione dei loro conflitti incompatibile con l'opposizione individuale⁴². Il sacrificio subito dalle minoranze dissenzienti, con riferimento a date modifiche della loro posizione giuridica, si giustifica proprio con la loro possibilità di partecipare a un processo di riorganizzazione, che comporterà benefici a tutti gli *stakeholders*, e il grado di partecipazione e di coinvolgimento dei creditori e dei terzi dipende dai contenuti del programma di risanamento. Per superare tale difficoltà⁴³, si dovrebbe optare per il disconoscimento del diritto individuale del creditore (della società partecipante all'operazione straordinaria ma sottoposta a procedura concorsuale) in favore di quello della maggioranza (come peraltro avviene per la categoria degli obbligazionisti ex art. 2503-bis) in modo tale da affidare ogni loro tutela al rimedio endo-concorsuale dell'opposizione all'omologa.

6. Concordato preventivo ed intervento notarile. La presentazione della domanda di concordato *in bianco*.

a. Profili generali

⁴¹ Si affronta qui il problema in linea generale. Il medesimo sarà più diffusamente e precipuamente trattato in relazione alle singole operazioni di fusione e di scissione nei capitoli 3 e 4.

⁴² Palmieri G., *op. cit.* p. 1098

⁴³ Guerrera F., Maltoni, M. *op. cit.* p. 88

Recentemente, l'art. 161 l. fall. si è arricchito di un nuovo comma, il quale legittima e disciplina la presentazione della domanda di concordato preventivo “*in bianco*” o “*con riserva*”⁴⁴.

Il VI comma della norma⁴⁵ ha riconosciuto al debitore la facoltà di depositare, presso la cancelleria del Tribunale competente, un ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, riservandosi di produrre successivamente, nel termine fissato con decreto dal giudice, la proposta e il piano concordatario e i documenti in allegato previsti dallo stesso articolo 161.

La dottrina giustifica l'introduzione da parte del legislatore del concordato in bianco in virtù della difficoltà per il debitore di predisporre il piano senza beneficiare nelle more di protezione nei confronti delle azioni esecutive dei creditori, oltre che dei sequestri e delle ipoteche giudiziali, iniziative tutte idonee a compromettere il buon risultato del piano⁴⁶. La domanda permette infatti al debitore, da un canto, di anticipare gli *effetti protettivi* dalle azioni esecutive, tipici della presentazione della pubblicazione presso il Registro delle Imprese di una domanda *completa* di ammissione al concordato

⁴⁴ Appare propedeutica, per comprendere la portata innovativa delineatasi con l'intervento del legislatore del 2012, la lettura congiunta degli artt. 161 e 152 l. fall. L'art. 161 l. fall. indica i requisiti per la presentazione della domanda di concordato preventivo. In particolare, il IV comma della norma citata prevede che “*per la società la domanda deve essere approvata e sottoscritta a norma dell'articolo 152*”. L'art. 152 l. fall. dal canto suo stabilisce che il ricorso va presentato dal legale rappresentante della società, in forza dell'art. 152, e per il concordato fallimentare, che la proposta e le condizioni del concordato, salva diversa disposizione dell'atto costitutivo o dello statuto: nelle società di persone, sono approvate dai soci che rappresentano la maggioranza assoluta del capitale; nelle società per azioni, in accomandita per azioni e a responsabilità limitata, e nelle cooperative, sono deliberate dagli amministratori. Nelle società di capitali e cooperative, inoltre, la decisione o la deliberazione su proposta e condizioni debbono risultare da verbale redatto da notaio ed essere depositate ed iscritte nel registro delle imprese a norma dell'articolo 2436 del codice civile. Dunque, la decisione/delibera deve esser sottoposta al vaglio di legalità, ad opera del notaio verbalizzante, ex art. 2436 c.c. (con la possibilità, in caso di rifiuto da parte del notaio di procedere all'iscrizione, di proporre ricorso al tribunale). Peraltro, anche in caso di attribuzione statutaria della competenza all'assemblea straordinaria, la deliberazione deve comunque essere verbalizzata ed iscritta ex art. 2436 c.c. Ove la società sia in liquidazione, la competenza spetta ai liquidatori. Così Niccolini, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni* in *Trattato Colombo-Portale*, 7, Torino 1997, 530.

⁴⁵ Il VI comma dell'art. 161 l. fall., aggiunto dal n. 4) della lett. b) del co. 1 dell'art. 33, D.L. 22 giugno 2012, n. 83, come sostituito dalla L. di conversione 7 agosto 2012, n. 134, stabilisce: “*l'imprenditore può depositare il ricorso contenente la domanda di concordato unitamente ai bilanci relativi agli ultimi tre esercizi, riservandosi di presentare la proposta, il piano e la documentazione di cui ai commi secondo e terzo entro un termine fissato dal giudice, compreso fra sessanta e centoventi giorni e prorogabile, in presenza di giustificati motivi, di non oltre sessanta giorni. Nello stesso termine, in alternativa e con conservazione sino all'omologazione degli effetti prodotti dal ricorso, il debitore può depositare domanda ai sensi dell'articolo 182 bis, primo comma. In mancanza, si applica l'articolo 162, commi secondo e terzo*”.

Degna di nota è la previsione di cui alla lettera b) del secondo comma dell'art. 161 dell'obbligo per il debitore di depositare, insieme alla domanda in bianco di ammissione al concordato preventivo, l'elenco nominativo dei creditori con l'ammontare dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione. La presenza di tale allegato è finalizzata a rendere trasparente, sin da subito, la massa passiva a carico della futura eventuale procedura concorsuale.

⁴⁶ Così, tra i primi commentatori, Panzani, *Il concordato in bianco*, in *Il Fallimentarista*, 14.09.2012.

preventivo, e, d'altro canto, di fruire di un maggiore termine per la disposizione della proposta concordataria da sottoporre al vaglio del Tribunale e dei creditori. La presentazione della domanda in bianco produce gli effetti di cui all'art. 168 l. fall., e cioè il blocco delle azioni esecutive, il c.d. *automatic stay*. Infatti, dalla data della pubblicazione del ricorso nel registro delle imprese e fino al momento in cui il decreto di omologazione del concordato preventivo diventa definitivo, i creditori per titolo o causa anteriore non possono, sotto pena di nullità, iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio del debitore⁴⁷. Con la proposta di concordato in bianco si paralizza il potere del Tribunale di dichiarare inammissibile la stessa in ragione della mancanza degli elementi minimi di riconoscibilità di una proposta concordataria valida ed ammissibile, secondo la conformazione tipologica ed i requisiti formali e sostanziali previsti dai commi primo e secondo dell'art. 160, e dai primi quattro commi dell'art. 161⁴⁸.

b. Il ruolo del Notaio nella fase introduttiva del concordato

Il nuovo disposto di legge ha fatto sorgere il dubbio sul ruolo del Notaio nella fase introduttiva del concordato preliminare e degli accordi di ristrutturazione dei debiti di cui all'art. 182 *bis* l. fall. ed, in particolare, quale sia l'oggetto della delibera, o della decisione, che il Notaio è chiamato a ricevere ed ad iscrivere presso il Registro delle Imprese.

Il controllo notarile sulla *delibera assembleare o consiliare* (o sulla *determinazione* dell'amministratore unico) non può avere ad oggetto il contenuto della proposta concordataria, anche qualora la medesima contenga, in chiave meramente programmatica, l'attuazione di modifiche statutarie, in quanto, ai sensi degli artt. 125 e 163 l. fall., il controllo di regolarità e la valutazione della proposta sono di competenza degli organi della procedura, prima della sua sottoposizione al voto dei creditori. Il notaio deve solo verificare le regole di competenza e di formazione della volontà sociale nella deliberazione del concordato. Va da sé che il medesimo pubblico ufficiale non può rifiutarsi di chiedere l'iscrizione nel registro delle imprese di una proposta recante

⁴⁷ Inoltre, le prescrizioni che sarebbero state interrotte dagli atti di cui sopra rimangono sospese, e le decadenze non si verificano. Infine, i creditori non possono acquistare diritti di prelazione con efficacia rispetto ai creditori concorrenti, salvo che vi sia autorizzazione del giudice e, soprattutto, le ipoteche giudiziali iscritte nei novanta giorni che precedono la data della pubblicazione del ricorso nel registro delle imprese sono inefficaci rispetto ai creditori anteriori al concordato.

⁴⁸ In tal senso, Lamanna, *La problematica relazione tra pre-concordato e concordato con continuità aziendale alla luce delle speciali autorizzazioni del tribunale*, in *Il Fallimentarista*, 26.11.2012.

modalità e condizioni non conformi a quelle contemplate dal pur amplissimo paradigma di legge⁴⁹.

Si pone inoltre il problema del coordinamento fra il disposto dell'art. 152, che prevede che la delibera/decisione sia depositata ed iscritta nel registro delle imprese a norma dell'articolo 2436 del codice civile a cura del notaio, e l'art. 161, comma 5, che affida il compito di curare la pubblicità al cancelliere. In favore della prevalenza della prima disposizione si potrebbe addurre il fatto che l'art. 152 si limita a disciplinare le modalità di formazione della volontà sociale, richiedendo la pubblicità della decisione/delibera comunque prodromica alla presentazione del ricorso al giudice delegato ai sensi dell'art. 125 l. fall. Sotto tale profilo, la struttura procedimentale è analoga nelle due fattispecie: alla fase di formazione della volontà sociale segue quella della presentazione del ricorso. Tuttavia, mentre nel concordato fallimentare non è necessario un coinvolgimento specifico del pubblico ministero (trattandosi appunto di una vicenda che attiene ad una procedura fallimentare già aperta), nel caso del concordato preventivo la previsione del comma 5 dell'art. 161 vale ad attivare il p.m. In questo senso farebbe propendere anche il tenore letterale dell'art. 161, laddove si limita a stabilire che per la società la domanda deve essere approvata e sottoscritta a norma dell'articolo 152, richiamando quindi le modalità di approvazione della domanda e non anche la pubblicità evocata da tale ultima disposizione. Invece, nel senso della “doppia pubblicità”, ovvero iscrizione della delibera e della domanda di concordato, sembra potersi addurre l'esigenza di informare il mercato, e soprattutto i creditori, della circostanza che il debitore, in questo caso la società, sta per intraprendere un'iniziativa che porta al blocco delle azioni esecutive e cautelari ed agli altri effetti previsti dagli artt. 168 e 169 l. fall. Le due iscrizioni non rappresentano, in tale prospettiva, un'inutile ripetizione.

Tornando al nuovo testo normativo, si nota che esso evoca una potenziale divaricazione tra *domanda* e *proposta* che, invece, nella formulazione previgente della norma rappresentavano due parti di un *unicum*. Così, se prima era lettura condivisa che il Notaio fosse chiamato a ricevere la dichiarazione degli amministratori o la delibera assembleare contenente, non solo l'intenzione di presentare domanda di concordato preventivo, ma anche le caratteristiche salienti della proposta da formulare ai creditori, oggi, alla luce del nuovo VI comma dell'art. 161 l. fall., è ben possibile che gli amministratori o i soci decidano, in una prima fase, solo di accedere ad una delle

⁴⁹ In tal senso Guerrera - Maltoni, *op. cit.*, 17 ss.

procedure previste dagli artt. 160 ss. e dall'art. 182 *bis* l. fall., rinviando ad un secondo momento l'individuazione della procedura per la soluzione della crisi d'impresa. Bisogna allora chiedersi se il Notaio sia chiamato a ricevere:

- la delibera contenente la sola domanda *ex art.* 161, VI comma, l. fall.;
- la delibera contenente la sola proposta che verrà presentata nei termini previsti dal medesimo articolo;
- entrambe le delibere.

La prima soluzione valorizza il dettato del IV comma dell'art. 161 l. fall., secondo il quale la domanda deve essere approvata e sottoscritta a norma dell'articolo 152. La sola delibera relativa alla domanda dovrebbe essere ricevuta dal Notaio, dovendosi leggere il IV comma alla luce delle nuove disposizioni dettate dal VI comma e, dunque, come mero richiamo alla forma della delibera dettata dal III comma dell'art. 152 l. fall. e non al resto della disposizione. Questa ricostruzione riconosce al Notaio soltanto il potere/dovere di verificare la legittimazione del dichiarante (o dell'organo deliberante) di assumere la decisione, non potendo entrare nel merito della proposta, rimessa alla valutazione del giudice. L'intervento notarile sarebbe diretto a garantire l'informazione al pubblico mediante l'iscrizione nel Registro delle Imprese della circostanza che la società si trova in stato di crisi e che potrebbe accedere ad una delle procedure previste dall'art. 161 o 182 *bis* l. fall.⁵⁰.

Accedendo alla seconda soluzione, dal tenore dell'art. 152 l. fall. emergerebbe, invece, che il Notaio sarebbe tenuto a verbalizzare la proposta nella quale sono contenuti tutti gli elementi fondamentali della soluzione della crisi di impresa, essendo la domanda *in bianco* un mero adempimento tecnico privo di contenuto sostanziale. Si ritiene, in questa prospettiva, che non debba essere sopravvalutato il richiamo al IV comma dell'art. 161 l. fall. alla domanda, da approvarsi ai sensi dell'art. 152 l. fall., e quindi con necessità di intervento notarile, poiché quel comma chiude la parte relativa alla presentazione della domanda in forma "tradizionale" e quindi completa anche della proposta, ma non influenza la disciplina di cui ai commi successivi che detterebbero un'eccezione alla regola principale. Per questa ricostruzione l'intervento notarile sarebbe diretto a garantire, non tanto che chi presenta la domanda ne abbia i poteri ed i

⁵⁰ Si tratterebbe in sostanza della risposta alla esigenza di anticipare il più possibile la *disclosure* sulla crisi d'impresa nei confronti dei terzi che con la stessa hanno rapporti; ciò sembra tanto più importante ed utile anche alla luce del nuovo art. 182 *sexies* l. fall. La norma può consentire l'accesso alla procedura senza che si sia ancora tenuta l'assemblea *ex artt.* 2446 e 2447 c.c. per la s.p.a. e 2482 *bis* e 2482 *ter* per la s.r.l. e quindi anche senza che alcuni soci siano informati della reale gravità dello stato di crisi della società (si pensi ad una società quotata o con larga base sociale composta da molti piccoli soci).

requisiti, ma che il testo della proposta sia stato condiviso e deliberato in conformità alle regole interne della società⁵¹.

Secondo la terza prospettazione, giacchè il IV comma dell'art. 161 prevede che la domanda debba essere approvata e sottoscritta a norma dell'art. 152 l. fall., quindi in forma notarile, siccome quest'ultimo articolo nel prevedere l'intervento notarile ha richiesto che dalla dichiarazione, o delibera, ricevuta dal Notaio risultino gli elementi caratterizzanti la proposta, se ne potrebbe dedurre che il legislatore ha inteso domanda e proposta come due parti di un intero che per essere completo ha bisogno che tutte le sue parti abbiano forma solenne.

La prassi notarile propende per la prima tesi, ritenendo che il Notaio è chiamato a ricevere la delibera contenente la sola domanda ex art. 161 VI comma l. fall. Tale soluzione appare più coerente con la previsione del legislatore e con la natura e funzione che la legge fallimentare riserva all'intervento notarile in questa fase⁵². Il Trib. Modena, con pronuncia del 28 novembre 2012, ha confermato la necessità dell'intervento notarile per la verbalizzazione della decisione/deliberazione di sottoscrivere e depositare la domanda di concordato con riserva. In particolare si afferma la necessità del deposito del verbale redatto da notaio attestante l'avvenuta deliberazione della domanda di concordato (art. 152, c. 3, I. fall.) anche per la presentazione della domanda di concordato con riserva, in quanto il quarto comma dell'art. 161 l. fall. prevede la necessità dell'approvazione e della sottoscrizione a norma dell'art. 152 della domanda presentata dalle società e non rileva che tale ultima disposizione contempra l'approvazione *“della proposta, e delle condizioni del concordato”* e non della domanda⁵³. Il ruolo del Notaio sembra essere teso alla verifica dei poteri del deliberante al fine di una corretta e tempestiva informazione sullo stato di crisi sia dei soci che del pubblico mediante l'iscrizione nel Registro delle Imprese⁵⁴.

⁵¹ Se questa tesi fosse corretta si porrebbe il problema della necessità o meno di una verbalizzazione notarile anche per le modifiche alla proposta di concordato, o di accordo di ristrutturazione dei debiti di cui all'art. 182 bis l. fall., stante il richiamo che il nuovo testo di detta norma fa all'art. 161.

⁵² In tal senso anche la massima del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, del 16 luglio 2013, (consultabile su www.consiglionotarilefirenze.it), che testualmente recita: *“la verbalizzazione Notarile, prevista dal IV comma dell'art. 161 l. fall., della dichiarazione dell'organo societario competente a deliberare la presentazione di un domanda di concordato “in bianco” o “con riserva” ai sensi del VI comma dell'art. 161 l. fall. deve intendersi riferita alla sola domanda e non (anche) alla proposta, non necessitando quest'ultima di autonoma ed ulteriore verbalizzazione ai sensi del III comma dell'art. 152 l. fall.”*.

⁵³ Sentenza pubblicata su www.ilcaso.it.

⁵⁴ Peraltro, tale tesi appare essere quella accolta dalla stragrande maggioranza degli operatori e dalla maggior parte dei Tribunali. Tra gli altri si segnala Trib. Mantova, 27 settembre 2012, su Il caso.it, 2012, che statuisce: *“quando è proposta domanda per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo in bianco, ai sensi del VI comma dell'art. 161, R.D. n. 267/1942 (legge fallimentare), il tribunale è chiamato*

Così come nel concordato fallimentare, anche nel concordato preventivo il controllo del notaio riguarderà le regole di competenza e di formazione della volontà sociale e non il contenuto di proposta e piano, che saranno esaminati dal tribunale. Può in proposito farsi riferimento ad una recente pronuncia della Suprema Corte (Cass. 23 gennaio 2013, n. 1521), la quale delinea i diversi spazi di valutazione del giudice da un lato e dei creditori dall'altro: *“il giudice ha il dovere di esercitare il controllo di legittimità sul giudizio di fattibilità della proposta di concordato, non restando questo escluso dall’attestazione del professionista, mentre resta riservata ai creditori la valutazione in ordine al merito del detto giudizio, che ha ad oggetto la probabilità di successo economico del piano ed i rischi inerenti; il controllo di legittimità del giudice si realizza facendo applicazione di un unico e medesimo parametro nelle diverse fasi di ammissibilità, revoca ed omologazione in cui si articola la procedura di concordato preventivo; il controllo di legittimità si attua verificando l’effettiva realizzabilità della causa concreta della procedura di concordato; quest’ultima, da intendere come obiettivo specifico perseguito dal procedimento, non ha contenuto fisso e predeterminabile, essendo dipendente dal tipo di proposta formulata, pur se inserita nel generale quadro di riferimento, finalizzato al superamento della situazione di crisi dell’imprenditore, da un lato, e all’assicurazione di un soddisfacimento, sia pur ipoteticamente modesto e parziale, dei creditori, da un altro”*. Ciò conferma anche come il controllo sulla decisione/delibera in ordine alla domanda di concordato spettante al notaio sia un controllo che riguarda le modalità di formazione della volontà sociale. Piuttosto, si è precisato, in uno dei primi pronunciamenti⁵⁵, che in ragione della retrodatazione degli effetti dell’ammissione alla procedura al momento della presentazione del ricorso e, quindi, allo scopo di evitare strumentalizzazioni e abusi del nuovo istituto, il tribunale deve esercitare un controllo non solo formale della regolarità del ricorso ma diretto alla verifica della legittimità della procedura attraverso il riscontro della propria competenza e dell’esistenza dei requisiti soggettivi ed oggettivi; in quest’ottica, il tribunale dovrà verificare: a) la sua competenza; b) che siano depositati con la domanda i bilanci relativi agli ultimi tre esercizi; c) che sia posto in essere l’adempimento di cui all’articolo 152, comma 2, legge fallimentare; d) la presenza dei requisiti per essere ammesso alla procedura; e) che il debitore nei due anni precedenti

ad una valutazione preliminare di competenza e di sussistenza dei requisiti soggettivi ed oggettivi di accesso alla procedura di concordato preventivo”, ribadendo insomma la competenza del giudice, e non del notaio.

⁵⁵ Trib. Benevento, 26 settembre 2012, in www.ilcaso.it

non abbia presentato altra analoga domanda alla quale non abbia fatto seguito l'ammissione alla procedura di concordato o l'omologazione di un accordo di ristrutturazione⁵⁶.

Le altre tesi non tengono conto della circostanza che il controllo notarile non può anticipare o sostituire quello del giudice, e del fatto che, una volta incardinata la procedura, la legge ha già approntato non solo autonomi meccanismi di verifica a carico di quest'ultimo, ma anche meccanismi di pubblicità a carico del cancelliere, cui l'azione del Notaio non aggiungerebbe alcunchè. Tra l'altro, se tali ricostruzioni fossero accolte, si porrebbe seriamente il problema della necessità di intervento notarile in tutte le ipotesi di modifica, quanto meno sostanziale, del contenuto della proposta e dell'accordo di ristrutturazione.

7. Procedure concorsuali e spese delle operazioni straordinarie.

Il costo delle operazioni straordinarie e di quelle sul capitale che interessano le società sottoposte a procedure concorsuali rappresenta una variabile di rischio *tipica*, nei limiti in cui si ripercuotono sul patrimonio sociale, depauperandolo⁵⁷: nella trasformazione e nella scissione, che generano costi senza incrementare in alcun modo il patrimonio, tale valutazione dipende dalla loro intrinseca natura; in altre operazioni, quale, ad esempio, l'aumento di capitale, dipende dall'incertezza sull'esito finale dell'operazione, ove alla deliberazione non seguisse la sottoscrizione dei soci e/o di quei terzi cui esso fosse offerto in opzione e quindi l'incremento effettivo del patrimonio sociale.

Il problema per tutte le operazioni straordinarie sarebbe risolto in radice ove un qualsiasi terzo, inteso come soggetto giuridico diverso dalla società sottoposta alla procedura, fosse disponibile alla sopportazione di tali costi. Tale possibilità appare plausibile in sede di ricapitalizzazione della società poiché, in tal caso, l'aumento del capitale sociale interessa sfere giuridico-economiche – dei potenziali sottoscrittori, siano essi soci o meno – per definizione differenti dalla società stessa e già naturalmente

⁵⁶ La dottrina ha sin da subito sottolineato la necessità che anche in sede di presentazione di concordato in bianco il debitore dimostri di essere in possesso dei requisiti soggettivo ed oggettivo per l'ammissione alla procedura e dunque la propria qualità di imprenditore commerciale non sotto-soglia e l'esistenza dello stato d'insolvenza o della situazione di crisi; nonché che indichi la sede legale od effettiva perché rimane competente il tribunale del luogo in cui l'impresa ha la sede principale. Così M. Fabiani, *Vademecum per la domanda "prenotativa" di concordato preventivo*, in www.ilcaso.it

⁵⁷ Così la massima della Commissione Societaria del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato sul tema (reperibile on line su www.consiglionotarilefirenze.it)

predisposte ad un esborso economico, trattandosi appunto di un'operazione di rafforzamento del patrimonio.

Negli altri casi, prima dell'omologazione del concordato preventivo, sarà tendenzialmente necessaria un'autorizzazione giudiziale al fine dell'addebito delle spese vive dell'operazione al patrimonio sociale. Più precisamente tale autorizzazione, in relazione allo stato di avanzamento della procedura (prima o dopo l'ammissione), sarà:

- non necessaria ove i costi complessivi dell'operazione straordinaria siano inferiori al limite di valore eventualmente fissato dal Tribunale, ai sensi dell'art. 167, comma 3, 1. fall., al disotto del quale non è appunto dovuta l'autorizzazione del Giudice Delegato di cui al secondo comma;
- di competenza del tribunale, ai sensi dell'art. 161, comma 7, 1. fall., nella fase compresa tra il deposito del ricorso ed il decreto di ammissione alla procedura;
- di competenza del giudice delegato, ai sensi dell'art. 167 1. fall., nella fase compresa tra l'ammissione alla procedura e l'omologazione.

Nella fase successiva all'omologazione, posto che il concordato preventivo normalmente permette al debitore di riacquisire la piena disponibilità del proprio patrimonio sottoponendolo alla "sorveglianza" del commissario giudiziale (art. 185 1. fall.), deve farsi la seguente distinzione:

- nel concordato con continuità aziendale (art. 186 *bis* 1. fall.) potrà verosimilmente essere deliberato dalla società senza alcuna necessità di autorizzazioni o controlli preventivi (essendo improbabile che il decreto di omologazione imponga limiti in questo senso);
- nel concordato con cessione dei beni (art. 182 1. fall.), in presenza dei liquidatori giudiziali, potrà essere deliberato dalla società se il decreto di omologazione autorizza certe "spese" entro determinate soglie; in caso contrario, infatti, il costo dell'operazione implicherà la necessità di un'autorizzazione specifica, salvo che, come anzidetto, non sia sopportato da soggetti diversi dalla società.

Capitolo secondo.

LA TRASFORMAZIONE NELLE PROCEDURE CONCORSALE

1. La trasformazione in pendenza di stato di liquidazione

L'istituto della trasformazione è stato oggetto di particolare attenzione nella riforma societaria, e presenta, rispetto alla legislazione precedente forti caratteri di novità, sia nella revisione delle norme tradizionali, che alla sua estensione a singolari fattispecie considerate e denominate eterogenee⁵⁸.

Prima di trattare della trasformazione in pendenza di procedure concorsuali, si ritiene necessario e propedeutico trattare di tale operazione straordinaria stante lo stato di liquidazione della società.

Nell'impianto codicistico manca una norma che contempli la possibilità di trasformare una società in pendenza di tale stato. È dato, tuttavia, individuare, all'indomani dell'intervento riformatore del 2003, diverse disposizioni da cui è possibile, *in termini di principio*, desumere la legittimità di un "cambio di veste", anche in questa fase particolare della vita della società⁵⁹. A tal proposito:

- 1) l'art. 2488 c.c. ha chiarito che le disposizioni sulle decisioni dei soci, sulle assemblee, e sugli organi amministrativi e di controllo, si applicano, anche durante la liquidazione (se compatibili);
- 2) è venuto meno il divieto a carico dei liquidatori di porre in essere nuove operazioni. Essi, ai sensi dell'art. 2489 c.c., hanno oggi il potere di compiere tutti gli atti utili per la liquidazione della società. Da ciò non può desumersi che i liquidatori hanno poteri d'azione illimitati; il limite al loro potere esiste e può ricavarsi dalla stessa lettera della norma, e sta nella possibilità di portare a termine o compiere solo gli atti utili alla procedura in corso⁶⁰. Vanno considerati utili gli atti, non solo *opportuni*, ma anche *convenienti*;
- 3) (come anzidetto) il fallimento non rappresenta più una causa di scioglimento delle società di capitali. La dichiarazione di fallimento è prevista dal codice civile come causa di scioglimento in seno agli artt. 2308 e 2323 c.c., ovvero per le società in nome collettivo e per le società in accomandita semplice, (non per società

⁵⁸ Così SALAFIA V., *La trasformazione nella riforma societaria*, in *Le società*, n. 6/2008, 665.

⁵⁹ In tal senso ZINGAROPOLI A., *La trasformazione di società in stato di liquidazione*, in *Studium iuris*, 2/2008, pag. 124. Si tenga però presente che parte della dottrina ritiene incompatibile nella riforma la trasformazione con lo stato di scioglimento e di liquidazione, "nemmeno – anche in ciò differenziandosi dalla fusione – se allo stato avanzato dell'inizio della ripartizione dell'attivo". Così SANTOSUOSSO D. U., *Società di capitali, Commentario* a cura di Giuseppe Nicolini, Alberto Stagno D'Alconres, Napoli, 2004, *Sub art. 2499*, pag. 1906.

⁶⁰ ZINGAROPOLI A., *op. cit.*, pag. 125.

per azioni ed a responsabilità limitata). Ne discende che la dichiarazione del tribunale non comporta più l'automatica estinzione dell'ente⁶¹.

Il legislatore, prevedendo all'art. 2484 c.c. che la società si scioglie per le altre cause previste dalla legge, (applicandosi in tal caso le disposizioni degli art. 2485 ss. c.c., in quanto compatibili), sembra stabilire che la società può essere posta in liquidazione, sia in pendenza di procedura fallimentare, che al termine della stessa, in presenza dei presupposti e con le modalità stabilite dalla legge.

Si è inteso rinviare alla disciplina speciale per decidere la sorte dell'impresa che versi in stato di insolvenza, prevedendo, di volta in volta, se la stessa debba venire o meno liquidata. Non si può ipotizzare (allora) un diritto soggettivo del socio alla liquidazione della quota, che si attualizza allorquando si verifica una causa di scioglimento.

- 4) l'art. 2499 c.c. ammette la trasformazione anche in pendenza di procedura concorsuale, col solo limite della compatibilità con lo stato e la finalità della procedura. Se è vero che la norma nulla dispone in merito alla trasformabilità di una società soggetta a liquidazione ordinaria, è altrettanto vero che, ammettendosi la trasformazioni in presenza di procedure concorsuali, (in quanto tali, invasive dell'organizzazione sociale), tale operazione straordinaria dovrà ammettersi - è stato affermato - qualora la società versi in liquidazione ordinaria. Secondo autorevole dottrina, è *certo* che, alla luce di tale norma, la trasformabilità di società in liquidazione risulta fuori discussione (almeno per le società di capitali)⁶².
- 5) gli artt. 2501 e 2506 c.c. riconoscono la possibilità a società in liquidazione, che non abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo, di avviare i procedimenti di fusione e di scissione. Siccome, qualora il tipo di società risultante all'esito della fusione o della scissione sia diverso da quello della/delle società che vi hanno partecipato, si verifica pur sempre una trasformazione delle stesse, dovrà necessariamente ammettersi la trasformazione in pendenza di uno stato di liquidazione.

2. La trasformazione liquidativa e la trasformazione per revocare la liquidazione

I primi commentatori della riforma propendevano per ammettere la trasformazione solo nel caso in cui la procedura avesse come obiettivo finale la conservazione della società

⁶¹ Anche se, di solito, in tale situazione, si verifica la perdita del capitale sociale e l'impossibilità di conseguire l'oggetto sociale. Così PANZANI L., *Commento all'art. 2499 c.c.*, in AA. VV., *Gruppi, trasformazioni, fusioni, scissioni, scioglimento e liquidazione, società estere* (artt. 2482-2510), a cura di Lo Cascio, Milano, 2003, 298.

⁶² SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 251.

ed il ripristino della sua attività di impresa⁶³. Accedendo a tale impostazione, si riteneva compatibile la trasformazione con il concordato preventivo, ed incompatibile la medesima con procedure meramente dissolutive e liquidatorie, come il fallimento.

Tale impostazione è stata oggetto delle seguenti critiche.

In primo luogo, non si tiene conto dell'opportunità di una trasformazione con finalità precipuamente liquidative. È stato sostenuto che, qualora il legislatore avesse voluto stabilire un discrimine netto tra procedure compatibili ed incompatibili con la trasformazione, lo avrebbe fatto espressamente. Se la trasformazione può essere finalizzata a ridurre i costi della liquidazione, potrebbe essere compatibile anche con il fallimento, (sempre, chiaramente, tenendo in debito conto lo stato della procedura).

In secondo luogo, tale opinione è impostata su un concetto di "fallimento" obsoleto, ampiamente superato dalla riforma della legge fallimentare. Si legge nella relazione alla riforma che punto di partenza dell'intervento rinnovatore è stato quello di introdurre nel nostro ordinamento istituti che considerino le procedure concorsuali, non più in termini liquidatori e sanzionatori, ma come mezzo per garantire la conservazione dei mezzi organizzativi dell'impresa, assicurandone, se possibile, la sopravvivenza, o procurando comunque ai creditori una maggiore garanzia patrimoniale. La nuova legge fallimentare risulta allora orientata verso il recupero delle capacità produttive dell'impresa ed al superamento della crisi aziendale.

Stanti tali riflessioni, appare priva di giustificazioni la *ritrosia* mostrata in merito alla trasformazione pendente il fallimento⁶⁴.

Si è in precedenza osservato che, nella visione tradizionale⁶⁵, la trasformazione viene considerata un'operazione di ristrutturazione della società. In quest'ottica la trasformazione non avrà mere finalità di liquidazione, ma sarà orientata alla riattivazione dell'impresa. Lo scopo della liquidazione, in quanto fase preordinata all'estinzione delle passività ed al riparto di eventuali attività sarebbe inevitabilmente in contrasto con la trasformazione. Si sosteneva che la società che avesse desiderato interrompere la liquidazione, avrebbe dovuto deliberare, anzitutto, la revoca dello stato di liquidazione, ed, in secondo luogo, la trasformazione. Il problema era strettamente connesso all'ammissibilità della revoca dello stato di liquidazione ed, eventualmente,

⁶³ DE ANGELIS L., *La trasformazione nella riforma del diritto societario*, cit., p. 383 e ss.

⁶⁴ Così, ANNARITA ZINGAROPOLI, *op. cit.*, pag. 131.

⁶⁵ Di tale avviso: GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano*, Torino, 1959, 436; BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società*, Milano, 1948, 571; Trib. Roma 3 novembre 1986, in *Riv. Not.*, 1988, 783; App. Venezia 24 gennaio 1998, in *Società*, 1999, 189; Trib. Udine, 3 ottobre 1986, in *Società*, 1987, 303, e 26 novembre 1987, in *Foro it.*, 1988, I, 3431.

alle relative modalità. Si dibatteva se fosse necessario il consenso unanime di tutti i soci, i quali avrebbero in tal modo rinunciato al diritto alla quota di liquidazione agli stessi spettante, oppure se l'assemblea avesse potuto validamente deliberare a maggioranza sul presupposto che al socio, fintanto che non viene approvato il bilancio finale di riparto/liquidazione, non spetterebbe alcun diritto⁶⁶. La tesi della maggioranza era argomentata anche in base alla lettera dell'art. 2451 c.c., che, (stabilendo che la disciplina dell'assemblea trova spazio anche durante la liquidazione), si riteneva applicabile anche alla deliberazione con la quale si ponesse fine alla liquidazione attraverso la trasformazione⁶⁷. Non può però trascurarsi che, già ante riforma, parte della dottrina riteneva che, aperta la fase di liquidazione, potesse aversi trasformazione, purché l'operazione non comportasse la cessazione dello stato di liquidazione, di modo che, avendosi solo un mutamento della struttura organizzativa al fine di facilitare la stessa operazione di liquidazione, non vi fosse pregiudizio per i creditori sociali⁶⁸. Tutt'oggi, parte della dottrina, ritiene che, ai fini della trasformazione della società in stato di liquidazione, occorre una preventiva revoca dello stato di liquidazione⁶⁹. Occorre domandarsi se la revoca della liquidazione e la trasformazione possano essere assunte contestualmente⁷⁰, visto che, essendo la prima propedeutica all'altra, per adottare la seconda, si dovrebbe attendere l'efficacia della prima, vale a dire, l'iscrizione nel registro delle Imprese, ai sensi dell'art. 2436 c.c., ed il trascorrere del termine di sessanta giorni senza che i creditori abbiano fatto opposizione. Si tratterebbe, come è intuitivo, di una delibera "a cascata". Il Consiglio Notarile di Milano ha affermato, sul punto, che l'efficacia costitutiva della pubblicità nel registro delle

⁶⁶ CESARONI G., *Commento sub art. 2499*, in *Commentario Maffei Alberti*, Padova, 2005, vol. IV, pag. 2458.

⁶⁷ Sul problema delle delibere assembleari compatibili o meno con la fase liquidatoria, GALLESIO-PIUMA, *I poteri dell'assemblea di società per azioni in liquidazione*, Milano, 1986, 126 ss. e 201 ss. Sull'ammissibilità della trasformazione quando, in presenza di una causa di scioglimento, non si è ancora aperta la fase della liquidazione: BUONOCORE, *Sulla trasformazione delle società lucrative durante lo stato di liquidazione*, in *Riv. soc.*, 1962, 1023; CAGNASSO, *La trasformazione delle società*, *Commentario Schlesinger*, Milano, 1996, 97; BONAVERA, *La trasformazione omogenea*, in *Trasformazione, fusione, scissione, Opa, società quotate* a cura di G. Schiano di Pepe, Milano, 1999; in giurisprudenza, Trib. Cagliari, 9 febbraio 1987, in *Riv. dir. comm.*, 1987, II, 553; Trib. Alba, 22 aprile 1988, in *Società*, 1998, 1438; Trib. Verona, 11 marzo 1999, in *Società*, 1999, 1102; App. Trieste, 8 novembre 1996, in *Società*, 1987, 303; App. Trieste, 6 ottobre 1986, in *Società*, 1987, 53.

⁶⁸ Sul punto: DE ANGELIS, *La trasformazione di società*, *cit.*, 156 ss. e 161; AMADIO, *La trasformazione a fini liquidativi*, in *Riv. not.*, 1987, I, 263; Trib. Udine, 19 luglio 1985, *Società*, 1985, 1312; App. Trieste, 8 novembre 1986, in *Società*, 1987, 303.

⁶⁹ CAPOZZI, *Le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici*, Milano, 2005.

⁷⁰ E quindi verbalizzate nel corpo del medesimo atto.

imprese non impedisce che gli organi sociali assumano delibere al cui fondamento concorrono modificazioni dello statuto non ancora iscritte⁷¹.

Secondo altra dottrina, si può procedere alla trasformazione di una società che versi in stato di liquidazione, a prescindere da una distinta ed espressa revoca di tale stato. Tale impostazione argomenta che, poiché l'instaurarsi di una procedura concorsuale presuppone che la società versi in una situazione di difficoltà di far fronte ai suoi impegni, appare logico pensare che l'operazione straordinaria non presupponga la revoca dello stato di liquidazione⁷².

Se, infatti, la trasformazione è *necessariamente* e finalisticamente orientata al ritorno *in bonis* della società, la revoca dello stato di liquidazione è implicitamente disposta con la decisione in merito alla trasformazione, occorrendo, in tal caso, eliminare la causa che ha dato luogo allo scioglimento. Troverà dunque applicazione il disposto dell'art. 2487 *ter* c.c., e la delibera di trasformazione spiegherà la propria efficacia solo dopo sessanta giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese, salvo che consti il consenso dei creditori o il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso.

Quanto sopra accedendo alla tesi (oggi minoritaria) secondo la quale non trova spazio nel nostro ordinamento una trasformazione con mere finalità di liquidazione. Va però osservato che copiosa dottrina è di diverso avviso, ammettendo, come anzidetto, che la trasformazione possa avere, anche nei peculiari casi qui al vaglio, finalità di riorganizzazione⁷³. La società potrebbe decidere dell'operazione straordinaria esclusivamente ai fini della procedura liquidativa, per realizzare un risparmio di spesa, senza alcuna prospettiva di ripresa. La trasformazione si atteggierebbe come strumento di semplificazione della liquidazione. L'obiettivo sarebbe, in altre parole, quello di tagliare le spese connesse alle (spesso onerose) operazioni liquidative. Nella fattispecie al vaglio non potrà scorgersi nella delibera di trasformazione una revoca implicita dello stato di liquidazione, e nemmeno sarà necessario eliminare la causa dello scioglimento.

⁷¹ Così la Massima n. 19: "il principio - stabilito nell'art. 2436 c.c. - secondo cui le modifiche statutarie acquistano efficacia solo "dopo l'iscrizione" nel Registro delle Imprese non impedisce che vengano assunte, a cura degli organi sociali muniti della relativa competenza, delibere fondate sulla modificazione statutaria approvata ma non ancora iscritta; l'efficacia di tali delibere è subordinata all'iscrizione nel Registro delle Imprese della modificazione statutaria che ne costituisce il presupposto. Qualora una modificazione statutaria attribuisca ad un organo sociale una particolare competenza deliberativa, la competenza stessa può dirsi sussistente (e le relative delibere essere assunte) solo dopo che, con l'iscrizione nel Registro delle Imprese, la modificazione statutaria ha assunto efficacia".

⁷² Così, A. ZINGAROPOLI, *op. cit.*, pag. 128.

⁷³ In tal senso: A. Trieste 8.11.1986, in *Foro it.*, 1987, I, 229; T. Udine 19.7.1985, in *Società*, 1985, 1312; T. Verona 15.5.1986, in *Riv. Not.*, 1987, 263 ss.; AMADIO G., *op. cit.*, 263 ss.; MONTAGNANI C., *Deliberazioni assembleari e procedure liquidatorie*, Milano, 1999, spec. 121 ss; ALESSI R., *I liquidatori di società per azioni*, Torino, 1994, 150

La dottrina ha indagato in merito alla ammissibilità della trasformazione liquidativa. Una simile indagine si è resa necessaria dal momento che manca una puntuale previsione da parte del legislatore in relazione ad essa. Bisogna, allora, ai fini di un preliminare giudizio di liceità e meritevolezza, valutare gli interessi coinvolti che la trasformazione potrebbe, in qualche modo, pregiudicare.

- L'attenzione volge anzitutto, come è ovvio, ai creditori sociali. È stato sostenuto⁷⁴ che dalla trasformazione non può derivare alcun pregiudizio ai creditori sociali. Infatti, se a trasformarsi è una società di capitali in società di persone, la tutela dei creditori sarebbe addirittura più estesa, giacché i soci, all'esito dell'operazione, risponderanno illimitatamente delle obbligazioni sociali. Qualora poi a trasformarsi sia, invece, una società di persone in capitali, va ricordato che i soci sono liberati dalla responsabilità illimitata, per le obbligazioni sociali sorte prima degli adempimenti previsti dal terzo comma dell'art. 2500 c.c., soltanto se i creditori sociali hanno dato il loro consenso alla trasformazione⁷⁵. Va altresì ricordato che i creditori sociali, stante il disposto dell'art. 2500 *novies* c.c., possono, nel termine di sessanta giorni dall'ultimo degli adempimenti pubblicitari previsti dall'art. 2500 c.c., fare opposizione, così paralizzando la trasformazione *tout court*.
- Bisogna poi guardare agli interessi dei soci. È intuitivo che l'interesse del socio è quello al residuo attivo da ripartirsi al termine della liquidazione. È stato sostenuto, a tal proposito, che il risparmio di spesa che l'operazione mira a perseguire aumenta la possibilità che vi sia un attivo patrimoniale da attribuire lui pro quota⁷⁶. Pleonastico sottolineare che si dovrà comunque considerare lo stato della procedura liquidativa. Appare difficile ravvisare la convenienza dell'operazione quando è terminata l'attività di conversione in denaro dei beni sociali o è stato approvato il bilancio finale di liquidazione.

⁷⁴ Così A. ZINGAROPOLI, *op. cit.*, pag. 129.

⁷⁵ *Ex art. 2500 quinquies* c.c.

⁷⁶ Ancora ZINGAROPOLI A., *op. cit.*, pag. 130.

3. La trasformazione in pendenza di procedura concorsuale.

Si ribadisce: mentre in passato si riteneva possibile la prosecuzione dell'attività produttiva soltanto dopo la chiusura del fallimento, la novità della riforma consiste nella possibilità di far luogo alla trasformazione anche pendente una procedura concorsuale⁷⁷. L'operazione di trasformazione, esplicitamente possibile in pendenza di crisi o di procedure concorsuali, costituisce valido ed agile mezzo per adattare la veste giuridica della società in *special situation* al modificato *background* nella quale sarà immersa una volta cominciato il processo di ristrutturazione. Il mutamento del tipo di società risultante dalla riorganizzazione, non comporta la modificazione degli assetti proprietari/imprenditoriali, né la circolazione del governo dell'impresa, e sembra essere, come già rilevato, operazione indifferente per i creditori⁷⁸.

Questa minore *invasività* si può osservare nello stesso procedimento di trasformazione, che in punta di diritto, non può neppure dirsi "procedimento", in quanto non consta di fasi distinte, prevedendo un unico momento in cui avviene l'illustrazione della proposta, l'approvazione e la redazione dell'atto di trasformazione⁷⁹.

Il mutamento del "tipo" della società risultante dalla riorganizzazione concordataria non implica un fenomeno di circolazione della ricchezza imprenditoriale e del governo

⁷⁷ Sul punto MONTAGNANI C., *Diritto societario e procedure concorsuali: spunti di riflessione*, nota a Cass. 8 giugno 1995, n. 6485, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, II, 612; Idem, *Deliberazioni assembleari e procedure liquidatorie*, Milano, 1999, 121, in cui l'Autore sostiene che le procedure concorsuali lascino integre le competenze deliberative che esulano da operazioni di disposizione del patrimonio. Sull'ammissibilità della trasformazione in pendenza della procedura di amministrazione straordinaria, pur nelle controverse modalità, Trib. Cagliari, 20 luglio 1988, in *Impresa*, 1989, 1252; per il caso di liquidazione coatta amministrativa, BONSIGNORI A., *Della liquidazione coatta amministrativa*, in *Commentario Scialoja-Branca alla legge fallimentare* a cura di Bricola, Galgano, Santini, Bologna, 1974, 141. Sul punto anche Trib. Milano 28 marzo 1969, in *Monit. Trib.*, 1968, 786, per il quale la trasformazione non può essere deliberata da una società sottoposta a procedura concorsuale in quanto la liquidazione sottrae alla disponibilità dei soci.

⁷⁸ Va osservato che, secondo autorevole dottrina⁷⁸, l'ambito di applicazione della norma esula dalla trasformazione eterogenea. Si argomenta che la trasformazione di una società in un ente diverso comporta la necessaria cessazione della procedura fallimentare riservata alle imprese. La norma, si aggiunge, nel fare riferimento al requisito della compatibilità, intende circoscrivere la possibilità di trasformazione alle sole ipotesi che non realizzano un pregiudizio ai danni della procedura, ma, al contrario, permettono che la stessa continui nei confronti della nuova struttura. In tal senso, CESARONI G., *op. cit.*, pag. 2460.

⁷⁹ Non è tutto così semplice, naturalmente, in quanto, soprattutto nelle trasformazioni eterogenee, vi è la necessità di predisporre una serie di relazioni e documenti preparatori e conclusivi aventi la finalità di rendere trasparente l'operazione.

Il riferimento a monte è alla stima circa l'effettività del capitale, in caso di trasformazione progressiva verso una società di capitali, alla relazione illustrativa redatta dagli amministratori a beneficio dei soci, e per questo non resa pubblica con l'iscrizione nel Registro delle Imprese, e al consenso "negoziale", cioè prestato da ciascun socio singolarmente non in una assemblea, al cambio di regime di responsabilità in caso di trasformazione regressiva da società di capitali.

Per quanto concerne, invece, gli adempimenti successivi all'attuazione della trasformazione, il riferimento è all'iscrizione nel Registro delle Imprese dell'atto pubblico.

dell'impresa⁸⁰ ed è per questo tendenzialmente indifferente per i creditori, una volta che la situazione di dissesto si sia cristallizzata.

Quando si presenta l'esigenza di trasformare la società, in occasione del riassetto della proprietà, della sua ricapitalizzazione, fusione o scissione, o della sua ristrutturazione finanziaria, troveranno applicazione in sede concorsuale tutte le regole delle trasformazioni progressive o regressive, in punto sia di procedimento formativo (stima del patrimonio sociale, imputazione a capitale, maggioranze qualificate per l'approvazione della delibera, consenso individuale dei soci illimitatamente responsabili), sia di efficacia e di conseguenze dell'atto (pubblicità, decorrenza degli effetti, responsabilità per i debiti pregressi, recesso dei dissenzienti). È possibile peraltro ricorrere, anche in quest'ipotesi, al meccanismo condizionale⁸¹, in modo da far

⁸⁰ Per l'inquadramento sistematico delle *operazioni straordinarie* fra i fenomeni di circolazione dell'impresa e della ricchezza imprenditoriale si veda SPADA, *Diritto commerciale. II. Elementi*, Padova, 2006, 135 ss., 164 ss.

⁸¹ Le deliberazioni societarie aventi ad oggetto operazioni collegate alla proposta di concordato presentano, di norma, carattere "condizionato", quand'anche assunte dallo stesso organo, assembleare o amministrativo, in unico contesto e sono tendenzialmente inefficaci prima dell'omologazione del concordato. La predetta condizione si atteggia, dunque, nel rapporto con il procedimento di concordato preventivo o fallimentare, come condizione sospensiva della delibera, non ancora eseguita e/o realizzata, di modificazione statutaria o di trasformazione, di fusione o di scissione (ovvero dell'atto che conclude il relativo procedimento). Maggiormente problematica appare invece, a causa dei noti limiti alla retroattività in campo societario, la possibilità di apporre una condizione *risolutiva*, che renderebbe le deliberazioni gli atti societari soggetti a caducazione automatica, nel caso di mancata approvazione da parte dei creditori o di diniego dell'omologazione, con gravi ripercussioni interne ed esterne. Tornando alla condizione sospensiva, si tratterà, cioè, di una condizione "volontaria", anche implicita, la cui operatività deve coordinarsi con la condicio juris rappresentata dall'iscrizione nel registro delle imprese, dalla quale dipende l'efficacia della deliberazione di modifica statutaria, trasformazione, fusione o scissione (artt. 2436, co. 5°, 2500, 2502 *bis*, 2506 *ter* c.c.). (Sulla portata "costitutiva" della pubblicità delle deliberazioni di modifica statutaria, in generale, cfr. Salomone, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Nicolini e A. Stagno d'Alcontres, vol. II, Napoli, 2004, *sub* art. 2448, p. 1287; Benassi, in *Il nuovo diritto delle società*, Commentario a cura di A. Maffei Alberti, vol. II, Bologna, 2005, *sub* art. 2436, p. 1469; Ferroni - Preite, *L'efficacia costitutiva dell'iscrizione delle delibere di modifica dell'atto costitutivo*, in *Vita not.*, 2004, p. 1767). La conoscenza legale dell'evento dedotto in condizione, cioè dell'omologazione "definitiva" del concordato, verrebbe assicurata dalla pubblicazione del decreto del tribunale sul registro delle imprese, ai sensi del combinato disposto degli artt. 17, 129, co. 6° e 180, co. 5° l. fall. Seguendo questo schema operativo, la decorrenza degli effetti sia del concordato, sia dell'operazione societaria collegata, resterebbe fissata quindi in relazione alla definitività del decreto di omologazione, che peraltro potrebbe tardare a causa delle opposizioni e delle impugnazioni dei controinteressati (artt. 129 e 131; 180 e 183 l. fall.). Questo momento segna sicuramente l'efficacia iniziale del concordato fallimentare, alla stregua dell'art. 130 l. fall., che ha modificato e razionalizzato, uniformandola in corrispondenza alla scadenza dei termini di opposizione e all'esaurimento delle impugnazioni, la produzione degli effetti (utili e onerosi) del concordato (Cfr. Calavaglio, *op.cit.*; RUOSI, *Commento agli artt. 129-141*, in *La riforma della legge fallimentare*, a cura di Nigro e Sandulli, Torino, 2006, t. 2°, 798 ss.). Laddove, per quanto riguarda il concordato preventivo, la provvisoria esecutività del decreto di omologazione del tribunale (art. 180, co. 5° l. fall.), potrebbe dare adito ad un'esecuzione "anticipata" del piano rispetto a quel momento. Cionondimeno, appare prudentiale subordinare, anche in questo caso, gli effetti delle deliberazioni riorganizzative ovvero il compimento degli atti volti a darvi esecuzione, da parte degli amministratori e dei soci (sottoscrizioni, esecuzione dei versamenti, scorporo dell'azienda, stipulazione dell'atto di fusione o scissione), alla "omologazione definitiva" del concordato, che pone su basi più solide l'attuazione dell'accordo con creditori. E questo al fine di neutralizzare il rischio che le operazioni societarie "a servizio" del concordato, mentre producono modificazioni

dipendere l'effettiva trasformazione, legata irreversibilmente alla pura e semplice iscrizione della decisione (o deliberazione) nel registro delle imprese (artt. 2500 e 2500 *bis* c.c.), all'omologazione definitiva del concordato (e dalla parziale esdebitazione della società), dando, oltretutto, una più forte e sicura "motivazione" alla deliberazione trasformativa (art. 2500 *sexies*, co. 2° c.c.), che potrebbe produrre un notevole impatto sui diritti c.d. amministrativi dei singoli soci⁸².

L'esatta portata del precetto normativo di cui all'art. 2499 c.c. non è di immediata comprensione se si considerano gli effetti tipici della trasformazione, operazione straordinaria che si realizza, come già più volte precisato, nell'ambito della continuità del patrimonio dell'ente che si trasforma e che non comporta circolazione di ricchezza, ma soltanto modifica delle regole organizzative. La trasformazione, non determinando il rischio di sottrazione dei beni ai creditori, potrebbe apparire neutra per la procedura e sempre percorribile.

Il legislatore, invece, tenendo conto delle istanze del ceto creditorio, ha ritenuto che non sempre la trasformazione è indifferente per i creditori, potendo, in relazione alle sue concrete modalità attuative e alle peculiari situazioni in cui la società può venirsi a trovare, non rappresentare la scelta più idonea per la procedura concordataria. Il giudizio di compatibilità della trasformazione con le finalità e lo stato della procedura va effettuato in concreto e su un duplice piano: occorre valutare se la trasformazione sia in linea con gli obiettivi ai quali tende la procedura concorsuale ("*le finalità*") e se, in considerazione degli obiettivi raggiunti fino a quel momento, la trasformazione possa comunque condurre a perseguire un risultato utile ("*lo stato*").

irreversibili (o comunque assai difficilmente reversibili) nella sfera societaria o dei terzi, d'altra parte non realizzino il loro scopo ultimo di sistemazione concordata della crisi o dell'insolvenza. Un'alternativa a siffatto modello operativo potrebbe consistere nella programmazione o nella promessa, contenuta in seno alla proposta approvata dall'organo sociale competente, dell'operazione sul capitale o straordinaria "collegata"; la quale verrebbe pertanto decisa – e non soltanto attuata – in sede di esecuzione del concordato, rinviandosene a uno stadio successivo all'omologa, ed in conformità alle prescrizioni del decreto, la deliberazione formale, che determina la modifica organizzativa della società. Tale promessa dovrebbe ragionevolmente basarsi su apposite "intese preliminari" fra amministratori e soci, fra i soci stessi e fra questi ed i terzi, idonee a riflettersi in piani, progetti, bozze di deliberazioni o di atti che proiettano gli effetti (patrimoniali e societari) della ristrutturazione programmata, e che dovrebbero appunto trasparire dalla proposta di concordato, restando pertanto assoggettati alla valutazione e/o alla decisione della comunità (o delle classi) dei creditori e degli organi della procedura. Si tratta, tuttavia, di un'alternativa alquanto meno garantistica per i creditori sociali, perché esposta all'incertezza ulteriore dell'esito del procedimento decisionale e della adesione dei soggetti terzi coinvolti, e come tale per loro meno allettante, salvo che non venga sin dall'inizio corroborata dall'assunzione di specifici e irrevocabili impegni "collaterali" alla proposta. Senza dire del rischio di deterioramento della situazione patrimoniale e finanziaria della società debitrice, con danno dei creditori concorsuali, legato agli ostacoli, ritardi e contrasti che possono manifestarsi, anche strumentalmente, nella fase esecutiva del concordato. Tuttavia, in particolari situazioni, essa può risultare utile per agevolare la ricapitalizzazione della società.

⁸² In tal senso Guerrera F. e Maltoni M., *op. cit.*, 17.

Nella strategia concordataria sembrano essere tre le modalità di utilizzo della trasformazione:

- a) l'operazione viene implementata nella fase esecutiva del concordato, successiva all'omologazione. In tale prospettiva, la trasformazione, sebbene utile ai fini del risanamento, ha vita autonoma rispetto alle sorti della procedura concorsuale, soprattutto considerando l'intangibilità che tale operazione assume una volta effettuati tutti gli adempimenti burocratici (e il superamento di eventuali ricorsi), anche nel caso in cui il concordato sia successivamente risolto o annullato, e della irretroattività della risoluzione o dell'annullamento rispetto ai creditori, riportata nell'art. 140 L.F.⁸³;
- b) l'operazione straordinaria è parte integrante della proposta, costituendone l'ossatura essenziale; si prevede, però, che l'efficacia dell'operazione resti sospensivamente condizionata all'omologazione del concordato o, addirittura, risolutivamente condizionata alla mancata omologazione;
- c) benché parte integrante della proposta, la trasformazione non presenta alcun "nesso di condizionalità"⁸⁴ all'approvazione del concordato, per cui viene deliberata e attuata senza aspettare l'esito del processo di omologazione.

3.1. In particolare: le trasformazioni regressiva e progressiva in pendenza di procedura concorsuale.

Tra le possibili modalità di questa operazione straordinaria, in particolare la trasformazione regressiva delle società di capitali in società di persone rappresenta una delle operazioni più ricorrenti in pendenza di processi di risanamento dell'impresa. La trasformazione regressiva, infatti, ha luogo frequentemente nei momenti di crisi di impresa che possono comportare importanti perdite di capitale. Il passaggio a un tipo sociale più elementare e meno vincolato in termini di limiti legali al capitale⁸⁵, può rappresentare una soluzione per proseguire l'attività d'impresa. Tale fattispecie comporta, come si è accennato, il cambio del regime di responsabilità (da limitata a illimitata) del socio che presta consenso a tale tipo di trasformazione, anche per le obbligazioni sorte anteriormente alla trasformazione. Il momento in cui l'assemblea dei soci approva la trasformazione e quello in cui i soci singolarmente accettano il cambio

⁸³ PALMIERI G., *op. cit.*, p. 1092-1099.

⁸⁴ PERRINO A. M., *Concordato preventivo e trasformazione*, in *Il Fallimento*. 2011, N. 3, p. 364

⁸⁵ *Ex art. 2446 c.c.*, è prevista la riduzione del capitale sociale delle società capitalistiche in seguito a gravi perdite, alle quali, tuttavia, si può porre rimedio proprio trasformando il tipo di società.

del proprio regime di responsabilità può anche non coincidere, essendo queste due decisioni molto diverse sul piano del dispiegamento degli effetti: la prima intacca la veste giuridica della società e viene prestato in sede di delibera assembleare secondo le maggioranze previste per la modificazione dell'atto costitutivo; la seconda, invece, si ripercuote sul patrimonio del singolo socio e la manifestazione di tale consenso può avvenire prima, durante o successivamente l'assemblea riunita per deliberare la trasformazione, in forma di atto pubblico o di scrittura privata autenticata⁸⁶.

Il consenso all'assunzione della qualità di socio illimitatamente responsabile da parte di un soggetto solvibile, che si erge a garanzia delle obbligazioni della società in crisi, è sicuramente un aspetto imprescindibile in riferimento alla valutazione di fattibilità e convenienza di una proposta concordataria da parte degli organi della procedura e dei creditori.

Al fine dello studio circa l'efficacia di tale genere di operazioni, pare interessante il caso deciso dal Tribunale di La Spezia relativo ad una s.r.l., la quale formulava proposta di concordato preventivo in cui, per far fronte al fabbisogno concordatario, stabiliva la trasformazione della proponente in società in accomandita semplice, con effetti sospensivamente subordinati all'omologazione del concordato, e, in ragione della quale, i due soci della s.r.l., fideiussori della società, divenivano accomandatari illimitatamente responsabili, facendo confluire nell'attivo i rispettivi patrimoni⁸⁷.

Il Tribunale di La Spezia ha dichiarato ammissibile la proposta, rimarcando che la relazione di corredo della proposta non lascia emergere profili di frode degli interessi dei creditori garantiti da fideiussione, e prospetta anche per questi creditori la convenienza dell'operazione concordataria.

All'opposto, la trasformazione può essere utilizzata dai soci di società di persone per tutelarsi dallo spettro dell'estensione del fallimento ai propri patrimoni personali. La trasformazione progressiva da società di persone a società di capitali comporta la "contrazione" a uno solo, quello della società, dei patrimoni responsabili per le obbligazioni contratte per l'attività d'impresa e, decorso un anno dalla cessazione della responsabilità illimitata, si può agevolmente impedire che sia dichiarato il fallimento in estensione dei soci, secondo quanto riportato nell'art. 147, comma 2 L. F., nel caso in

⁸⁶ È sorta una forte disputa circa l'importanza di tale consenso "negoziale". Parte della dottrina ritiene che la delibera assembleare non possa essere adottata senza tale consenso; si ritiene cioè che il consenso "negoziale" sia "condizione di validità" della delibera. La dottrina prevalente, al contrario, ritiene che il consenso "negoziale" sia "condizione di efficacia" per la delibera, che resta "sospensivamente condizionata" all'espressione del consenso. In assenza di tale consenso, dunque, non potrebbe iscriversi la delibera nel Registro delle Imprese, giacché ancora improduttiva di effetti.

⁸⁷ Trib. La Spezia (sez. fall.), (decreto) 5 novembre 2010.

cui sopraggiunga il fallimento della società. In ragione di quanto esposto sub paragrafo 2, l'operazione *de qua* non danneggia i creditori sociali, infatti è negozio che non comporta trasferimenti di ricchezza, né mutamenti di titolarità dei beni, e neppure incrementi o diminuzioni nella consistenza dei patrimoni, ma ciò che si determina è una mera vicenda organizzativa, senza effetti sul terreno patrimoniale⁸⁸.

4. Concordato preventivo e trasformazione di società.

Si ritiene utile dedicare particolare attenzione all'operazione di trasformazione nel concordato preventivo, in quanto ipotesi più ricorrente e spesso opportuna nella prassi.

a. La compatibilità

L'ammissibilità della trasformazione di una società in pendenza di concordato preventivo è risolta positivamente dall'art. 2499 c.c., che subordina peraltro l'adozione della decisione di trasformazione al preventivo vaglio di compatibilità della stessa con le finalità e lo stato della procedura.

Con riguardo, in particolare, alle trasformazioni regressive delle società di capitali in società di persone, giova ricordare che quanti assumono la posizione di soci illimitatamente responsabili della società trasformata rispondono illimitatamente anche per le obbligazioni sociali sorte anteriormente alla trasformazione (art. 2500 *sexies*, ult. co. c.c.): disposizione che rievoca il principio dettato in materia di società personali dall'art. 2269 c.c. La trasformazione regressiva, come anzidetto, interviene frequentemente in fasi di declino o di crisi dell'impresa e in concomitanza all'abbattimento del capitale per perdite, come alternativa alla ricapitalizzazione e alla messa in liquidazione della società: una fase, questa, in cui si pone normalmente anche il problema della "capienza" e della "liquidità" del patrimonio sociale, ai fini del soddisfacimento dei creditori. Orbene, nell'ottica del concordato, il consenso all'assunzione della qualità di socio illimitatamente responsabile, da parte di un soggetto adeguatamente solvibile, il quale si presti così a supplire al *deficit* di garanzia patrimoniale della società in crisi o insolvente, può integrare un aspetto decisivo della proposta ai fini della valutazione di convenienza degli organi della procedura e dei creditori e della copertura del fabbisogno concordatario.

⁸⁸ Briolini F., *op. cit.*

L'utilità della trasformazione di una società in concordato preventivo è astrattamente perseguibile sia nell'ambito di una procedura liquidativa, sia nell'ambito di una procedura che miri a salvare il complesso industriale ed alla prosecuzione dell'attività⁸⁹.

b. La competenza in ordine al giudizio di compatibilità

Si ritiene che il giudizio di compatibilità in ordine alla trasformazione in pendenza di concordato preventivo non spetti al Notaio rogante ma agli organi della procedura, i quali variano in ragione della fase della procedura nel corso della quale la delibera è assunta.

Il Notaio infatti valuta la conformità della delibera e dell'atto costitutivo alla legge, verificando che la struttura organizzativa programmata dai privati sia compatibile con il modello organizzativo prefigurato dal legislatore. Si tratta di un controllo di legalità formale e sostanziale, ma *non di merito*, in quanto il pubblico ufficiale non può sindacare l'opportunità dell'operazione. La verifica del rispetto delle condizioni richieste dall'art. 2499 c.c., per potere procedere alla trasformazione, richiede la conoscenza delle specifiche caratteristiche della società e della procedura che non emergono direttamente dai lavori assembleari, ma postulano valutazioni e accertamenti extra-assembleari che il Notaio non è chiamato a svolgere.

⁸⁹ Si propone qualche esempio per illustrare le potenzialità applicative della fattispecie al vaglio. Una prima finalità raggiungibile con la trasformazione di società in concordato preventivo si rinviene nella stessa relazione al decreto di riforma del diritto societario dove si prende in considerazione l'ipotesi di trasformazione di s.p.a. in s.r.l. al fine di ridurre gli oneri della procedura: tali minori oneri sarebbero individuabili nella riduzione dei costi per gli organi sociali che si realizza con l'eliminazione dei soggetti incaricati del controllo contabile, nonché nelle inferiori spese di convocazione dell'assemblea e di adozione delle delibere assembleari, soprattutto nel caso in cui ci si avvalga dei sistemi alternativi al metodo assembleare quali quelli della consultazione scritta e del consenso espresso per iscritto. L'interesse a ridurre i costi di gestione si ritiene possa sussistere in concreto sia nell'ipotesi di procedura liquidativa dove potrebbe residuare un riparto attivo da distribuire tra i soci, sia nell'ipotesi di procedura volta al risanamento dell'impresa, in cui l'interesse dei soci al risparmio è mosso anche da interessi egoistici nell'ottica della prosecuzione dell'attività. Proseguendo nell'indagine esemplificativa si può cogliere l'utilità di una trasformazione progressiva di società di persone o di s.r.l. in s.p.a. laddove si consideri che il piano sulla base del quale è richiesto dall'imprenditore in crisi il concordato preventivo può essere perseguito *“anche mediante la cessione di beni, accollo o altre operazioni straordinarie ivi compresa l'attribuzione ai creditori nonché a società da questi partecipate di azioni, quote, obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari o titoli di debito”* (art. 160 l. fall.). In quest'ottica la trasformazione potrebbe condurre ad un tipo di arrivo in grado di emettere strumenti finanziari da attribuire ai creditori, qualora tale emissione fosse inibita nel tipo di partenza. Potrebbe darsi in concreto anche il caso di trasformazione regressiva di società di capitali in società di persone, che, a prima vista potrebbe apparire alquanto improbabile, comportando l'assunzione da parte dei soci di una società in conclamato stato di crisi, della responsabilità illimitata per tutte le obbligazioni sociali, anche quelle sorte prima della trasformazione, stante il disposto dell'art. 2500 *sexies*, comma 4. L'utilità di tale operazione è ravvisabile nel caso in cui il sacrificio del socio nel mettere a disposizione dei creditori dell'impresa i suoi beni personali, sia bilanciato dal fatto che l'accesso al concordato gli offra la prospettiva di una almeno parziale esdebitazione.

Ciò precisato, si ritiene che debba risultare dalla delibera, in quanto presupposto indefettibile per la sua legittima adozione, il positivo vaglio di compatibilità effettuato dagli organi della procedura, anche mediante il richiamo e/o allegazione del provvedimento autorizzativo rilasciato.

La pendenza della procedura di concordato preventivo non inibisce né altera l'operatività della disciplina ordinaria della trasformazione, non limita il potere deliberativo dell'assemblea, salvo il vaglio di compatibilità dell'art. 2499 c.c., né costituisce causa di decadenza degli organi sociali. Pertanto troveranno applicazione non solo tutte le regole procedurali della trasformazione, (stima del patrimonio sociale, quorum rafforzati, consenso individuale dei soci illimitatamente responsabili) ma anche quelle relative agli effetti e alla pubblicità della delibera.

c. Le (eventuali) autorizzazioni necessarie

È bene prestare attenzione al fatto che, a differenza della fusione e della scissione, il cui procedimento formativo si articola in due fasi, delibera e atto di esecuzione della stessa, la trasformazione si perfeziona, per effetto della stessa delibera, nell'unico contesto assembleare, (come dapprima precisato). Ciò significa che la decisione di trasformazione deve essere preventivamente autorizzata, in quanto operazione destinata a dispiegare, una volta assunta, i propri effetti.

Anzitutto, la necessità di un'autorizzazione *ad hoc* viene meno nel caso in cui la delibera di trasformazione sia assunta dopo il deposito della domanda di concordato e prima dell'omologa della proposta, laddove essa sia indicata nel piano *ex art. 161*, secondo comma, lett. e) l. fall. quale modalità attuativa del concordato e la sua efficacia sia condizionata all'omologazione del concordato stesso. L'assunto sopra esposto considera chiaramente, a monte, legittime le delibere "condizionate"⁹⁰.

L'autorità competente al rilascio dell'autorizzazione è differente in relazione al momento in cui la decisione di trasformazione viene assunta. In particolare, si ha competenza del tribunale, se non è stato ancora emesso il decreto di ammissione al

⁹⁰ Per il Notaio che decida di procedere in questo senso, ovvero ricevendo e omologando una delibera di trasformazione sottoposta alla condizione dell'omologazione del piano è opportuno, in considerazione del fatto che l'attuale sistema di pubblicità degli atti societari non consente di dare evidenza in visura di eventuali termini e condizioni previste negli atti stessi, di procedere ad un doppio deposito presso la Camera di Commercio, ovvero un primo deposito della delibera ricevuta, ai fini di una astratta conoscibilità della stessa ai terzi, ma omettendo di dar corso al relativo adempimento dal quale discende la pubblicità dell'evento modificativo in visura ed un secondo deposito, una volta verificatasi la condizione, al fine di dare definitiva e completa pubblicità all'operazione.

concordato; la competenza è invece del giudice delegato, se il decreto è già stato emesso.

Occorre precisare che dette autorizzazioni riguardano l'adozione di una delibera di trasformazione immediatamente efficace ovvero efficace secondo le regole ordinarie di cui all'art. 2500 c.c., secondo e terzo comma, e non fanno riferimento alla diversa ipotesi di delibera di trasformazione condizionata all'omologa del concordato.

Il limite temporale a partire dal quale l'autorizzazione degli organi della procedura, al fine del vaglio di compatibilità di cui si è detto, non è più richiesto, coincide con l'emissione del decreto di omologazione del concordato, e, ai sensi dell'art. 181 l. fall., la procedura di concordato preventivo si chiude con il decreto di omologazione della proposta *ex art.* 180 l. fall. Bisogna però distinguere tra concordato con continuità aziendale e concordato con cessione di beni.

Nell'ipotesi di concordato con continuità, il debitore riacquista il pieno potere di amministrare i propri beni, seppur con il fine di adempiere gli impegni assunti con la proposta di concordato. La società sarà quindi libera di deliberare un'operazione di trasformazione, senza dover richiedere alcuna autorizzazione; tuttavia, laddove la trasformazione non sia stata prevista nel piano e comporti costi a carico della società non preventivati, la sua adozione potrebbe dar luogo addirittura alla risoluzione del concordato ai sensi dell'art. 186 l. fall.

Nell'ipotesi, invece, di concordato con cessione di beni, seppur la società sia legittimata a deliberare una trasformazione, conservando gli organi sociali la propria operatività, laddove l'operazione comporti costi a carico della società, sarà necessario chiamare in causa il liquidatore che, per sostenere l'esborso, dovrà essere debitamente autorizzato ai sensi di legge.

d. Il particolare caso di trasformazione nel concordato di s.p.a. in s.r.l. senza ripianamento perdite

Può accadere che forme di società più complesse ed evolute, in particolare società per azioni, intendano, durante il concordato, deliberare la trasformazione in modelli societari, seppur capitalistici, più snelli, quale per eccellenza la società a responsabilità limitata. Può accadere altresì che, in siffatta ipotesi, la s.p.a. non intenda dapprima ricostituire il capitale perduto o ripianare le perdite. Si indaga sulla legittimità di una simile operazione, stante la severa disciplina codicistica in tema di riduzione del capitale per perdite.

Si ritiene che sia possibile procedere alla trasformazione senza ripianare le perdite qualora la società versi in stato di liquidazione. In tale fase infatti non trova applicazione la disciplina sul capitale sociale e, più precisamente, non trovano applicazione gli obblighi di riduzione di cui agli artt. 2446, 2447 (per le Spa) e 2482-*bis*, 2482-*ter* (per le srl) cod. civ. Laddove la società non versi in stato di liquidazione, non sarà tenuta a procedere al ripianamento delle perdite, essendo operante nei suoi confronti l'art.182 *sexies* l. fall., tuttavia soltanto nel periodo di grazia previsto dalla stessa norma di legge. Anche in tal caso, la società, al fine di ridurre i propri costi di funzionamento, può procedere alla riduzione del capitale sociale mediante parziale copertura delle perdite, (riduzione che può qualificarsi come per perdite non obbligatoria).

e. Il diritto di recesso del socio non consenziente

Se la società in concordato preventivo non è in liquidazione, se non per scelta volontaria dei soci, permane, in pendenza della procedura concorsuale, deliberata la trasformazione, il diritto di recesso dei soci non consenzienti. La valutazione della partecipazione, agli effetti del recesso, dovrà essere effettuata al momento della dichiarazione, ai sensi dell'art. 2473, terzo comma, c.c., o, addirittura, dovrà essere comunicata prima dell'assemblea, secondo il disposto dell'art. 2437 *ter* c.c.⁹¹.

Se dalla valutazione dovesse emergere un valore positivo della quota del recedente, la liquidazione in pendenza della procedura potrà avvenire solo ad opera degli altri soci o di terzi, con mezzi propri e dovrà essere differita alla fase successiva all'omologazione del concordato. Ha senso dunque affermare che l'omologazione del concordato influisce sull'esigibilità del credito del socio receduto.

La previsione dell'art. 161 settimo comma l. fall., che ammette la possibilità per la società, alle condizioni ivi previste, di contrarre debiti ulteriori, ma solo nei confronti dei terzi ed in funzione dell'amministrazione del patrimonio, circostanze, queste ultime, che non ricorrono sotto il profilo soggettivo relativamente al socio, che è investitore e non terzo, e sotto il profilo oggettivo al suo diritto di credito, riconosciuto in funzione di tutela dell'investimento individuale e non inerente all'amministrazione del patrimonio sembra infatti condurre a tale conclusione.

⁹¹ In questa fase, non essendo ancora omologato il concordato, detta valutazione non potrà tener conto degli effetti del concordato.

Detta conclusione della inesigibilità dell'eventuale credito del socio conseguente al recesso è del resto coerente con il principio generale della postergazione delle pretese dei soci rispetto a quelle dei creditori, evincibile, fra l'altro, dagli artt. 2358, 2433-*bis*, 2467 c.c., secondo cui i soci non possono ricevere utilità dalla società se questa non sia in condizione di mantenere la solvibilità per un congruo periodo di tempo⁹².

La sussistenza dell'eventuale credito da recesso del socio dovrà essere esposta nel piano di concordato, in modo tale che i creditori possano scegliere se approvare o meno la proposta di concordato, venendosi a creare una situazione in cui alcuni dei soci concorrerebbero con loro sul patrimonio della società debitrice. In caso di successivo fallimento, il credito del socio non potrà qualificarsi come prededucibile ai sensi dell'art. 111 l. fall.: esso non solo non è sorto in funzione del concordato preventivo, ma nemmeno in occasione del medesimo, mancando un titolo che, in conformità delle regole del concordato, consenta di far gravare sul patrimonio del debitore il debito del socio, né potendo l'occasionalità che giustifica la prededuzione del debito nel fallimento essere intesa in senso di coincidenza meramente cronologica rispetto alla procedura di concordato.

5. Trasformazione di società fallita

La norma di legge di cui all'art. 2499 c.c. stabilisce, come numerose volte affermato, che è legittima la trasformazione della società in pendenza di procedura concorsuale, compreso dunque il fallimento. Si ripete che la norma pone due limiti all'operazione: che non sia incompatibile con le finalità della procedura e con lo stato della stessa, valutazione tesa ad appurare che lo stato della procedura non sia eccessivamente avanzato o prossimo alla conclusione, tale così da impedire alla trasformazione di realizzare interessi meritevoli di tutela. Si tratta di limiti flessibili e astratti che richiedono una valutazione di merito, da effettuare caso per caso in relazione alle concrete modalità attuative dell'operazione, alle peculiari situazioni in cui la società si trova, alle contingenze di mercato e agli interessi dei creditori e dei terzi coinvolti.

L'organo della procedura competente a verificare in concreto e a dare conto della compatibilità *ex art. 2499 c.c.* è rappresentato dal Tribunale fallimentare. Tale organo è infatti investito della competenza sull'intera procedura in conformità a quanto previsto

⁹² Il suddetto principio osta a qualsiasi distribuzione a favore dei soci effettuata in una situazione in cui, per definizione, stante la pendenza della procedura di concordato preventivo, ai creditori è chiesto un sacrificio, probabilmente in termini quantitativi, e certamente in termini di esigibilità del credito.

dall'art. 23 l. fall. e, ai sensi dell'art. 24 l. fall., conosce tutte le azioni che ne derivano, qualunque ne sia il valore.

L'autorizzazione del Tribunale rappresenta un presupposto indispensabile per la legittima adozione della delibera di trasformazione giacché concretizza il positivo vaglio di compatibilità richiesto dalla legge e deve risultare dalla delibera stessa mediante richiamo e/o allegazione.

Come è noto, la dichiarazione di fallimento delle società di capitali non è di per sé causa di scioglimento della società né determina la decadenza degli organi sociali. Si tratta di un principio voluto dal legislatore della riforma del 2003 e che si desume dalla lettura dell'art. 2484 c.c., norma che, tra le cause di scioglimento, non annovera più la dichiarazione di fallimento per le società che abbiano per oggetto un'attività commerciale.

In virtù del fallimento e in pendenza della procedura le sorti del patrimonio sociale, destinato alla soddisfazione dei creditori, si separano dalle sorti della struttura dell'organizzazione mentre gli organi sociali mantengono le rispettive prerogative seppure con il filtro della compatibilità con le regole della procedura fallimentare. L'organo amministrativo mantiene le competenze gestorie compatibilmente con lo spossamento dei beni, effetto tipico del fallimento (ai sensi dell'art. 42 l. fall. la sentenza che dichiara il fallimento priva dalla sua data il fallito dell'amministrazione e della disponibilità dei propri beni) e l'attribuzione della relativa amministrazione al curatore. La convocazione dell'assemblea e la predisposizione della documentazione finalizzata alla decisione di trasformazione (a partire dalla relazione che *ex art. 2500-sexies* c.c. ne illustra le motivazioni e gli effetti in caso di trasformazione di società di capitali in società di persone) restano di competenza dell'organo amministrativo stesso e non del curatore. Parimenti, la decisione di trasformazione è di competenza dell'assemblea, trattandosi di modifica dell'organizzazione societaria. In ragione di quanto sopra, non è necessaria la presenza del curatore in sede assembleare.

Nel particolare caso di trasformazione di Spa fallita in Srl, ipotesi che evidentemente traduce le forti utilità dell'operazione⁹³, si realizza sovente la c.d. trasformazione liquidativa volta ad evitare perdite maggiori attraverso la realizzazione di maggiori risparmi, garantendo al contempo un più consistente residuo attivo soprattutto nei casi in cui la procedura richiede tempi lunghi. Del resto già la relazione di

⁹³ Sul punto si pensi alla riduzione degli oneri di procedura, alla diminuzione dei costi di gestione, a partire dal venir meno dei presupposti per la nomina dell'organo di controllo, alla facilità nella gestione della liquidazione stessa, nonché alla maggiore snellezza della struttura organizzativa.

accompagnamento al d. lgs. 6/2003 reperisce proprio nella riduzione degli oneri della procedura uno dei possibili scopi che la trasformazione può in concreto perseguire⁹⁴. Si ritiene che la società per azioni fallita che abbia provveduto allo scioglimento e alla messa in liquidazione della società stessa possa senz'altro procedere alla trasformazione in società a responsabilità limitata senza ripianare le perdite e ricapitalizzare la società; e ciò anche nel caso di capitale integralmente perduto. Come in precedenza osservato, la dichiarazione di fallimento non è *ex se* causa di scioglimento della società né d'altra parte la delibera di trasformazione determina una revoca implicita dello stato di liquidazione.

Durante la fase della liquidazione non trova applicazione la disciplina sul capitale sociale propria nel caso di attività ordinaria della società essendo in tale fase legittima la delibera di trasformazione anche quando le perdite non siano completamente assorbite né la società ricapitalizzata.

In linea di principio, il ripianamento delle perdite e la ricapitalizzazione sono requisiti imprescindibili ove la trasformazione sia finalizzata al ritorno *in bonis* della società (trasformazione evolutiva) e quindi alla revoca dello stato di liquidazione *ex 2487 ter*, non invece qualora la società versi e continui a versare in stato di liquidazione. In questo contesto la delibera si colloca tra quelle che governano la liquidazione giacché consente l'adozione di misure volte ad attuarla (o comunque ad agevolarla) essendo funzionale alla semplificazione della procedura e alla riduzione dei costi.

Esistono perplessità in merito alla circostanza che l'art. 182-*sexies* rappresenti un principio speciale, applicabile a tutte le procedure concorsuali, ed autorizzi la trasformazione di società di capitali con patrimonio netto inferiore al minimo sottoposte a fallimento o in concordato, indipendentemente dallo stato liquidazione delle stesse.

I soci non consenzienti alla delibera di trasformazione di società fallita possono ai sensi dell'art. 2437 (per le spa) e 2473 (per le srl) esercitare il diritto di recesso, così attivando la conseguente procedura disciplinata da tali sistemi normativi con le specificità proprie dei due tipi sociali. A questo riguardo, il profilo che rileva concerne la liquidazione dell'eventuale valore della partecipazione.

Il valore della partecipazione del socio receduto è determinato, ai sensi degli articoli 2437 *bis* e 2473 rispettivamente per spa e srl, alla data del recesso (o addirittura dovrà essere comunicato prima dell'assemblea *ex art.2437 ter c.c.*), valore presumibilmente

⁹⁴ È opportuno comunque precisare che l'interesse a ridurre i costi di gestione, oltre che nel caso di operazione liquidativa e finalizzata alla conservazione di un riparto attivo da distribuire ai soci, può sussistere anche nel caso in cui l'obiettivo sia il risanamento dell'impresa e la prosecuzione dell'attività.

insussistente e che comunque tiene conto del presumibile eccesso di passività rispetto all'attivo.

Se il valore della partecipazione determinato nell'ambito del procedimento di liquidazione dagli amministratori (con le specificità previste per Spa e Srl) è positivo, l'ipotesi che può verificarsi, in coerenza con il procedimento legale di liquidazione, è che si addivenga, *ex artt. 2437- quater e 2473 c.c.*, all'acquisto della partecipazione stessa da parte di altro socio o di un terzo.

Diversamente, la liquidazione della quota mediante mezzi propri della società dovrà essere differita alla fase successiva alla chiusura del fallimento, dato che influisce sull'esigibilità del credito del socio receduto. Non sarà possibile procedere al rimborso della partecipazione se non dopo la chiusura del fallimento, pena la responsabilità dell'organo amministrativo, dal momento che in pendenza della procedura il patrimonio sociale è indisponibile e destinato alla soddisfazione dei creditori sociali.

Una volta chiuso il fallimento, troverà applicazione la disciplina ordinaria dettata in ordine alla liquidazione della partecipazione al socio receduto, e la società potrà utilizzare riserve proprie ovvero deliberare la riduzione del capitale, fatta salva in tal caso l'opposizione dei creditori.

Capitolo terzo.

LA FUSIONE NELLE PROCEDURE CONCORDATARIE

1. La fusione per la riorganizzazione delle imprese in crisi

Uno degli istituti attraverso i quali si può ottenere la riorganizzazione della società in crisi o insolvente è la fusione nelle due note forme di fusione in senso stretto o per incorporazione⁹⁵.

Dal punto di vista aziendalistico, la fusione è l'operazione predisposta per realizzare aggregazioni senza che vi sia esborso di mezzi finanziari⁹⁶: L'acquisizione dell'azienda viene "pagata" con l'assegnazione ai soci di partecipazioni nella società risultante dalla fusione. I mezzi finanziari non impegnati nella transazione possono, così, essere allocati verso altri impieghi come l'affrontare lo stato di crisi aziendale, progettando anche ulteriori, opportune "combinazioni" con altre imprese dotate del potenziale economico, finanziario e industriale necessario allo scopo⁹⁷.

La "concentrazione" dell'impresa sottoposta a procedura concorsuale con un'altra impresa *in bonis* può favorire il superamento della crisi o dell'insolvenza grazie a

⁹⁵ In maniera estremamente riassuntiva, si premettono brevi cenni sulla fusione. La fusione è un'operazione di compenetrazione di imprese, di regola in forma societaria, realizzata attraverso un processo di unificazione di una pluralità di entità in una sola. Si ha fusione propria quando due o più società ne costituiscono una nuova; si ha fusione per incorporazione quando una o più società vengono incorporate in una società preesistente. Caratteristica della fusione è la riduzione a unità dei patrimoni delle singole società e la confluenza dei rispettivi soci in un'unica struttura organizzativa, che assume tutti i rapporti giuridici, anche processuali, attivi e passivi, delle società fuse o incorporate proseguendone l'attività (mentre queste ultime si estinguono). La fusione è possibile anche a seguito di acquisizione con indebitamento o leverage. Il procedimento di fusione si articola in tre fasi: progetto, delibera, atto. Al fine di consentire ai soci di assumere le proprie decisioni in modo consapevole, l'organo amministrativo di ciascuna società redige il progetto di fusione, corredato dalla situazione patrimoniale e da una relazione sul progetto di fusione che indica, tra le altre, il rapporto di cambio, ossia il numero di azioni o quote della società incorporante o di nuova costituzione che verranno attribuite ai soci per ogni dato numero di azioni o quote della società originariamente partecipata. Tutti i documenti devono restare depositati nella sede delle società partecipanti nei 30 giorni precedenti alla deliberazione sul progetto di fusione. Sul progetto di fusione delibera l'assemblea straordinaria. La deliberazione del progetto deve essere depositata insieme agli altri documenti presso il registro delle imprese. I creditori possono proporre opposizione entro 60 giorni dall'ultima iscrizione prevista e la fusione può essere attuata solo dopo che sia trascorso questo termine, salvo che consti il consenso dei rispettivi creditori. L'atto di fusione risultante da atto pubblico e iscritto nel registro delle imprese non può essere dichiarato invalido, ma è fatto salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi. La fusione per incorporazione di società possedute interamente, ovvero di società possedute al 90%, segue una procedura semplificata. Le operazioni di fusione possono alterare il buon funzionamento del mercato perciò, se le imprese coinvolte superano i parametri di fatturato indicati nella legge antitrust, sono soggette alla procedura di notifica preventiva all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

⁹⁶ Savioli G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, 2005, p. 269, il quale rileva che *dal punto di vista dell'economia dell'azienda concentrataria, l'apporto ricevuto non viene "pagato" in denaro o mediante altro corrispettivo patrimoniale, ma è "tacitato" attraverso l'attribuzione ai nuovi soci di quote di partecipazione al capitale del soggetto giuridico che la gestisce.*

⁹⁷ Savioli G., *op. cit.* p. 277, il quale osserva che *le operazioni di concentrazione aziendale, anche se tipicamente connesse a strategie di espansione, possono ... talvolta rappresentare modalità per l'attuazione di strategie connesse al superamento di stati di crisi, e quindi, di sopravvivenza dell'organismo economico.*

molteplici fattori aziendali e attraverso varie modalità attuative⁹⁸. La fusione, dal punto di vista giuridico-formale, importa la perdita della soggettività dell'impresa in procedura concorsuale. Coerentemente la valutazione delle aziende, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, deve essere condotta abbandonando la logica valutativa tipica della "cessione" e deve tener conto anche delle forze e delle altre condizioni potenziali inesprese che potranno trovare la propria manifestazione proprio in conseguenza dell'operazione. La valutazione non dovrà tener conto solo dei risultati e delle condizioni di impresa e di ambiente *passati*, (come nella cessione di azienda); piuttosto dovrà essere condotta alla luce delle *future* condizioni di impresa e d'ambiente e della futura redditività proprie del complesso, sostanzialmente ed economicamente *nuovo*, che si viene a formare per effetto della concentrazione⁹⁹.

Anche quando la fusione ha finalità *riorganizzative*, può attuarsi in qualsiasi forma, quindi come "propria" o "per incorporazione" o "inversa". Il caso più frequente e semplice di fusione *riorganizzativa* è quello di società fortemente indebitata, la quale viene incorporata da un'altra società o ente¹⁰⁰ *in bonis*, sufficientemente capiente da far

⁹⁸ Permettendo, per esempio, un più razionale sfruttamento degli impianti e quindi una migliore ripartizione dei costi fissi, oppure il riequilibrio della struttura finanziaria, con il ritorno a una condizione di redditività fisiologica, che consenta di soddisfare, anche in percentuale, i creditori sociali.

⁹⁹ Savioli G., *op. cit.* p. 284.

¹⁰⁰ Si utilizza volutamente la terminologia di *società o ente* per fare riferimento all'incorporante. La ragione riposa nella circostanza che anche quando la fusione ha finalità riorganizzative può realizzarsi nelle diverse modalità di fusione omogenea ed eterogenea. Come è noto, infatti, la fusione può avere luogo fra società, ed in tal caso si parla di fusione omogenea, oppure può avere luogo fra società ed enti di tipo diverso, ed allora si parla di fusione eterogenea, determinandosi contestualmente alla fusione un'ipotesi di trasformazione eterogenea. Nel caso in cui la fusione avvenga fra società di tipo diverso si parla di fusione omogenea e la fusione comporta anche la trasformazione di una o più delle società che si fondono; così, ad esempio, nel caso di fusione per incorporazione di una società in nome collettivo in una società a responsabilità limitata, (in tal caso, la fusione comporta anche una trasformazione omogenea progressiva). Nel diverso caso di fusione eterogenea (società di capitali, ad esempio, che incorpora una società cooperativa ed un consorzio), la fusione comporta anche una trasformazione eterogenea e troverà applicazione anche la disciplina in tema di trasformazione eterogenea.

La fusione eterogenea è un'operazione complessa - modifica statutaria dei soggetti coinvolti insieme ad un mutamento della causa del soggetto incorporato - che tuttavia è, secondo la dottrina più attenta al fenomeno, realizzabile in un unico contesto, traendosi lo spunto anche dalla disciplina tributaria (art. 174 T.U.I.R., per il quale le norme fiscali in materia di fusione "valgono, in quanto applicabili, anche nei casi di fusione e scissione di enti diversi dalle società") e da quella sull'impresa sociale (D.lgs. 24 marzo 2006, n. 155: v. art. 1 secondo cui sono impresa sociale tutte le organizzazioni private, ivi compresi gli enti di cui al libro V del codice civile, che esercitano in via stabile e principale un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi di utilità sociale, diretta a realizzare finalità di interesse generale, e che hanno i requisiti di cui agli articoli 2, 3 e 4 del presente decreto; art. 13, secondo cui per le organizzazioni che esercitano un'impresa sociale, la trasformazione, la fusione e la scissione devono essere realizzate in modo da preservare l'assenza di scopo di lucro di cui all'articolo 3 dei soggetti risultanti dagli atti posti in essere). In tal senso MAGLIULO, *La fusione eterogenea in cui intervengono enti non profit*, in *La nuova disciplina della associazioni e delle fondazioni. Riforma del diritto societario e enti non profit*, Padova, 2007, 73 ss., spec. 80 ss.

Si ritiene, quindi, in generale possibile applicare l'istituto della fusione ad enti non societari (con applicazione diretta e non analogica della disciplina) anche se tutta l'operazione sia condotta in modo unitario e contestuale, purché trovino nel contempo applicazione, per quanto possibile e nei limiti della

fronte alla situazione debitoria della incorporata. In quest'ultima ipotesi la società "terza" interessata ad assorbire quella in crisi potrebbe certamente limitarsi ad acquisirne, in una prima fase, la partecipazione di controllo, rinviando la fusione a un momento successivo all'omologazione del concordato e al rientro *in bonis* della società fallita o al superamento della crisi, in caso di concordato preventivo. Non vi sono ostacoli, tuttavia, alla proposizione originale di un concordato "mediante fusione", che potrebbe presentare diversi vantaggi negoziali e fiscali per l'incorporante.

1.1. La compatibilità della fusione nelle procedure concorsuali.

La legittimazione a utilizzare l'istituto allo scopo *riorganizzativo* è oggi avvalorata: dalla soppressione del divieto originariamente contenuto nell'art. 2501, comma 2, c.c.; nonché dall'esplicito riferimento alla sua legittimità in tema di concordato preventivo.

Si ritiene opportuna, nonostante l'apparente legittimità della fusione nel fallimento e nelle procedure concorsuali, una valutazione preventiva di compatibilità tra la procedura concorsuale, avendo riguardo alla natura ed allo scopo della stessa, con il procedimento di fusione.

Innanzitutto è necessario distinguere tra procedure concorsuali con finalità "liquidatorie" e procedure concorsuali non aventi finalità "liquidatorie".

Può serenamente affermarsi che le procedure concorsuali non aventi fine liquidatorio sono compatibili con la fusione. Nel caso, ad esempio, di concordato preventivo, in ipotesi di fusione, l'*inserimento* della società sottoposta a concordato preventivo in un più ampio contesto aziendale, potrebbe consentire il reperimento delle risorse necessarie al soddisfacimento dei crediti e l'inserimento di nuove fonti di reddito potrebbe consentire l'uscita della società dalla situazione di crisi.

compatibilità, sia le norme sulla trasformazione eterogenea sia quelle sulla fusione. Ancora MAGLIULO, *La fusione eterogenea in cui intervengono enti non profit*, 81, con ampia bibliografia in nt. 11. Sul punto anche la Massima n. 52 del Consiglio Notarile di Milano, secondo cui è *legittima la combinazione del procedimento di fusione (o scissione) con quello di trasformazione eterogenea a condizione che, nell'ambito del procedimento complesso che in tal modo si pone in essere, sia verificata la ricorrenza dei presupposti e sia data puntuale esecuzione agli adempimenti pubblicitari stabiliti tanto per la trasformazione quanto per la fusione (o scissione)*. In senso contrario, tuttavia, a causa dell'impossibilità di effettuare gli adempimenti pubblicitari previsti per la fusione, MARASÀ, *Spunti sulla nuova disciplina di trasformazioni e fusioni*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, 789 e ss. nonché SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 2004, 100, secondo cui quando la fusione coinvolga una struttura non societaria ed una societaria, la partecipazione al procedimento di quest'ultima determinerebbe la necessità dell'integrale applicazione degli artt. 2501 e ss. per tutti gli enti coinvolti nella fusione. Ne conseguirebbe che la fusione risulterebbe nel caso di specie preclusa proprio a causa dell'impossibilità di osservare gli adempimenti pubblicitari in relazione agli enti non societari.

Il superamento dell'ostacolo letterale, secondo una parte della dottrina però, non varrebbe ad evitare un giudizio di incompatibilità "funzionale" con la soggezione della società alle procedure concorsuali di *carattere liquidativo*, fra le quali rientra senz'altro il fallimento¹⁰¹ e, in talune sue configurazioni, anche il concordato preventivo¹⁰². Secondo tale orientamento, la rimozione del divieto contenuto nell'art. 2501 c.c. agevolerebbe, ma non legittimerebbe *tout court* la partecipazione all'operazione di fusione di società sottoposte a procedura concorsuale, dovendosi tenere conto, appunto, del limite *dello stato e delle finalità della procedura*, desumibile dall'art. 2499 c.c. in tema di trasformazione, ma inteso come espressivo di un principio generale.

In tale prospettiva, è stato osservato che gli effetti organizzativi e patrimoniali propri della fusione, producendo una alterazione soggettiva e oggettiva della società, sarebbero incompatibili con le procedure di tipo liquidativo¹⁰³, poiché condurrebbero alla scomparsa della società fallita con attribuzione del suo patrimonio ad altre società¹⁰⁴.

La rigidità di tale conclusione merita tuttavia di essere rivista tenendo conto delle finalità economiche e della conformazione giuridica dei nuovi concordati giudiziali, alla luce delle recenti riforme del diritto fallimentare.

Il sistema delle procedure concorsuali assegna oggi una posizione di grande centralità alle soluzioni concordatarie, intese quali mezzi di auto-regolamentazione della crisi o

¹⁰¹ In tal senso Nigro, *Diritto societario e procedure concorsuali, concorsuali* in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, I, Torino, 2006, 192; Santagata, *Le fusioni*, in *Trattato delle s.p.a.* diretto da Colombo e Portale, VII, t. 1, Torino, 2004, 37-38, per il quale è tuttavia difficilmente contestabile la palese incompatibilità dell'alterazione, soggettiva ed oggettiva, e della compenetrazione che la fusione di fatto implica con la pendenza di una procedura concorsuale di tipo liquidativo-dissolutivo.

¹⁰² Santagata, *Le fusioni*, cit., 37; di diverso avviso invece, quantomeno rispetto al concordato preventivo, Di Sarli, *Commento all'art. 2501 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti e altri, Milano, 2006, 452 ss., la quale, muovendo dalla necessità di verificare la compatibilità della fusione con le finalità delle singole procedure concorsuali, giunge alla conclusione affermativa con riferimento al concordato preventivo, seppure limitatamente all'ipotesi in cui la società soggetta a procedura concorsuale partecipi in qualità di incorporante e sempre che le società incorporate abbiano un patrimonio netto attivo tale da non pregiudicare gli interessi dei creditori della incorporante, tutelati dalla disciplina concorsuale. Per quanto riguarda la partecipazione alla fusione in veste, invece, di incorporata, si ritiene che sia possibile solo a condizione che l'incorporante provveda previamente al pagamento di tutti i suoi creditori.

¹⁰³ Santagata, *Le fusioni*, cit. 38; in senso più possibilista Di Sarli, *op. cit.*, 455, che distingue a seconda che la società *in bonis* rivesta il ruolo dell'incorporata o quello dell'incorporante. Nel primo caso l'Autore sembra ravvisare un limite solo nella necessità di tutelare i soci di minoranza dell'incorporata, ritenendo l'operazione compatibile con le finalità della procedura, ma legittima solo se decisa con il consenso di tutti i soci; nel secondo, la legittimità dell'operazione sarebbe da escludere qualora determinasse il dissesto dell'incorporante medesima, potendo diversamente la vicenda essere assimilata dal punto di vista effettuale ad un concordato fallimentare con assunzione delle obbligazioni da parte di un terzo.

¹⁰⁴ Nigro, *op. cit.*, cit. 192-193, per il quale nessun rilievo potrebbe assumere, nella circostanza, il diritto di opposizione dei creditori concorsuali o l'effetto successorio in *universum ius* della società risultante dall'operazione nei debiti della società fusa.

dell'insolvenza alternative al fallimento e quindi in qualche modo derogatorie del diritto fallimentare comune.

L'ampliamento delle opportunità concesse al soggetto proponente il concordato è strumentale all'obiettivo di conciliare la soddisfazione dei creditori con l'intento di conservare e/o promuovere la funzionalità e il valore del complesso aziendale (e, più in generale, del patrimonio sociale), sulla base di un nuovo assetto economico, finanziario e proprietario; pertanto, anche a voler condividere la tesi dell'incompatibilità, con riferimento allo *svolgimento ordinario* del procedimento di liquidazione concorsuale, la nuova disciplina del concordato (sia preventivo, sia fallimentare) prefigura una "soluzione alternativa" ad esso, compatibile con la fusione¹⁰⁵. Non pare dubbio che le finalità concordatarie possano essere perseguite anche mediante una fusione, cioè mediante una radicale riorganizzazione della società in crisi o insolvente, che ne produca *l'estinzione*, in esito al processo di ristrutturazione, e comporti *la successione universale* di altra società nei suoi rapporti giuridici, ivi comprese le passività verso i creditori concorsuali, oggetto della rinegoziazione concordataria.

Astrattamente quindi anche le procedure concorsuali aventi fine liquidatorio sono compatibili con le finalità della fusione. È tuttavia necessario distinguere l'eventualità in cui tutte le società partecipanti alla fusione siano sottoposte a procedura concorsuale, rispetto a quella in cui una o solo alcune di esse lo siano. Nel caso in cui una società sottoposta a procedura concorsuale si fonde con una società *in bonis*, l'interesse dei creditori appare evidente giacché la società risultante dalla fusione sarà responsabile dell'intero passivo fallimentare. Troveranno applicazione, oltre che le norme in tema di fusione, anche le norme in materia di concordato fallimentare con assunzione dell'obbligazione debitoria da parte di terzo. Il terzo sarà rappresentato dalla società incorporante che, ai sensi dell'art. 2504-*bis* c.c., si accollerà *ex lege* i debiti della società incorporata. Nel differente caso di fusione di società tutte sottoposte a procedure concorsuali, l'unificazione è possibile subordinatamente al manifestato consenso del comitato dei creditori, i quali potrebbero considerare più appetibile, al fine del soddisfacimento delle loro pretese, la società risultante dalla fusione rispetto alle precedenti società partecipanti.

Venendo al dato normativo *positivo*, la compatibilità dell'operazione straordinaria di fusione con la procedura concordataria si desume, in primo luogo, dall'art.160, primo comma, l. fall., che consente, appunto, di promuovere *la ristrutturazione dei debiti e la*

¹⁰⁵ Così Guerrera F. e Maltoni M., *op. cit.*, 17.

soddisfazione dei creditori attraverso qualsiasi forma, anche mediante operazioni straordinarie; nonché dall'art.186 *bis* l. fall, essendo la fusione funzionalmente fondata, ai sensi dell'art. 2504 *bis* c.c., sul rispetto del principio di continuità e consentendo la medesima, di conseguire risultati allocativi delle risorse patrimoniali non dissimili da quelli testualmente prefigurati nello stesso art.186 *bis* l. fall.

Si ritiene opportuno analizzare, in particolar modo, il caso della fusione espressamente contemplata nel piano *ex* art. 161, comma secondo, lett. e) l. fall., come modalità di adempimento della proposta di concordato, sottoposta al vaglio del ceto creditorio.

La questione che si pone è quella della possibile ricorrenza di profili di interferenza della disciplina contenuta nella Legge Fallimentare sul regime ordinario della fusione.

Non può omettersi quanto segue:

- la fusione determina la compenetrazione di patrimoni aziendali che si sommano algebricamente tra loro e, per tale motivo, è suscettibile di modificare in senso peggiorativo il rischio dei creditori della società in concordato preventivo, perché destinati a subire il concorso dei creditori delle altre società partecipanti alla medesima fusione;
- il pregiudizio presuppone, ovviamente, l'efficacia della fusione, dunque sorge solo a seguito della stipulazione dell'atto di fusione e della sua pubblicità nel registro delle imprese, stante il disposto dell'art.2504 *bis* secondo comma c.c.;
- la mera predisposizione e pubblicazione del progetto ad opera dell'organo amministrativo della società in concordato preventivo e la sua approvazione da parte dell'organo competente (assemblea dei soci o organo amministrativo, in ragione del modello di fusione progettato e delle scelte statutarie) esauriscono la loro valenza sul piano endo-procedimentale, e come tali, sono incapaci di produrre effetti anche solo potenzialmente dannosi sul piano patrimoniale;
- la disciplina della procedura di concordato preventivo incide sull'amministrazione della società: dalla data di presentazione del ricorso con cui si domanda (anche in bianco) l'ammissione alla procedura di concordato preventivo e fino al decreto di cui all'art.163 l. fall., il compimento di atti di straordinaria amministrazione deve essere autorizzato dal tribunale, ai sensi dell'art. 161, settimo comma l. fall.; successivamente al decreto di ammissione alla procedura, il compimento degli atti eccedenti l'ordinaria amministrazione deve essere autorizzato dal giudice delegato, ai sensi dell'art.167 l. fall.; a seguito dell'omologazione del concordato preventivo *ex* art.180 l. fall., sebbene la procedura si chiuda (art.181 l. fall.) e l'organo amministrativo si riappropri del pieno

potere di amministrazione della società, permane il potere di vigilanza del commissario giudiziale, istituzionalmente deputato alla verifica dell'adempimento dei patti e delle obbligazioni concordatarie (art.185 l. fall.).

Venendo al punto, la soluzione alla questione della possibile interferenza delle norme della disciplina del concordato preventivo sul regime ordinario della fusione deve essere cercata incrociando la *ratio* delle norme richiamate della legge fallimentare con gli effetti patrimoniali della fusione.

Residuano alcuni punti di attrito fra disciplina fallimentare e diritto societario, uno dei quali è rappresentato dal difficile coordinamento fra il principio di irreversibilità della fusione sancito nell'art. 2504 *quater*, co. 1 c.c. e le norme dell'art. 137, co. 2, e 186 ult. co. l. fall., in materia di risoluzione del concordato preventivo e fallimentare. Si tratta di una difficoltà solo apparente in considerazione dei rimedi predisposti dalla legge avverso la mancata esecuzione del concordato come omologato. Occorre tenere conto: 1) della connaturata irretroattività della risoluzione o invalidazione del concordato fallimentare nei rapporti con i creditori, in virtù della quale si fanno salvi i pagamenti già effettuati e le garanzie date a loro favore, venendo meno invece l'effetto esdebitativo parziale (art. 140 l. fall.); 2) della non operatività del rimedio, nei casi di cui all'art. 137, co. 5° l. fall., secondo cui la risoluzione non è applicabile se gli obblighi sono stati assunti da un terzo con liberazione immediata del debitore (norma che potrebbe applicarsi forse analogicamente, in via generale, alla fusione concordataria, dato l'effetto estintivo che essa comporta); 3) della circostanza che la fusione determina comunque irreversibilmente, insieme all'estinzione della società incorporata ed alla creazione di un'entità organizzativa nuova e diversa, la successione universale nei debiti della società ammessa alla soluzione concordataria. Ne consegue che l'eventuale annullamento o risoluzione del concordato, senza poter comportare la "riapertura" del fallimento (art. 140 l. fall.) nei confronti della nuova società e tanto meno la sua dichiarazione di fallimento d'ufficio, nel caso di concordato preventivo (art. 186 l. fall.), determinerebbe l'immediata e integrale esigibilità dei crediti concorsuali, nei confronti della società risultante dalla fusione, sia pure inevitabilmente in concorso con gli altri crediti, di diversa origine e provenienza, insorti nei confronti di essa. Sembra perciò ragionevole nella fusione e nelle altre operazioni sul capitale e straordinarie ad effetti irreversibili deliberate e attuate in sede concordataria, non già la disapplicazione della disciplina societaria, ma la produzione di quei soli effetti retroattivi della risoluzione e

dell'annullamento che appaiono compatibili con la situazione derivante dalla riorganizzazione concordataria.

Non vi sono ragioni per dubitare che vi sia compatibilità della fusione con le finalità del concordato anche quando l'operazione, dal punto di vista della società terza co-proponente e della sua compagine sociale, sia diretta alla pura e semplice acquisizione dell'azienda o del patrimonio della società in crisi o insolvente. L'obiettivo principale di chi presenta una proposta di concordato è acquisire l'attivo, con la conseguenza della chiusura del fallimento, qualora la società sia già soggetta a detta procedura. Nella prospettiva del proponente *l'obiettivo è dunque quello di una legittima speculazione: offrire ai creditori qualcosa di più di quello che essi otterrebbero da una liquidazione, ma meno del valore che il patrimonio ha per il proponente*¹⁰⁶. Qualora proponente sia un terzo, l'attuazione del concordato permette che tale obiettivo economico comporti il trasferimento dell'attivo ad un attore diverso dalla società invischiata nella procedura concorsuale, mentre la soddisfazione delle pretese dei creditori non è condizionata dalla legge al rilascio di apposite garanzie da parte del terzo assunto (coobbligato o espromittente, con eventuale liberazione del fallito), potendo la proposta di pagamento in percentuale essere supportata da un idoneo piano industriale e finanziario, e risultare egualmente attendibile per le qualità imprenditoriali del proponente. Sembra pacifico che gli obiettivi economici suddetti possano essere raggiunti anche mediante una fusione, quindi attraverso una radicale riorganizzazione della società in crisi o insolvente, che abbia come effetti l'estinzione, in esito al processo di ristrutturazione, e comporti la successione universale di altra società nei suoi rapporti giuridici, ivi comprese le passività verso i creditori concorsuali, oggetto della rinegoziazione concordataria. Si precisa tuttavia che, in tal caso, l'approvazione della proposta concordataria richiede la condivisione del progetto e la cooperazione da parte degli organi, assembleari e gestori, della società interessata, non essendo possibile prevedere, in assenza di esse, un'operazione sul capitale o straordinaria che produca effetti espropriativi nella sfera dei soci della società insolvente.

Concludendo sul punto, la fusione si presta pienamente, in chiave economica, ad attuare gli obiettivi che i diversi attori della soluzione concordataria si pongono:

- l'interesse dei creditori ad ottenere la soddisfazione almeno parziale dei propri diritti, se del caso, sulla base di trattamenti differenziati secondo la loro collocazione in "classi";

¹⁰⁶ Stanghellini L., *op. cit.*, p. 1960 e ss.

- l'interesse del soggetto co-proponente (nella specie, quindi, dell'altra società partecipante alla fusione) ad acquisire a condizioni vantaggiose il compendio aziendale della società in crisi o insolvente;
- l'interesse generale alla conservazione del complesso aziendale, dell'avviamento e dei rapporti economici connessi alla prosecuzione dell'impresa;
- l'interesse dei soci e dei possessori di strumenti finanziari della società assoggettata a procedura concorsuale a non essere estromessi completamente dall'affare, ma a partecipare alla società risultante dalla fusione alle condizioni per loro stabilite dal progetto di fusione, cioè in ragione del "rapporto di cambio" o del "trattamento riservato" ai possessori di titoli diversi dalle azioni (art. 2501 *ter*, nn. 3 e 7 C.c.).

Un'ipotesi a sé stante e del tutto particolare si ha nel caso in cui una società, dopo essersi impegnata a procedere ad un'operazione di fusione, venga dichiarata fallita.

Bisogna distinguere due fattispecie:

1) quella in cui la dichiarazione di fallimento pervenga prima della approvazione della delibera di fusione.

Il tal caso la fusione è ancora allo stato meramente "progettuale". Delle note tre fasi in cui si articola l'operazione straordinaria (progetto, delibera, atto) ha trovato compimento soltanto la prima, la quale, tra l'altro, si concreta in un atto di amministrazione. È noto infatti che il progetto (unico per tutte le società partecipanti all'operazione straordinaria) deve dapprima formare oggetto di approvazione da parte dell'assemblea¹⁰⁷ dei soci e, dipoi, trovare forma e perfezionamento nell'atto pubblico.

¹⁰⁷ Si è qui fatto riferimento, a fini meramente esemplificativi, all'assemblea. In verità, a partecipare alla fusione non è necessariamente una società di capitali, come tale avente una organizzazione di tipo corporativo e, dunque, anche un'assemblea. Può senz'altro partecipare ad una fusione anche una società di persone. In tal caso non ha senso parlare di "assemblea", ed ad approvare il progetto di fusione saranno "i soci". Una importante differenza tra le società di capitali e quelle di persone sta proprio nell'assenza, per queste ultime, del metodo assembleare. In altre parole nelle società di persone le decisioni dei soci possono essere prese informalmente attraverso consultazioni individuali senza che sia necessario seguire procedimenti di tipo collegiale o assembleare, (anche se lo statuto potrebbe prevederli per alcune decisioni). La formazione della volontà che si perfeziona per il tramite di una deliberazione collegiale è ritenuta propria dell'organo che si articola nell'ambito di una struttura riconducibile ad un ente dotato di personalità giuridica. Se da un lato non v'è più alcun dubbio circa la piena soggettività giuridica delle società di persone, è tuttavia appena il caso di rilevare che esse risultano, al contrario delle società di capitali, sprovviste di personalità giuridica (in tal senso Bianca, *Diritto civile*, vol. I, Milano, 1984, p. 380). Il consenso di tutti i soci viene espressamente richiesto dal codice civile ai fini di consentire le modificazioni dell'atto costitutivo (art. 2252 cod. civ.). All'opposto il principio maggioritario viene previsto ai fini della risoluzione dei conflitti tra coloro che hanno poteri di amministrazione, nell'ipotesi in cui l'amministrazione sia affidata ai soci in via fra loro disgiunta. L'art. 2257 cod. civ. prescrive a questo proposito che, in relazione al conflitto, prevale la maggioranza dei soci calcolata per quote, riproducendo una metodologia decisionale simile a quella che opera nell'ambito della assemblea di società di capitali. Relativamente all'esclusione di uno dei soci, l'art. 2287 cod. civ. prescrive che il provvedimento possa essere assunto in forza della deliberazione approvata dalla maggioranza dei soci, non computandosi nel numero di questi il socio da escludere. A questo punto sembra evidente che, accanto alla regola

Il Tribunale fallimentare in questo caso seguirà le ordinarie regole del concordato fallimentare. Particolare attenzione dovrà essere posta alla natura del concordato, “remissorio” ovvero “assuntorio”, in quanto nel primo caso il pagamento dei creditori dovrà avvenire precedentemente al perfezionamento della fusione;

2) quella in cui la dichiarazione di fallimento giunga successivamente all’approvazione della fusione. In tale eventualità potranno prospettarsi due distinte soluzioni:

dell'unanimità, si ponga un ulteriore principio, quello cioè della formazione della volontà dei soci secondo il metodo maggioritario (senza che ciò implichi l'esistenza di un organo assembleare: Cass. Civ. Sez. III, 196/73) per l'assunzione delle decisioni che attengono al funzionamento della società. Non sembra giustificato ritenere che i due enunciati principi rispondano a logiche assolutamente divergenti: l'art. 2252 cod. civ. concerne l'ipotesi del mutamento degli originari patti sociali e dunque, stante la natura personale della base sociale, non può che essere improntato alla logica dell'unanimità. Le norme ispirate al principio della deliberazione a maggioranza esprimono invece l'esigenza che, allo scopo di gestire la compagine sociale, le decisioni siano assunte secondo criteri di maggiore snellezza. Svolte queste premesse, ci si interroga se possa utilizzarsi il metodo collegiale (che postula l'esistenza di un organo assembleare) per quanto attiene alla gestione della società in linea generale, non già per le sole ipotesi contemplate espressamente dalla legge. Le società di persone non possono dirsi, a rigore, connotate al proprio interno da un'articolazione organica, la quale è piuttosto propria delle società di capitali. Il codice civile non contiene alcuna norma che autorizza l'interprete a ritenere configurabile, all'interno delle società di persone, un'assemblea come organo deliberante permanente. Né tra l'amministratore e la società si può dire sussistente un nesso di immedesimazione organica (cfr. Cass. Civ. Sez. I, 1116/66). La giurisprudenza sul punto appare orientata a ritenere che sia sufficiente, ai fini della formazione della volontà sociale, che il consenso dei soci si raccolga in via progressiva, anche separatamente, senza che si faccia ricorso alla convocazione ed alle formalità proprie di un'assemblea (Tribunale di Napoli, 07/10/1986; Cass. Civ. Sez. I, 1977/73). Ciò non esclude tuttavia che sia vietato ai soci fare ricorso al metodo assembleare (cfr. Cass. Civ. Sez. I, 8276/02). Giova rilevare che la formazione della volontà sociale per il tramite di organo assembleare vale ad escludere la possibilità che le decisioni vengono assunte sia pure dalla maggioranza, ma al di fuori di ogni controllo o conoscenza da parte dell'eventuale minoranza dissenziente. Qualora fosse sufficiente il consenso della maggioranza dei soci ai fini della assunzione della decisione, basterebbe che, anche all'insaputa della minoranza dei soci, gli altri adottassero la decisione ai fini della operatività della stessa all'esterno. La dottrina è sul punto assolutamente divisa: ad una visione tradizionale che per l'appunto fa leva sul difetto di personalità giuridica delle società a base personale (Così Ferri, *Le società*, in *Tratt. dir. civ. it.*, dir. da Vassalli, Torino, 1987, p. 221; Galgano, *Le società in genere*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, dir. da Cicu-Messineo, Milano, 1982, p. 259 e Ghidini, *Società personali*, Padova, 1972, p. 379), si è da tempo opposta un'opinione che si fonda sul fatto che il metodo collegiale pare essere intrinsecamente presente in ogni formazione a base associativa, a prescindere dal fatto che sia dotata o meno di personalità giuridica (in questo senso Di Sabato, *Manuale delle società*, Torino, 1987, p. 113; Graziani, *Diritto delle società*, Napoli, 1962, p. 123 e Venditti, *Collegialità e maggioranza nelle società di persone*, Napoli, 1955, p. 84). Addirittura in tema di comunione ordinaria, la quale costituisce senz'altro figura non solo priva di personalità giuridica ma pure di soggettività, il legislatore ha previsto modalità di determinazione della volontà ispirate al metodo collegiale (cfr. art. 1105 cod. civ.). Non può dunque essere negato un fondamento ed una base normativa alla riferita teorica. Parrebbe essere conforme a logica ritenere che, anche nelle società di persone, debba essere rispettato il metodo collegiale, se non altro per le decisioni da assumersi a maggioranza. In tali casi dunque occorrerà preventivamente informare tutti soci, formare una riunione, discutere le problematiche in esame e dar vita ad una consultazione basata sul voto di ciascuno. Il nodo problematico consiste nella tutela dei diritti di terzi aventi causa dalla società. In difetto di norme quali gli artt. 2377 e 2391 cod. civ., nell'ambito delle società a base personale non è neppure ipotizzabile una rilevanza esterna del conflitto. Vale a dire che, in ogni caso, al terzo risulterà del tutto inopponibile il vizio interno relativo al procedimento di formazione della volontà della società di persone. Probabilmente il difetto di una previsione normativa generale attinente al modo di formazione delle decisioni da assumersi a maggioranza è proprio un indice di questa indifferenza del fenomeno nei confronti dell'esterno.

a) secondo parte delle dottrina, sarà suscettibile di applicazione analogica l'art. 72 L.F., in tema di rapporti contrattuali pendenti. Conseguentemente si determinerà lo scioglimento dell'obbligo di procedere a fusione con relativo potere degli organi del fallimento di approvare o meno la fusione. Nel caso in cui alla fusione partecipassero più di due società, queste ultime, non dichiarate fallite, rimarranno tra loro vincolate e saranno comunque tenute a perfezionare l'operazione;

b) secondo una diversa prospettazione, in verità antecedente alla riforma del diritto fallimentare entrata in vigore il giorno 1 gennaio 2008, a far tempo dalla quale il riferito art. 72 L. F. ha assunto una valenza generica, (non più imperniata sul contratto di vendita), troverà applicazione analogica l'art. 77 L. F., che prevede lo scioglimento dell'associazione in partecipazione qualora uno degli associati venga dichiarato fallito. Per tale scuola di pensiero le altre società partecipanti all'operazione saranno libere di procedere o meno alla fusione.

2. Il procedimento di fusione “concordataria”.

2.1. Il progetto di fusione.

Anche le competenze organiche restano invariate rispetto alle fasi che scandiscono inderogabilmente il procedimento di fusione di una società *in bonis*, sebbene si tratti di operazione straordinaria strumentale all'attuazione di un concordato.

Competente continua ad essere l'organo amministrativo relativamente al progetto di fusione, documento/fase da cui diparte l'intero procedimento e che è necessario contempli un preciso riferimento alla strumentalità dell'operazione rispetto al concordato della società in crisi o insolvente e agli obiettivi imprenditoriali e/o finanziari delle società partecipanti. È intuitivo che, anche se la funzione informativa del progetto di fusione viene garantita dalla legge con l'imposizione di un contenuto minimo necessario, nulla vieta agli amministratori di introdurre ulteriori indicazioni ritenute opportune per permettere ai soci il consapevole esercizio del diritto di voto in sede di delibera.

Il progetto di fusione è *unico*, nel senso che è lo stesso progetto ad essere posto al vaglio (e dunque all'approvazione) dei soci delle diverse società coinvolte dal procedimento. Le relazioni degli amministratori delle società partecipanti possono invece anche presentare un contenuto differenziato tra di esse, perché rispondono alle esigenze informative e valutative delle diverse compagini sociali. In ogni caso, oltre ai soci e agli investitori,

anche i creditori delle società partecipanti saranno informati con la pubblicazione del progetto di fusione, ai sensi dell'art. 2501 *ter*, comma 3 c.c., nei rispettivi Registri delle Imprese¹⁰⁸. A tal proposito si rileva che l'opportunità di un'indicazione chiara, anche se incompleta (in attesa del deposito degli atti prescritto all'art.2501 *septies* c.c., e della relazione degli amministratori), si manifesta anche nei confronti dei creditori delle società partecipanti diverse da quella soggetta a procedura, onde evidenziare, tramite la predisposizione di un dettagliato *business plan*, le ragioni di convenienza e di sostenibilità finanziaria e patrimoniale dell'operazione, anche al fine di evitare opposizioni per carenza di informazione.

L'illustrazione del programma concordatario, del ruolo che in esso gioca la fusione e della giustificazione di questa sul piano economico, finanziario e industriale, risultano particolarmente necessari per i soci della società in crisi o insolvente, se si tiene conto che la competenza ad approvare la proposta di concordato è rimessa, in via di principio e salvo diversa disposizione statutaria, all'organo amministrativo. Infatti, tenuto conto della nuova formulazione dell'art. 152, comma 2 L. F., i soci della società in crisi o insolvente potrebbero apprendere direttamente dal progetto di fusione e dalla relazione degli amministratori, depositata unitamente ad esso in conformità dell'art. 2501 *septies* c.c., della peculiare operazione concordataria programmata¹⁰⁹.

La necessità giuridica di una preventiva conoscenza dei termini del concordato (preventivo o fallimentare) da parte dei soci, infatti, ricorre soltanto qualora lo statuto riconduca alla competenza decisionale di questi ultimi l'approvazione del piano di salvataggio dell'impresa in crisi. Anche in quest'ultima evenienza, tuttavia, la predisposizione di tale piano sarà frutto di una trattativa condotta a monte dagli amministratori e dai soci che detengono il controllo con i terzi interessati a partecipare alla fusione e gli organi della procedura. La conseguenza di tutto ciò sarà che potrà registrarsi l'approvazione contestuale, da parte dell'assemblea, della proposta di concordato, comunque predisposta dagli amministratori, e del progetto di fusione¹¹⁰.

¹⁰⁸ Si utilizza il plurale nel riferirsi ai registri delle imprese giacchè, come è noto, la pubblicazione avviene presso le Camere di Commercio in cui hanno sede le diverse società coinvolte dall'operazione straordinarie, (il che chiaramente non vieta che si tratti di un solo registro delle imprese-camera di commercio qualora le società hanno sede nel medesimo capoluogo di provincia).

¹⁰⁹ Lo spostamento di competenza operato dall'art. 152 L. F., infatti, può condurre al risultato pratico per cui i soci potrebbero essere all'oscuro della proposta concordataria approvata dall'organo amministrativo, a meno che non si siano diligentemente attivati per consultare il Registro delle imprese.

¹¹⁰ Non è necessario scandire l'approvazione della proposta di concordato e del progetto di fusione in due momenti cronologicamente distinti, sostenendo la necessità che i soci siano preventivamente informati del contenuto della prima, per poi valutare il secondo.

2.2. La situazione patrimoniale aggiornata

La fusione della società in crisi o insolvente, come qualsivoglia altra fusione, esige la redazione di una situazione patrimoniale aggiornata, redatta, ai sensi dell'art. 2501 *quater* c.c., con i criteri di bilancio. La statuizione normativa non desta grosse perplessità per quanto concerne l'ipotesi di fusione nel concordato preventivo, stante l'ordinaria continuazione dell'attività nella fase interinale dell'esame della proposta e delle votazioni; laddove la società sia stata dichiarata fallita¹¹¹ e si tenti la strada del concordato mediante riorganizzazione, sarà necessaria una particolare collaborazione da parte del curatore fallimentare. Ai sensi dell'art. 86 L. F., la società fallita è tenuta a consegnare la contabilità al curatore che deve esibirla a richiesta del fallito. Le prime questioni da affrontare riguardano l'aggiornamento della contabilità sociale e l'individuazione dei criteri di redazione del bilancio, che, se l'attività cessa, non potranno comunque ispirarsi al *going concern*. Nessuna norma, oltretutto, sembra costringere il curatore a tali adempimenti, né ad una continua rilevazione contabile dei fatti di gestione e degli accadimenti aziendali, a meno che non sia stata autorizzata la continuazione dell'impresa ai sensi dell'art. 104 L. F. Secondo alcuni, detto rendiconto costituirebbe un vero e proprio bilancio di esercizio intermedio, che dovrebbe essere redatto in conformità ai principi ed alle norme tecniche imposti per la redazione del bilancio ordinario delle società, salvo l'utilizzo di criteri straordinari di valutazione idonei a rispecchiare la peculiarità della gestione concorsuale¹¹². Siccome il fondamentale obbligo di redazione del bilancio d'esercizio non subisce eccezioni neanche in caso di definitiva inattività della società¹¹³, sembra ragionevole sostenere sul piano generale la necessità che si provveda comunque all'aggiornamento della contabilità e alla redazione del bilancio della società fallita: ciò, ovviamente, anche alla stregua dei dati rilevati dalla curatela fallimentare, nel corso della sua attività di accertamento dell'attivo e del passivo, nonché delle modificazioni patrimoniali (positive

¹¹¹ In caso di ammissione al concordato preventivo, infatti, la contabilità è trattenuta dallo stesso debitore, ai sensi dell'art. 170 L. F.

¹¹² Fimmanò F., *Commento all'art 104 bis*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2007, p. 1609 s., secondo il quale il curatore deve redigere una *situazione patrimoniale, finanziaria ed economica, corredata da una nota illustrativa che offra una visione descrittiva della situazione dell'impresa ed una previsione delle evoluzioni economiche future della continuazione. Nella situazione vanno abbandonati i criteri di funzionamento per accogliere i valori di realizzo.*

¹¹³ L'art. 2490, comma 1, c.c. ha sancito espressamente che l'obbligo di redigere il bilancio non viene meno qualora la società sia posta in liquidazione, anche se le finalità dell'azienda sociale mutano e anche se quest'ultima viene fatta cessare, essendo necessario, in tal caso, che le disposizioni degli articoli 2423 e ss. c.c. siano applicate compatibilmente con la natura, le finalità e lo stato della liquidazione.

o negative) registrate dalla società per effetto dell'amministrazione sostitutiva del curatore.

Le considerazioni svolte non conducono, però, a concludere nel senso che sia dovere del curatore fallimentare provvedere alla redazione della situazione patrimoniale prescritta dall'art. 2501*quater* c.c. Ad essa provvederà comunque l'organo amministrativo della società insolvente, anche se sulla base di dati che gli saranno forniti dagli organi della procedura concorsuale, potendosi argomentare a carico del curatore, sulla base del disposto dell'art. 86, comma 2, L. F. soltanto un obbligo di collaborazione e trasmissione dei dati e dei documenti a ciò necessari.

2.3. La relazione sulla congruità del rapporto di cambio. Il deposito degli atti.

Devono ritenersi senz'altro applicabili alla fusione nel concordato, anche nel caso essa riguardi una società fallita, le disposizioni di legge che prevedono l'obbligo di redigere, a cura di uno o più esperti la relazione sulla congruità del rapporto di cambio (art. 2501*sexies*, se non derogata ai sensi degli artt. 2505 e ss. c.c.) e che impongono il previo deposito degli atti (progetto, relazioni, bilanci e situazioni patrimoniali di riferimento) presso la sede sociale (se inattiva, presso il domicilio del legale rappresentante della società fallita o del curatore), salvo che non vi sia stata rinuncia unanime da parte dei soci (art. 2501*septies* c. c.). Questi ultimi, infatti, restano titolari di un forte interesse ad una partecipazione informata e consapevole alla assemblea convocata per l'approvazione della delibera di fusione, dal momento che il fallimento, o comunque la *special situation* in cui versa l'impresa, non li esautorano e, soprattutto, non implica certamente l'annullamento delle loro partecipazioni. Il valore dell'investimento, al contrario, è suscettibile di apprezzamento, in sede concordataria, per effetto sia dell'eccedenza dell'attivo sul passivo, sia dell'avviamento aziendale e, in genere, dei valori inespressi dal bilancio d'esercizio, che grazie a particolari operazioni possono emergere.

Il ricorso alle operazioni straordinarie, e in primo luogo alla fusione, giova appunto a riportare alla luce formalmente tali "valori" nel contesto della riorganizzazione e, in situazioni di crisi o insolvenza, anche a neutralizzare il rischio della perdita totale dell'investimento e a garantire un premio o un indennizzo ai vecchi soci, sotto forma di partecipazione alla società risultante dalla riorganizzazione e alla sua *valorizzazione*, resa possibile proprio dall'approvazione, da parte loro, del programma di ristrutturazione concordataria. La necessità di un coordinamento fra la disciplina legale

della fusione e le regole in tema di approvazione della proposta di concordato emerge, con evidenza anche rispetto all'istituto dell'opposizione dei creditori previsto nell'art. 2503 c.c.

2.4. L'atto di fusione.

Con la stipula dell'atto di fusione e la sua iscrizione nel Registro delle Imprese dei luoghi ove è posta la sede delle società partecipanti la società risultante dalla fusione, *rectius* dalla riorganizzazione concordataria, che sia terza incorporante o nuova società:

- 1) assume i diritti e gli obblighi delle società partecipanti, inclusi quelli della società soggetta a procedura concorsuale, con effetto *erga omnes* dall'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504 c.c. o dalla data successiva eventualmente stabilita;
- 2) imputa al proprio bilancio tutte le operazioni inerenti l'attività e/o il patrimonio della società soggetta a procedura concorsuale, anche retroattivamente (ai soli fini contabili);
- 3) redige il bilancio post-fusione, nel rispetto dell'art. 2504**bis** c.c.;
- 4) assegna le azioni o quote ai soci delle società partecipanti alla fusione, che si estinguono per effetto di essa, secondo il rapporto di cambio.

2.5. Gli effetti della fusione nel concordato. Le (eventuali) autorizzazioni necessarie

È importante ricordare che ogni effetto consegue solo all'iscrizione, e quindi alla stipula, dell'atto di fusione. Se la fusione, come progettata ed approvata dai soci, è prevista espressamente nel piano presentato ai sensi dell'art.161 l. fall. e la stipulazione dell'atto finale è condizionata all'omologazione del concordato preventivo, non ricorrono i presupposti che giustificano la preventiva autorizzazione giudiziale del Tribunale o del Giudice Delegato. Tale autorizzazione non è nemmeno necessaria per pubblicizzare il progetto di fusione, perché non può determinarsi alcun effetto anche solo potenzialmente pregiudizievole per il ceto creditorio. Dunque, la delibera di approvazione del progetto di fusione ad esecuzione "condizionata" all'omologazione del concordato preventivo potrà essere legittimamente assunta anche successivamente al deposito della domanda di cui all'art. 161 l. fall., ed iscritta nel registro delle imprese *ex* art. 2436 c.c., senza necessità della preventiva autorizzazione del Tribunale di cui all'art. 161, settimo comma, l. fall., o di quella del Giudice Delegato di cui all'art. 167, secondo comma, l. fall.

In virtù di quanto sopra, qualora successivamente al deposito della domanda di concordato, ma prima dell'omologazione, si intenda stipulare un atto di fusione della

società in concordato preventivo ad efficacia non “condizionata” all’omologazione, e quindi ad efficacia immediata, è necessario munirsi: dell’autorizzazione del Tribunale ex art. 161 comma 7 l. fall., fino al decreto di cui all’art.163 l. fall.; del Giudice Delegato ex art. 167 l. fall., successivamente all’ammissione alla procedura.

2.6. L’opposizione dei creditori

La necessità di un coordinamento fra la disciplina legale della fusione e le regole in tema di approvazione della proposta di concordato sembra emergere con particolare evidenza rispetto all’istituto dell’opposizione dei creditori di cui all’art. 2503 c.c.

Infatti, ai sensi dell’art.177, primo comma, l. fall., *“il concordato è approvato dai creditori che rappresentano la maggioranza dei crediti ammessi al voto. Ove siano previste diverse classi di creditori, il concordato è approvato se tale maggioranza si verifica inoltre nel maggior numero di classi”*.

Qualora la fusione sia contemplata come modalità attuativa di una proposta di concordato approvata dai creditori ed omologata, il riconoscimento di un diritto individuale di opposizione ex art. 2503 c.c. finirebbe per frustrare la scelta legislativa di subordinare le soluzioni negoziate della crisi alla volontà della maggioranza dei creditori, sotto il controllo del tribunale. Sembra pertanto coerente concludere nel senso che, qualora la fusione sia prevista come modalità di attuazione del concordato, i creditori di cui all’art.184 l. fall. della società in crisi siano privati del diritto individuale di opposizione di cui all’art.2503 c.c. e debbano ricorrere al rimedio endoconcorsuale dell’opposizione di cui all’art.180, secondo comma, l. fall., da considerarsi “assorbente” di ogni altra tutela.

Sotto il profilo sistematico, la proposta interpretata appena esposta sembra trovare conforto nello speciale regime previsto per gli obbligazionisti. Al fine di favorire le scelte gestionali ed organizzative della società, l’art. 2503 *bis* c.c. esclude che gli obbligazionisti possano proporre opposizione, se la stessa è stata approvata a maggioranza dalla assemblea degli obbligazionisti stessi; la presenza di un’organizzazione interna a tale categoria e la sua competenza a deliberare in ordine a tutti gli argomenti di interesse comune costituiscono il fondamento e la giustificazione della scelta di sacrificare la volontà individuale.

Nella medesima linea, la pubblicazione della domanda di concordato preventivo, anche in bianco, nel registro delle imprese genera, fra l’altro, la conseguenza di imporre ai creditori una comunanza di interessi, giacché nessuno di loro può aggredire

individualmente il patrimonio sociale, e di creare un'organizzazione per la soluzione dei conflitti di interesse che possono sorgere fra di essi, stante l'eterogeneità di posizioni di cui sono portatori.

Si potrebbe quindi sostenere che, se la fusione è prevista come parte integrante della proposta di concordato, i creditori di cui all'art.184 l. fall. non possono proporre opposizione *ex art. 2503 c.c.*, ma soltanto opporsi all'omologazione del concordato stesso, ricorrendone le condizioni. Laddove, invece, il procedimento di fusione non fosse stato avviato o compiuto sotto condizione dell'omologazione del concordato, secondo uno degli schemi operativi illustrati, il diritto di opposizione *ex art. 2503 c.c.* dei singoli creditori risulterebbe insopprimibile.

Resta intangibile il diritto di opposizione individuale dei creditori diversi da quelli indicati nell'art.184 l. fall., sempreché, ovviamente, le ragioni di credito siano sorte anteriormente all'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese.

La soluzione prospettata non potrebbe interessare neppure i creditori di altre eventuali società partecipanti alla fusione, i cui diritti non possono certamente essere ridotti o compromessi dall'applicazione della disciplina fallimentare; costoro resterebbero liberi di opporsi individualmente, determinando così il rischio di una paralisi del procedimento.

Il rischio di opposizione individuale potrebbe essere attenuato tramite la scelta di avviare il procedimento di fusione prima della presentazione della domanda di concordato, anche "in bianco", o subito dopo, secondo gli schemi in precedenza ipotizzati, condizionandone l'attuazione all'omologazione del concordato stesso. In tal modo sarà possibile avvalersi del termine che il tribunale deve concedere ai sensi dell'art.161, sesto comma l. fall., compreso fra i sessanta ed i centoventi giorni, per verificare la ricorrenza o meno di opposizioni alla fusione proposte dai creditori delle altre società partecipanti alla fusione.

Il fatto che anche la delibera di approvazione del progetto di fusione sia inevitabilmente "condizionata" all'omologazione del concordato della società in crisi, anche per le altre società coinvolte nella fusione, stante l'unicità del progetto, non determina un differimento della decorrenza del termine di opposizione al verificarsi della condizione, in ragione della carenza nel frattempo dell'interesse processuale a coltivare l'opposizione, poiché: 1) non è la delibera che ha ad oggetto l'approvazione del progetto ad essere condizionata, ma l'esecuzione della stessa; 2) in nessun caso è certo che il procedimento di fusione a cui il creditore è chiamato ad opporsi vada a buon fine, sia a

causa dell'opposizione vittoriosa di uno qualsiasi dei creditori, sia in ragione del sopravvenuto venir meno dell'interesse della società coinvolta a proseguire nell'operazione; così, se la fusione non si realizza, anche per mancata omologazione del concordato preventivo, viene meno la materia del contendere rispetto all'opposizione instaurata; da ultimo, anche i creditori con diritto derivante da titolo condizionato sono legittimati all'opposizione.

Potrebbe accadere che il contenuto patrimoniale del progetto di fusione sia fatto dipendere dall'esito della procedura concordataria, nel senso che gli elementi costituenti il patrimonio post fusione della società incorporante o risultante dalla fusione dipendano, nella quantificazione indicata, dalle condizioni alle quali si perfeziona l'accordo concordatario. In tal caso si potrebbe sospettare che il Tribunale chiamato a decidere sull'opposizione non sia effettivamente in grado di risolvere il conflitto di interessi per l'incertezza che avvolge, sotto il profilo indicato, tali dati patrimoniali¹¹⁴. Non sembra che la potenziale obiezione possa essere condivisa poiché, se non si verificano le condizioni patrimoniali indicate nel progetto, gli amministratori (anche delle altre società partecipanti) non potranno stipulare l'atto di fusione, per carenza di legittimazione. Il tribunale dovrà insomma valutare, per decidere sull'opposizione, solamente i dati patrimoniali esposti nel progetto. Pertanto non sembra sussistere alcuna ragione, anche sotto tale profilo, per rinviare la decorrenza del termine per proporre opposizione alla fusione *ex art. 2503 c.c.* da parte dei creditori.

2.7. Il controllo sulla conformità della fusione al concordato

È facile immaginare che nella maggior parte dei casi il piano rinverrà l'integrale attuazione della fusione alla fase successiva all'omologazione del concordato. Con il decreto di omologa la procedura di concordato preventivo si chiude, a mente dell'art.181 l. fall., e l'organo amministrativo della società ritorna nella pienezza dei suoi poteri dispositivi del patrimonio sociale.

L'eventuale inadempimento degli obblighi assunti nei confronti del ceto creditorio determina esclusivamente la risoluzione del concordato, (purché di non scarsa importanza, ai sensi dell'art.186 l. fall.). Pertanto, coinvolgendo una società tornata *in bonis*, la fusione verrà attuata secondo le ordinarie regole procedimentali e senza

¹¹⁴ Tale fattispecie è assimilabile ad una scissione a favore di beneficiaria preesistente, nella quale il danno per i creditori deriva proprio dalla confusione dei patrimoni delle società partecipanti.

necessità di alcuna autorizzazione preventiva, se non quelle, chiaramente, che siano state eventualmente previste in modo espresso dal decreto di omologazione.

Il controllo sulla conformità della fusione agli accordi concordatari omologati spetterà, in mancanza di ulteriori cautele disposte nel decreto di omologazione, al commissario giudiziale, e si ridurrà all'accertamento della previsione dell'operazione nel piano concordatario sotto il profilo della tempistica attuativa e della permanenza delle condizioni patrimoniali inizialmente previste in tutte le società partecipanti, onde evitare che la compenetrazione dei loro patrimoni eventualmente depauperati possa rappresentare un danno per i creditori e pregiudicare l'attuazione del concordato stesso. Eventuali rilevi mossi dallo stesso commissario possono riflettersi sulla legittimità del procedimento di fusione e quindi sulla validità della delibera di approvazione del progetto, che sarà iscrivibile nel registro delle imprese.

La tutela del ceto creditorio è nella circostanza affidata al rimedio della risoluzione del concordato ai sensi all'art.186 l. fall., qualora ne ricorrano le condizioni, e al diritto di opposizione di cui all'art. 2503 c.c., spettante a tutti i creditori sociali qualora la fusione non sia rispettosa del concordato.

2.8. Il meccanismo condizionale.

È evidente l'opportunità che il legame tra la fusione e l'attuazione del concordato venga suggellato formalmente mediante il ricorso al meccanismo condizionale. Nulla impedisce di rinviare alla fase esecutiva del concordato, dopo l'omologazione, l'adozione delle delibere societarie richieste per attuare la fusione, limitandosi ad assegnare alla proposta concordataria, sul punto, valore meramente programmatico. La soluzione, per quanto legittima, potrebbe risultare tuttavia meno *appetibile* per i creditori concorsuali; del resto, per gli organi della procedura, è più opportuno che il procedimento di fusione venga avviato già all'inizio o nel corso della procedura concorsuale e che il suo esito finale sia condizionato sospensivamente all'omologazione del concordato.

Può accadere che l'organo amministrativo della società preferisca anticipare l'avvio del procedimento di fusione, pur volendo condizionarne gli effetti all'omologazione del concordato, al cui adempimento resta strumentale. Si tratterà, nel caso di specie, di fusione necessariamente prevista nel piano presentato ai sensi dell'art.161 secondo comma lett.e) L. fall., connotata dal fatto che il procedimento è avviato prima dell'omologazione. In particolare, l'avvio del procedimento, con la pubblicazione del

progetto e l'approvazione dello stesso da parte dell'organo competente, potrà precedere la presentazione della domanda di ammissione alla procedura concorsuale; oppure seguire il deposito della domanda, pur precedendo l'omologazione. In entrambi i casi risulta opportuno, se non addirittura auspicabile, *condizionare* l'esecuzione della deliberazione di approvazione del progetto di fusione all'omologazione del concordato, e più precisamente legittimare espressamente il legale rappresentante della società alla stipula dell'atto di fusione solo a condizione che il concordato sia omologato *ex art.181 l. fall.*, anche se non in via definitiva, in quanto immediatamente efficace (pur se reclamabile ai sensi dell'art.183 l. fall.).

A tal fine nella prassi sembra sufficiente, limitarsi a “condizionare” l'esecuzione della deliberazione di approvazione del progetto di fusione, nel senso di autorizzare il legale rappresentante alla stipula dell'atto di fusione solo qualora sia omologato il concordato, piuttosto che apporre una condizione sospensiva all'atto finale, per non interferire direttamente sugli effetti della fusione come definiti normativamente. Adottando tale soluzione, si dovrebbe procedere alla stipula dell'atto finale soltanto a concordato omologato e precisamente in sede di esecuzione del concordato medesimo, così da minimizzare il rischio di incertezze e di sopravvenienze, sul piano dei rapporti fra procedura concorsuale e operazione straordinaria, avendo conseguito il duplice risultato di aver “vincolato” la maggioranza assembleare all'esito positivo del procedimento di approvazione della proposta di concordato e di aver contenuto in ambito endo-procedimentale (concorsuale) il predetto fattore di incertezza, in modo da non pregiudicare l'affidamento dei terzi.

Coerentemente, la mancata stipulazione della fusione rappresenterebbe causa di risoluzione del concordato.

In tale fase la disciplina del procedimento di fusione è quella ordinaria, e si ritengono applicabili anche le semplificazioni normativamente ammesse¹¹⁵.

¹¹⁵ Ragionando sul piano della mera opportunità, e non su quello della legittimità, sembrano peraltro non trascurabili alcune accortezze.

Nella prospettiva proposta il progetto di fusione dovrebbe contenere, fatte salve le più analitiche illustrazioni e giustificazioni da fornirsi nella relazione *ex art. 2501 quinquies c.c.*, opportunamente (anche se non necessariamente) redatta, un preciso riferimento alla strumentalità dell'operazione rispetto al concordato della società in crisi o insolvente e agli obiettivi imprenditoriali e/o finanziari delle società partecipanti.

L'illustrazione del programma concordatario, del ruolo che in esso gioca la fusione e della giustificazione di questa sul piano economico, finanziario e industriale, risultano particolarmente necessari per i soci della società in crisi, se si tiene conto che la competenza ad approvare la proposta di concordato è rimessa, in via di principio e salvo diversa disposizione statutaria, all'organo amministrativo. Infatti, tenuto conto della formulazione vigente dell'art. 152, secondo comma, l. fall., i soci della società in crisi

Sembra allora necessario che il notaio accerti che il piano di concordato preveda la fusione già deliberata fra le condizioni di attuazione e che sia sopraggiunta l'omologazione del piano, con decreto del Tribunale ai sensi dell'art.180 l. fall. Qualora la delibera di approvazione del progetto di fusione preceda anche il deposito della domanda di ammissione al concordato preventivo, gli amministratori chiaramente non dovranno munirsi di alcuna autorizzazione preventiva.

Diverso è il caso in cui la domanda sia presentata prima della delibera di fusione.

In questo caso il compimento di atti di straordinaria amministrazione da parte del debitore è soggetto ad autorizzazione giudiziale: del Tribunale, prima che sia emanato il decreto di ammissione al concordato preventivo; del Giudice Delegato, successivamente all'ammissione. La fusione della società in concordato preventivo, per le conseguenze che può generare sul piano della tutela dei creditori, necessita senz'altro del placet giudiziale.

2.9. Disciplina applicabile.

Possono ritenersi applicabili le norme sulla semplificazione del procedimento di fusione (artt. 2501 *ter*, ult. co., 2501 *septies*, comma 1 c.c.) le quali consentono di adottare procedure semplificate in ragione della composizione della compagine sociale (artt. 2505 comma 1, 2505 *bis* c.c.), dal momento che coinvolgono solo interessi dei soci, come chiarito dalla legge e salvo che ricorra la fattispecie descritta nell'art. 2501 *bis* c.c. (*Merger LBO*). Allo stesso modo, potrà trovare applicazione l'art. 2505 *quater* c.c., se lo consentono i tipi societari coinvolti, e ciò a prescindere dallo stato di insolvenza in cui versi la società.

2.10. Conclusioni.

L'assunzione degli obblighi concordatari non interferisce quindi, in modo diretto, con la struttura dell'operazione di fusione, se non nel caso in cui si preveda nella proposta l'assegnazione di azioni o quote o obbligazioni o altri strumenti finanziari, a favore dei creditori, "in pagamento" dei debiti, secondo la percentuale concordataria, in virtù di altre operazioni sul capitale e finanziarie, opportunamente collegate alla fusione e, se del caso, alla cessione di partecipazioni, onde agevolare la ristrutturazione e il

potrebbero apprendere direttamente dal progetto di fusione della peculiare operazione concordataria programmata.

complessivo riassetto proprietario della società. Così facendo, si può riuscire ad assicurare la presenza nel capitale della società risultante dalla fusione soltanto di quella parte di soci e di creditori che intendono partecipare all'*alea* del processo di riorganizzazione, accettandone i titoli rappresentativi del capitale di rischio o di credito e, viceversa, “disinteressando” tutti gli altri attraverso liquidazioni e/o pagamenti in denaro, anche dilazionati, ma predeterminati quantitativamente. La fusione dovrà attuarsi, ovviamente, secondo lo schema programmato nella proposta di concordato e, comunque, produrrà i suoi effetti soltanto dopo (e sulla base del) decreto di omologazione definitivo.

3. *Merger Leveraged Buy-Out*

L'art. 2501 *bis* c.c. disciplina la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento¹¹⁶. Non deve meravigliare che questo fenomeno sia meglio conosciuto con la dizione inglese di *merger leveraged buy out (MLBO)*. L'espressione linguistica utilizzata dal legislatore italiano esprime in senso

¹¹⁶ La letteratura sul *mlbo* è ormai assai nutrita, documentando un annoso dibattito incentrato attorno al tema della sua pretesa illiceità nel nostro ordinamento perché contrario all'art. 2358 c.c. Tale dibattito è poi sfociato nella disciplina approvata con la riforma del diritto societario del 2003, nel nuovo art. 2501 *bis* c.c. Con riguardo alla dottrina pre-riforma, si rinvia a M.S. Spolidoro, *Incorporazione della controllante nella controllata e “leveraged buy-out”*, in *Le società*, 2000, 84; A. Morano, *Leveraged buy-out*, Milano, 1989, 14; P. Montalenti, *Il leveraged buy-out*, Milano, 1991; *Id.*, *I giudici italiani e il leveraged buy-out tra responsabilità del capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, nota a Trib. Milano, sez. pen., 18 settembre 1992, in *Foro it.*, 1993, II, 167; *Id.*, *Leveraged buy-out*, in *Enc. giur.*, Roma, 1990, XVIII; L.G. Picone, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del Leveraged Buy-out*, Milano, 2001 e N.A. Bruno, *Il leveraged buy-out nella casistica giurisprudenziale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 6, 2002, 807.

Sulla nuova disciplina del *leveraged buy-out* a seguito dell'introduzione dell'art. 2501 *bis* c.c.: P. Montalenti, *Sub art. 2501 bis, Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, in Cottino - Bonfante - Cagnasso - Montalenti (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, 2311; *Id.*, *Il leveraged buy-out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 791; M. Bernardi, *Legittimità delle operazioni di leveraged buy-out*, in *Dir. prat. soc.*, 9, 2003, 53; P. Carrière, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Riv. soc.*, 2003, 995; *Id.*, *Condizioni di liceità del “leveraged buy-out”*, in *Dir. prat. soc.*, 19-22, 2004, 24; A. Dolmetta, *Il merger leveraged buy-out nella legge delega n. 366/2001*, in *Corr. giur.*, 2000, 239; A. Morano, *Il merger leveraged buy-out alla luce del nuovo art. 2501 bis*, in *Le società*, 2003, 952; L.G. Picone, *Il leveraged buy-out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr.*, 2003, 1391; P. Schlesinger, *Merger leveraged buy-out e riforma societaria*, in *Corr. giur.*, 2003, 705; M.S. Spolidoro, *Fusioni pericolose (merger leveraged buyout)*, in *Riv. soc.*, 2004, 229; A. Vicari, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006, 25; *Id.*, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria in Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 645, e S. Cacchi Pessani, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out*, Milano, 2007, 76; M. Perrino, *Sub art. 2501 bis*, in G. Niccolini - A. Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali*, Commentario, a cura di, Napoli, 2004, 1943 ss.; N.A. Bruno, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, 807 ss.

cronologico contrario il complesso degli accadimenti che l'art. 2501 *bis* c.c. intende disciplinare: il primo passaggio è l'indebitamento, cui fa seguito l'acquisizione, per finire con la fusione.

La fusione può assumere quindi la particolare forma del c.d. *Merger Leveraged Buy-out*, se preceduta dall'acquisto della partecipazione di controllo. Società target potrà essere senz'altro anche una società in crisi. L'operazione si giustifica, in chiave economica, quando sussistono, in capo alla società *target* in crisi o in stato d'insolvenza (ma ancora vitale), ampi margini di miglioramento che il *management* attuale non è in grado di realizzare. In tal caso è imprescindibile la potenziale capacità della società obiettivo di generare, a seguito della riorganizzazione, flussi finanziari idonei a rimborsare i debiti contratti per acquisirla, oltre che da capacità manageriali sufficienti per raggiungere l'obiettivo della creazione di valore. Naturalmente, il progetto di fusione è sottoposto, unitamente alla domanda di concordato, alla valutazione degli organi della procedura e dei creditori sociali.

Si ritiene opportuno allora descrivere, seppur in maniera estremamente sintetica, l'operazione di *leveraged buy-out*.

Tale operazione può essere definita¹¹⁷ come una tecnica finanziaria impiegata per acquisire il controllo di una società (c.d. *old company*, *Oldco*, oppure anche società obiettivo o *target* o bersaglio) attraverso l'utilizzo di fondi resi disponibili, in prevalenza, da finanziatori istituzionali e quindi, attraverso un ricorso spinto all'effetto di leva finanziaria.

La tecnica del *leveraged buy out* permette di conferire dinamismo al mercato del controllo societario, consentendo anche a chi non disponga dei capitali necessari ma sia animato da buoni progetti imprenditoriali, di acquisire il controllo di imprese grazie al credito fornito dalle banche con l'obiettivo di accrescerne il valore grazie ad apporti manageriali di qualità e alla rigida disciplina che l'indebitamento impone. Vengono dunque sfruttate le inesprese capacità di indebitamento delle imprese più dinamiche che divengono esse stesse le "finanziatrici" del prezzo necessario all'acquisto del proprio controllo; a tal fine vengono valorizzati i futuri attesi flussi di reddito che costituiscono proprio, nella sostanza, l'oggetto dell'anticipato pagamento come "prezzo", accollandosi sull'impresa stessa il relativo onere. Questa è, in particolare, la struttura del *merger leveraged buy out*. Nel clima di generale favore che ha

¹¹⁷ Clementi M., Luschi G. e Tron A. *Le operazioni di leveraged buy out - Aspetti legali, tributari e finanziari*, IPSOA, 2009.

accompagnato nell'ultimo decennio tale schema finanziario e che ha portato dapprima la dottrina e poi il legislatore a rilassare i tradizionali vincoli alla *financial assistance*, (sanciti nel nostro ordinamento - originariamente in termini di divieto assoluto - dall'art. 2358 c.c., riformulato in maniera assai più liberale per effetto della direttiva 2006/68/CE) si è però spesso sottovalutata la rischiosità di uno strumento intrinsecamente pericoloso. L'operazione in questione determina infatti rilevanti rischi per la stabilità patrimoniale e finanziaria dell'impresa destinati a ripercuotersi anche e soprattutto in capo a soggetti diversi dai promotori dell'operazione (sugli altri *stakeholders*, cioè, creditori, dipendenti e fornitori) potendo altresì pregiudicare pesantemente le prospettive di futuro sviluppo dell'impresa.

Il *leveraged buy out* (L.B.O.) è una operazione finanziaria, rientrando tra quelle cd. di *merger and acquisition*, attraverso cui il *management* realizza ristrutturazioni e riorganizzazioni industriali e finanziarie. Sviluppatesi nei paesi anglosassoni, in particolare negli Stati Uniti, come evoluzione di un fenomeno rispetto al quale le azioni di una *public company* venivano comprate da pochi investitori privati (*going private*), è diventata in breve tempo una tecnica finanziaria di acquisizione estremamente diffusa ed importante¹¹⁸. Il L.B.O. si caratterizza come tecnica di acquisizione della partecipazione totalitaria o di controllo di una società di capitali, in genere una società per azioni, mediante il ricorso al capitale di prestito, con la peculiarità (ed è questo il tratto caratterizzante ed allo stesso tempo più problematico) che il debito contratto per l'acquisizione della società, la cd. *target company* o società bersaglio, viene trasferito sul patrimonio della stessa.

La struttura tipica di un *LBO* prevede generalmente la costituzione di una nuova società veicolo *Newco* all'unico scopo di procedere all'acquisizione della società bersaglio, detta *target*. Generalmente la *Newco* è una scatola vuota, il cui capitale di rischio è ridotto al minimo, ed è determinato sulla base della struttura finanziaria futura che si desidera fare assumere alla società risultante dalla fusione con *target* e che si stima possa da essa essere sopportata. Nulla vieta, tuttavia, che ci si possa servire anche di un'impresa in avviato funzionamento, dotata quindi di una propria struttura patrimoniale e di un'autonoma attività generatrice di flussi di reddito, la quale per finanziare l'acquisizione ricorra in maniera significativa a finanziamenti a titolo di credito. L'erogazione del finanziamento contratto da *Newco* avviene in genere

¹¹⁸ Sul punto Giuliano G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Notariato* n. 3/2007, p. 319 ss.

contestualmente all'acquisto della società bersaglio, ed è utilizzato per il pagamento del corrispettivo pattuito per l'acquisizione. Tale finanziamento può assumere diverse forme, ed in particolare quella di un unico finanziamento a medio/lungo termine, ovvero quella di un finanziamento a breve termine seguito da un rifinanziamento a medio/lungo termine (una volta avvenuta la fusione con la *target*). L'acquisto riguarda la totalità del capitale della società bersaglio, o comunque di una quota di capitale tale da ottenere quella maggioranza qualificata utile per la delibera di fusione¹¹⁹.

L'operazione è giuridicamente strutturata in una molteplicità di fasi. In primo luogo, gli acquirenti costituiscono una società di capitali *ad hoc* (*new company*), cioè con il fine specifico dell'acquisizione, con un modesto capitale sociale, inferiore comunque al prezzo di vendita delle azioni della società bersaglio. Successivamente la *new company* contrae un prestito, generalmente con un'azienda di credito o con enti finanziari specializzati, che viene garantito, contestualmente alla acquisizione, con la dazione in pegno delle azioni della società bersaglio o, eventualmente, anche della *new company*. Acquisita la società bersaglio, si procede alla fusione tra questa e la *new company* che, in genere, incorpora la prima. Avvenuta la fusione il prestito, non più garantito dalle azioni della società bersaglio che sono state annullate a seguito della fusione, viene garantito con la costituzione di garanzie reali sui beni che appartenevano alla società acquisita e che ora appartengono, invece, alla società risultante dalla fusione.

Attraverso tali passaggi, da un punto di vista economico si ottiene il risultato di utilizzare il patrimonio dell'impresa acquisita per finanziare l'acquisizione stessa, e cioè di traslare il costo dell'acquisizione sul patrimonio della società acquistata¹²⁰.

Il delineato modello di *leveraged buy out* ha conosciuto nella prassi notevoli varianti che traggono origine sia dalle caratteristiche della società che si vuole acquisire sia dai soggetti che pongono in essere l'operazione di acquisto.

In primo luogo si suole distinguere tra *asset sale* e *transaction merger*, a seconda che oggetto immediato e diretto dell'operazione di acquisizione siano i beni aziendali ovvero le azioni della *target*.¹²¹ Con riguardo, invece, al profilo soggettivo dell'operazione in esame si distingue tra *management leveraged buy out*, nel caso in cui

¹¹⁹ Tuttavia perché si possa parlare di *leveraged buy-out* è assolutamente necessario che il debito relativo al finanziamento al quale si attinge venga assunto dalla società acquisita.

¹²⁰ P. Montalenti, Art. 2501 bis, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5; d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, Commentario diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, pag. 2314

¹²¹ A. Morano, "*Leveraged buy out*" nelle operazioni di fusione dopo la riforma, in *Notariato*, n. 6/2005, pag. 654.

tra i soci della acquirente vi siano anche i *managers* della *target* e *management leveraged buy in*, qualora tra i soci della società acquirente vi siano *managers* esterni alla società bersaglio. Si parla di “*employee buy out*” quando all’acquisto partecipano anche i dipendenti della società oggetto di acquisizione. Vi sono, poi, i “*family buy outs*”, e cioè quelle operazioni di acquisizioni di società attuate con l’utilizzo del *leveraged buy out*, mediante le quali si procede alla ristrutturazione dell’assetto proprietario di aziende familiari. Ancora, si parla di “*corporate buy out*” allorché l’operazione è posta in essere da società appartenenti allo stesso gruppo, con lo scopo prevalente di riorganizzare gli assetti patrimoniali infragruppo. Vi sono, infine, i “*fiscal buy outs*” che si caratterizzano per il fatto che i soci della *target* sono i medesimi della società acquirente. Sotto il profilo sostanziale l’operazione non determina alcun effettivo passaggio di proprietà, essendo la stessa motivata da ragioni esclusivamente di ordine fiscale. Detta finalità meramente elusiva farebbe ritenere illecita l’applicazione della tecnica in argomento integrandosi nella specie una ipotesi di negozio in frode alla legge¹²².

Le operazioni di *leveraged buy-out*, pur presentando caratteristiche specifiche diverse, sono tutte fondate sull’assunto che i promotori investono mezzi propri di limitata entità, mentre le risorse finanziarie necessarie ad assicurare il rimborso dei rilevanti debiti contratti per l’acquisto del capitale azionario ed i correlati oneri finanziari verranno assunti dall’impresa obiettivo. Quest’ultima, pertanto, oltre ad assicurare un flusso di cassa tale da porre la *Newco* nelle condizioni di poter puntualmente adempiere agli impegni assunti, relativi al pagamento degli oneri finanziari scaturenti dai debiti contratti ed al rimborso delle quote capitali in scadenza, deve continuare a garantire anche la formazione delle risorse finanziarie necessarie a completare o porre in essere gli investimenti precedentemente previsti dalla *Oldco* e produrre margini operativi almeno costanti. Ne consegue che l’analisi dei bilanci e dei flussi di cassa generati dalla *Oldco*, è tutta tesa a verificare che le condizioni innanzi esposte si possano ragionevolmente verificare nei tempi previsti dai piani finanziari di rimborso, assicurando nel contempo alla *Newco* una redditività ed una liquidità non inferiore a quella di cui godeva la *Oldco*. Tuttavia, va evidenziato che l’intera operazione non è posta in essere per finanziare o consolidare i debiti della *Oldco*, che già possiede in sé le

¹²² Sul punto si segnala il Parere del Comitato consultivo per l’applicazione delle norme antielusive n. 4 dell’8 maggio 2003, che ha affermato il carattere elusivo delle operazioni di L.B.O. qualora siano attuate al solo fine della acquisizione della società *target*, attraverso lo sfruttamento della leva finanziaria, senza il realizzo di un effettivo potenziamento delle attività produttive o di una riorganizzazione delle attività stesse.

potenzialità economico-finanziarie per proseguire la propria attività, ma per consentire la traslazione della proprietà di un'azienda o di un suo ramo.

4. Concentrazioni di imprese e crisi. Il *Failing firm defence*

Negli ultimi anni si è passati da una concezione liquidatoria della risposta alle situazioni di crisi imprenditoriale ad una idea *conservativa* della gestione della crisi, che passa attraverso forme di riorganizzazione degli assetti aziendali (tra cui, *in primis*, fusioni e concentrazioni) che vanno, necessariamente, ad incidere sulla struttura del mercato¹²³. Emerge, infatti, nelle situazioni di crisi di imprese di grosse dimensioni, la necessità di una scelta politica tra la tutela di due gruppi di interesse contrapposti: quelli, urgenti ed immediati, ma attinenti ad una ristretta cerchia di soggetti, rappresentati da finanziatori, lavoratori, azionisti e quanti altri siano in prima persona coinvolti nella crisi dell'azienda; e quelli, di più lungo periodo ma pertinenti all'intero sistema economico, di evitare che le concentrazioni, poste in essere come risposta alla crisi aziendale, riducano il benessere sociale attraverso la costituzione o il rafforzamento di posizioni dominanti. In tal modo, viene in esponente un insanabile conflitto tra disciplina delle imprese in crisi e tutela della concorrenza, nonostante esse rispondano, nell'impostazione concettuale di fondo, alla medesima esigenza di contribuire a realizzare i principi propri di un sistema di economia di mercato¹²⁴.

Le operazioni di concentrazione di imprese riguardanti una o più partecipanti sottoposte a procedure concorsuali possono rappresentare il mezzo per il risanamento e il salvataggio di queste ultime. Aggregarsi con aziende *in bonis*, adeguatamente sane da garantire per i debiti pregressi delle società in crisi, può, inoltre rappresentare un incentivo ai creditori all'autorizzazione di tali operazioni¹²⁵. Le operazioni di fusione, nella maggior parte dei casi riguardano fattispecie classificabili come "orizzontali", cioè concernono aggregazioni tra aziende che operano nello stesso settore. Classico esempio le concentrazioni bancarie. Le operazioni di fusione nascono dall'obiettivo di raggiungere vantaggi competitivi che vanno oltre la semplice addizione di patrimoni. Proprio per questo, dunque, le concentrazioni aziendali sono invise alle autorità di

¹²³ Guizzi, *Concentrazioni tra imprese e insolvenza. Appunti a margine del caso Alitalia*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, 337 e ss.

¹²⁴ Sul punto Fingelton, *La politica della concorrenza in tempo di crisi*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, 1 e ss, in cui si segnala come il conflitto cui si fa riferimento nel lavoro risulti particolarmente accentuato in epoche di recessione.

¹²⁵ Le logiche capitalistiche, però, sono prive di intenti puramente altruistici ed è spesso facile mascherare da eroico salvataggio un avido tentativo di acquisire potere e ricchezza.

garanzia della concorrenza¹²⁶, e passate sotto una attenta lente per evitare la formazioni di poteri forti, e all'estremo, di veri e propri monopoli che possono arrecare danni al mercato e, in ultimo ai consumatori.

La *failing firm defence*, espressamente prevista nelle *U. S. Merger Guidelines*¹²⁷, può consentire la fusione ad imprese in stato di crisi che altrimenti non sarebbero in grado di onorare i propri debiti o riorganizzarsi con successo¹²⁸.

Il Reg. 4064/89 CEE sul controllo delle operazioni di concentrazione tra le imprese, non conteneva alcuna disposizione che espressamente permettesse di autorizzare, ricorrendo al principio della *failing firm defense*, operazioni di concentrazione che minacciassero di creare o rafforzare una posizione dominante. Tuttavia, la giurisprudenza comunitaria ha illustrato come la stessa Commissione abbia autorizzato alcune operazioni¹²⁹ sulla base del principio della *failing firm defense*, ritenendo che in mancanza della prospettata operazione, l'impresa acquisita sarebbe stata costretta a cessare la produzione e la sua quota di mercato sarebbe stata, comunque, interamente assorbita (o comunque in misura tale da creare una posizione dominante) dall'acquirente poiché unica impresa rimasta attiva o comunque *leader* nel mercato. Poco dopo l'adozione del regolamento 139/04, che ha riformato la precedente disciplina in tema di operazioni di concentrazione, la Commissione ha pubblicato una Comunicazione sulla valutazione delle concentrazioni orizzontali¹³⁰, secondo la quale, l'organo comunitario può decidere che una concentrazione, che darebbe sicuramente adito a problemi anticoncorrenziali¹³¹, sia

¹²⁶ Mastroianni A., *Concentrazioni, imprese in crisi e valutazioni di efficienza*, in *Corriere Giuridico* 2011, n. 6, p. 793 e ss.

Nel momento in cui l'autorità antitrust è chiamata a decidere se autorizzare o meno una fusione, un passo fondamentale è chiedersi anche cosa potrebbe succedere nel caso in cui la fusione non fosse autorizzata. Una fusione potrebbe riguardare ad esempio un'impresa in crisi che, nel caso di mancata autorizzazione, non riuscirebbe a sopravvivere, creando un danno consistente alla collettività, danno che in molti casi potrebbe risultare di gran lunga peggiore rispetto alla riduzione di benessere che si potrebbe creare in seguito alla fusione. In tal caso è dunque opportuno che le autorità antitrust competenti prendano in considerazione anche questa eventualità nel momento in cui si trovano a decidere se autorizzare o vietare una fusione.

¹²⁷ *Horizontal Merger Guidelines August 19th 2010 – U.S. Department of Justice*

¹²⁸ Tuttavia, per far sì che una fusione venga autorizzata grazie a queste motivazioni, deve anche essere vero che la fusione stessa rappresenta l'unico modo per mantenere produttivi gli *assets* dell'impresa. Riassumendo possiamo affermare che una fusione, altrimenti vietabile, può essere autorizzata, applicando questa normativa, se sono contemporaneamente verificate tre condizioni: a) l'impresa è in una crisi talmente grave che, senza fusione, sarà inevitabile l'uscita dal mercato; b) non vi sono soluzioni meno distorsive della concorrenza rispetto alla fusione; c) senza fusione gli *assets* dell'impresa uscirebbero dal mercato.

¹²⁹ Kokkoris, I., *Failing Firm Defence in the European Union: a panacea for mergers?*, E.I.C.R., 2006.

¹³⁰ In GUCE n. C31 del 5 febbraio 2004, Sezione VIII degli Orientamenti.

¹³¹ Sotto il profilo dei possibili effetti anticoncorrenziali, gli Orientamenti della Commissione individuano due principali modalità attraverso le quali una concentrazione di natura orizzontale può ostacolare in misura significativa la concorrenza. Prima di analizzare tali effetti, occorre stabilire cosa si intenda per concentrazione orizzontale. Le concentrazioni orizzontali, come abbiamo avuto modo di anticipare nel

malgrado ciò compatibile con il mercato comune se una delle imprese partecipanti versa in stato di crisi, in particolare se risultano soddisfatte le seguenti tre condizioni in presenza della quali si deve ritenere escluso il rapporto di causalità tra la prospettata concentrazione e la restrizione della concorrenza, ovvero: l'uscita in tempi brevi dal mercato dell'impresa di cui è prevista l'acquisizione, qualora la concentrazione non sia realizzata; la mancanza di soluzioni alternative meno restrittive della concorrenza rispetto all'ipotesi della concentrazione; l'inevitabilità del passaggio della quota di mercato detenuta dall'impresa in stato fallimentare all'impresa che procede all'acquisizione, in quanto tale circostanza si sarebbe verificata anche nel caso in cui l'impresa in difficoltà fosse uscita dal mercato.

La ricostruzione sopra prospettata della *failing firm defense* pare essere più restrittiva di quella prevista nelle *Guidelines* statunitensi. La Commissione limita il ricorso a questo principio solamente nel caso in cui la creazione, o il rafforzamento della posizione dominante, non sia ascrivibile alla realizzazione dell'operazione di concentrazione; in altre parole manchi, appunto, il nesso di causalità tra la concentrazione e gli effetti restrittivi della concorrenza. Va da sé che la *failing firm defense* in sede comunitaria potrà essere accolta solamente quando le parti dimostrino che dall'eventuale concentrazione non derivi un peggioramento della struttura concorrenziale del mercato. Tali requisiti, peraltro, non sono uniformi. Come il regolamento comunitario sulle concentrazioni, la legge nazionale a tutela della concorrenza, non prevede espressamente la possibilità di derogare alle disposizioni sulla concorrenza con

precedente paragrafo, sono quelle che coinvolgono imprese concorrenti dirette o potenziali in uno o più mercati. Si tratta, tradizionalmente, delle operazioni più problematiche sotto il profilo delle conseguenze concorrenziali, perché si traducono nella rimozione di vincoli competitivi diretti generando un aumento di potere di mercato in capo all'entità scaturente dall'operazione. Le concentrazioni orizzontali possono, in particolare, produrre due tipi di effetti restrittivi della concorrenza:

- eliminare un concorrente diretto così da consentire all'impresa acquirente di accrescere il proprio potere di mercato e, unilateralmente, aumentare i prezzi a livelli sopra-competitivi o peggiorare le condizioni di offerta di beni o servizi senza subire condizionamenti da altri attori del mercato: si tratta dei c.d. effetti unilaterali della concentrazione che si producono principalmente nei casi di costituzione o rafforzamento della posizione dominante singola;
- creare o rafforzare le condizioni propizie per la sostenibilità della collusione tacita tra i membri di un oligopolio: si tratta dei c.d. effetti di coordinamento (o effetti pro-collusivi), che l'ordinamento comunitario, e di riflesso quello nazionale, valutano facendo riferimento alla nozione della dominanza collettiva.

Pertanto le concentrazioni anticompetitive si suddividono in due campi:

- quelle che creano o rafforzano effetti di coordinamento tra i membri dell'oligopolio, dando origine a fenomeni di collusione tacita (da qui la denominazione di oligopoli collusivi);
- quelle che generano effetti unilaterali anticompetitivi senza che si instauri tra i membri dell'oligopolio alcuna forma di collusione (i c.d. oligopoli non collusivi).

riferimento ad imprese in stato di crisi¹³². Gli stessi fattori indicati all'art. 6, comma1, della legge 10 ottobre 1990, n. 287, relativi alla posizione sul mercato delle imprese interessate ed alla situazione competitiva dell'industria nazionale non hanno, infatti, una valenza "autorizzatoria" dell'operazione di concentrazione, ma permettono di tenere in considerazione, in una certa misura, le condizioni economiche e finanziarie delle imprese interessate all'operazione, allo scopo di verificare se vi sia o no la creazione o il rafforzamento di una posizione dominante tale da eliminare o ridurre in modo sostanziale la concorrenza. La l. 287/90 prevede soltanto un'unica ipotesi in cui è possibile derogare al divieto di operazioni di concentrazioni restrittive della concorrenza, quella di cui all'art. 25, comma1, della stessa legge che testualmente recita: "*il Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministero dell'Industria, del commercio e dell'artigianato, determina in linea generale e preventiva i criteri sulla base dei quali l'Autorità può eccezionalmente autorizzare, per rilevanti interessi generali dell'economia nazionale nell'ambito dell'integrazione europea, operazioni di concentrazione vietate ai sensi dell'art. 6, sempreché non comportino l'eliminazione della concorrenza dal mercato o restrizioni alla concorrenza non strettamente giustificate dagli interessi generali predetti. In tali casi l'Autorità prescrive comunque le misure necessarie per il ristabilimento di condizioni di piena concorrenza entro un termine prefissato*". Ad oggi, il Governo non ha ritenuto di esprimersi in merito all'art. 25, tuttavia, non si esclude che in tale situazione possano essere introdotte dal Consiglio dei Ministri disposizioni in base alle quali l'Autorità garante potrebbe eccezionalmente autorizzare concentrazioni altrimenti vietate, qualora l'impresa di cui è prevista l'acquisizione versi in uno stato di crisi. Il ricorso a tale possibilità dovrebbe, ugualmente, avvenire nel rispetto dei limiti previsti dal medesimo articolo e, dunque, non comportare l'eliminazione o limitazioni della concorrenza non strettamente giustificate da rilevanti interessi generali dell'economia nazionale. La mancanza di un'espressa disposizione legislativa o regolamentare in questo senso, non sembra, in ogni modo, pregiudicare il ricorso al principio della *failing firm defense* da parte dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato. L'applicabilità di tale criterio, infatti, deriva dal riferimento contenuto all'art. 1, comma4, delle l. 287/90, che vincola l'interpretazione delle norme sostanziali nazionali sulla concorrenza ai principi dell'ordinamento comunitario. L'eventuale utilizzo della *failing firm defence* deve

¹³² Colangelo G., *Regole e comportamenti strategici negli organismi di standard setting. Quale ruolo per l'antitrust?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2010, 2, p. 339 e ss.

perciò avvenire nel rispetto di tutte quelle riserve e cautele indicate sia dalla recente e limitata pratica comunitaria, sia dalla più consistente esperienza statunitense. In particolare, dovrebbero verificarsi le seguenti condizioni:

- a) il ricorso alla *defense* dovrebbe essere consentito esclusivamente in casi eccezionali, poiché normalmente è necessario presumere l'esistenza di un nesso di causalità tra la concentrazione e gli effetti restrittivi della concorrenza;
- b) l'impresa che procede all'acquisizione acquisterebbe comunque la quota di mercato dell'impresa in crisi;
- c) il fallimento dell'impresa che s'intende acquisire deve rappresentare un evento imminente ed inevitabile. In assenza della concentrazione l'impresa sarebbe destinata ad uscire dal mercato;
- d) devono mancare soluzioni alternative con minori effetti anticoncorrenziali, cioè non esiste alternativa all'acquisizione che abbia effetti meno restrittivi della concorrenza.

Inoltre, la valutazione circa l'applicabilità della *defense* deve essere condizionata a considerazioni di carattere concorrenziale. Lo scopo di mantenere sul mercato la capacità produttiva dell'impresa in crisi deve, infatti, consistere nella salvaguardia della concorrenza. In questo senso, quindi, un'operazione di concentrazione che altrimenti sarebbe vietata, potrebbe essere autorizzata dall'autorità antitrust solo se, a causa dell'imminente uscita dal mercato rilevante dell'impresa in stato di crisi, non si determini una sostanziale riduzione del grado di concorrenza sul mercato. L'Autorità garante, nell'ambito di sua competenza, ha compiuto un esteso riferimento al principio del salvataggio di un'impresa in crisi, pur facendo tuttavia attenzione a non citare l'espressione *failing firm defense*. In ogni caso, sono stati rari i casi di applicazione di tale normativa, sia negli Stati Uniti sia in Europa, in quanto il criterio della *failing firm defence* viene interpretato in maniera assai rigorosa, dovendo l'acquirente provare congiuntamente l'effettiva ed elevata probabilità del fallimento dell'impresa oggetto dell'acquisizione e l'inesistenza di alternative meno restrittive della concorrenza per evitare il fallimento medesimo.

Capitolo quarto.

LA SCISSIONE E LE ALTRE OPERAZIONI STRAORDINARIE NELLE
PROCEDURE CONCURSUALI

SEZIONE PRIMA. La scissione nelle procedure concorsuali.

1. La scissione nella crisi d'impresa

Con la scissione si realizza “*il frazionamento del patrimonio sociale in parti, le quali vengono assegnate separatamente a due o più società beneficiarie con la conseguente liquidazione ed estinzione della società scissa oppure con la sopravvivenza di essa, rispetto alla quale si dovrà ovviamente procedere alla determinazione della compagine societaria ed alla ricapitalizzazione*”¹³³.

Il frazionamento può anche consistere nella individuazione di una o più parti del patrimonio sociale, senza che questo venga esaurito, e nell'assegnazione delle parti separate ad una o più società beneficiarie, con l'ovvia conseguente sopravvivenza della società scissa. Caratteristica comune ai due tipi di frazionamento è lo spostamento delle frazioni del patrimonio dalla sfera della società scissa a quella delle società beneficiarie e dell'affluenza, nella compagine di queste ultime, di quella parte della compagine della scissa cui sarà assegnata la partecipazione alle società beneficiarie¹³⁴.

L'operazione, intuitivamente, può consentire alla società di portare avanti un progetto di razionalizzazione e/o riorganizzazione dell'assetto societario. Anche la scissione è operazione straordinaria che può essere deliberata in seno alla procedura concordataria. Giova anzi sottolineare che il “poliformismo”¹³⁵ dell'operazione ne fa uno strumento

¹³³ Così testualmente V. Salafia, *Scissione integrale e liquidazione della scissa*, in *Le Società*, n. 3/2011, 277.

¹³⁴ Nel caso di scissione integrale, con estinzione della scissa, i soci di questa si vedranno sostituire le partecipazioni al capitale di essa con partecipazioni al capitale delle società beneficiarie alle quali vengono assegnati. Se, invece, la scissa sopravviva alla scissione, i suoi soci potranno conservare, in aggiunta allo status di soci delle beneficiarie, quello di appartenenza alla compagine della società scissa, se accetteranno di ricostituire il capitale. In quest'ultima ipotesi, la scissione è stata determinata dall'intento di frazionare il patrimonio della società in parti autonome in modo da farne imprese distinte, nella previsione che, grazie alla loro autonomia, esse riescano meglio a svilupparsi.

Se la scissione è invece parziale, difficilmente ai soci assegnati alle società beneficiarie sarà consentito di conservare anche lo status di soci della scissa, perchè, di norma, l'operazione nasce dall'intento di separare un gruppo o alcuni gruppi di soci della scissa da altri con i quali la convivenza sia risultata difficile. Ove fosse consentito, sarà necessario

che con la deliberazione di scissione si ridetermini la misura della loro partecipazione al residuo capitale della scissa o si proceda all'aumento di questo per consentire ad essi di sottoscriverlo e mantenere la loro permanenza nella compagine sociale. Anche sul punto V. Salafia, *ibidem*, 277 ss.

¹³⁵ L'espressione, estremamente felice per la sua capacità di cogliere la neutralità funzionale della scissione, strumento per realizzare obiettivi diversi, è mutuata da Scognamiglio G., *Le scissioni* in *Trattato delle s.p.a.* diretto da Colombo e Portale, VII, t. 2, Torino, 2004, 14.

particolarmente duttile per il perseguimento di molteplici funzioni economiche, fra cui quella della gestione delle crisi d'impresa¹³⁶; e, in tale prospettiva, sembra addirittura assegnare alla scissione un vantaggio competitivo rispetto alla stessa fusione. Basti considerare che l'operazione può realizzarsi sia mediante la costituzione di nuove società, sia mediante l'assegnazione di elementi patrimoniali a una società beneficiaria preesistente, consentendo così di dar luogo, dal punto di vista di questa, a una fusione per incorporazione "selettiva". La combinazione della pluralità di legittime modalità di attuazione dell'operazione rende possibile immaginare un'amplissima casistica applicativa, fino a prospettare la completa "destrutturazione" dell'attività e del patrimonio della società in crisi, dando autonomia a diversi settori economici e scindendo al contempo la massa dei creditori, mediante la loro suddivisione in distinte "classi", in modo da differenziarne il trattamento anche in ragione del collocamento nel passivo delle diverse beneficiarie. La caratteristica differenziale più pregnante della scissione, rispetto alla fusione, è rappresentata dal fatto di permettere l'acquisizione, anche soltanto, di una parte del patrimonio, anziché necessariamente dell'intero¹³⁷. Entrambe le operazioni condividono invece la possibilità di consentire tale risultato senza esborso di denaro e quella di permettere agli "investitori iniziali" di non rimanere completamente estromessi dalla prosecuzione dell'impresa riorganizzata. Sotto altro profilo, la possibilità di assegnazione "non proporzionale" delle partecipazioni sociali nelle società risultanti dalla scissione accresce ulteriormente la duttilità dell'istituto e la sua idoneità a prestarsi a realizzare soluzioni negoziate della crisi.

I motivi che inducono il *management* di un'impresa ad una operazione di scissione, oltre alla ristrutturazione aziendale, possono anche essere altri e tanti, tutti però sono accomunati dalla volontà di incidere sull'assetto strategico e strutturale dell'impresa in oggetto. Tra i motivi *de quibus* si segnalano: 1) la volontà di seguire strategie di crescita per "linee" esterne, ossia accrescere la propria quota di mercato, acquisendo, magari, un concorrente pericoloso, con o senza impiego di nuove risorse finanziarie; 2) l'esigenza di riorganizzare l'azienda, di entrare in nuovi mercati o in nuovi settori; 3) rioni economiche quali accrescere le proprie dimensioni al fine di realizzare economie di scala, di esperienza e/o di scopo; 4) la necessità di modificare l'identità giuridica della società o di alcune sue controllate; 5) l'esigenza di coinvolgere nuovi investitori

¹³⁶ Savioli G., *op. cit.*, 469; Scognamiglio, *op. cit.*, 83, che ricorda come sia possibile servirsi della scissione per la gestione di crisi settoriali dell'impresa, attraverso lo separazione del ramo di attività non più sinergico.

¹³⁷ Savioli G., *op. cit.*, 470.

nell'azionariato o ricomporre l'assetto azionario attuale; 6) l'esigenza di "liberarsi" di attività o di aree di business percepite come non più strategiche o strumentali al raggiungimento degli obiettivi di crescita futuri.

Analogamente a quanto osservato in tema di fusione, anche la possibilità di procedere alla scissione di una società sottoposta a procedura concorsuale non risulta più preclusa da un espresso divieto.

La legittimità della scissione di società per l'attuazione sia di un concordato preventivo che fallimentare emerge da diverse norme:

- a) dall'attuale dettato dell'art. 2506 c.c., che, letteralmente, non preclude più la possibilità di scindere una società sottoposta a procedura concorsuale, a differenza di quanto disposto nel testo ante riforma. Anche rispetto alla scissione, va osservato che la rimozione di un divieto testuale non equivale ad assenza di qualsiasi limite, imponendosi comunque il vaglio di compatibilità con lo stato e le finalità della procedura di cui all'art. 2499 c.c.¹³⁸, norma, come anzidetto, applicabile a tutte le operazioni straordinarie;
- b) dall'art.160, primo comma, 1. fall., che consente espressamente di promuovere la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei creditori attraverso qualsiasi forma, anche mediante operazioni straordinarie, nel quadro della logica, di recente consolidata, che mira alla soluzione della crisi o dell'insolvenza di impresa attraverso processi di ristrutturazione patrimoniale, finanziaria od organizzativa dell'impresa medesima;
- c) dall'art.186 *bis* 1. fall., rubricato concordato con continuità aziendale, la cui *ratio* è rappresentata dalla tutela della continuità aziendale, a cui è normativamente funzionale la scissione (art. 2506, commi 1 e 3, c.c.), che costituisce così modalità di conservazione della continuità aziendale¹³⁹.

Risulta possibile estendere alla scissione molte delle considerazioni già svolte in tema di fusione con la soggezione della società in crisi o insolvente alle procedure concorsuali.

La tecnica legislativa *per derivazione* utilizzata per disciplinare la scissione consente di

¹³⁸ Scognamiglio, *op. cit.*, 86, la quale ha manifestato dubbi circa la compatibilità in concreto di fusioni e scissioni societarie con procedure caratterizzate da una finalità conservativa o di risanamento, se detta finalità ha da esplicarsi, secondo la disciplina legale della procedura stessa *sui beni* (cioè sull'azienda, e sui valori che essa sia ancora in grado di esprimere), piuttosto che *sui soggetti*, cioè sulla struttura del centro di imputazione dell'impresa, risultando preferibile allora il ricorso allo strumento della cessione, poiché comporterebbe un corrispettivo che va ad incrementare la massa attiva a vantaggio del ceto creditorio e che dovrebbe assicurarne la sua soddisfazione diretta.

¹³⁹ Nella prospettiva accolta le norme degli artt.160 e 186 bis 1. fall. sembrano rendere superflua una valutazione preliminare di compatibilità dell'operazione con lo stato e le finalità della procedura a mente dell'art. 2499 c.c., qualora si ritenga applicabile, come regola di principio, anche alle operazioni straordinarie diverse dalla trasformazione (e risultando tuttavia necessaria una valutazione in tal senso qualora la scissione o la fusione attuino anche un trasformazione implicita).

rinvia ampiamente alle considerazioni formulate rispetto alla fusione di società in crisi o insolvente. Pare pertanto sufficiente ribadire, in termini generali, che la soggezione della società ad una procedura concorsuale non esime dal rispetto delle norme legali e statutarie che disciplinano le competenze ed i processi decisionali endo-societari, fissano i diritti dei o dirimono i conflitti fra soci.

Sul piano attuativo la scissione *concordataria* può essere diversamente organizzata.

Innanzitutto, la scissione può essere prevista nel piano, ai sensi dell'art.161, secondo comma, lett.e) l. fall., ma la sua attuazione può essere completamente rinviata alla fase esecutiva successiva all'omologa del concordato¹⁴⁰. La combinazione della pluralità di legittime modalità di attuazione dell'operazione consente un'amplissima casistica applicativa, fino a prospettare la completa "destrutturazione" dell'attività e del patrimonio della società in crisi, dando autonomia a diversi settori economici e scindendo al contempo la massa dei creditori, mediante la loro suddivisione in distinte "classi", in modo da differenziarne il trattamento (anche) in ragione del collocamento nel *passivo* delle diverse beneficiarie¹⁴¹.

Sul piano operativo pare sufficiente richiamare quanto già illustrato con riferimento al procedimento di fusione, in merito al collegamento e/o condizionamento fra l'operazione societaria e l'esito del procedimento di approvazione-omologazione della proposta di concordato, così da poter focalizzare l'analisi sui dati caratteristici di questa modalità di ristrutturazione concordataria.

1.1. Il caso della scissione *liquidativa*.

Secondo autorevole dottrina¹⁴², la scissione potrebbe immaginarsi come concreto strumento attuativo di operazioni di rimborso ai soci del loro conferimento iniziale al capitale sociale, nell'ipotesi in cui la società deliberasse il proprio scioglimento ed i suoi soci fossero società. Si intende, allora, indagare se la norma dell'art. 2506 possa essere estesa fino a comprendervi la fattispecie caratterizzata dall'attribuzione del patrimonio

¹⁴⁰ La scelta non pone in tal caso all'operatore ed al notaio particolari problemi applicativi. Ai sensi dell'art.181 l. fall., con l'omologa del concordato la procedura concorsuale infatti si chiude.

¹⁴¹ Galletti D., *Commento all'art.160*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, Commentario diretto da Jorio, Bologna, 2007, t. 2°, 2299, il quale, analizzando il possibile contenuto del piano di ristrutturazione del passivo di una società che intenda essere ammessa al concordato preventivo, ipotizza la possibilità di trasferire determinati *assets* del debitore a cessionari diversi, scindendo al contempo i creditori tra di loro, in modo da dar vita ad aspettative di soddisfazione diverse.

¹⁴² V. Salafia, *op. cit.*, 278 ss.

della scissa ai suoi soci, se questi fossero costituiti da società¹⁴³. Bisogna capire lo scopo che la legge persegue con la scissione *tipica* e compararlo con quello che potrebbe attuarsi con l'operazione nei termini di cui sopra.

La norma ha inteso agevolare il mantenimento delle strutture aziendali in presenza di interessi il cui soddisfacimento potrebbe condurre alla loro dissoluzione, se attuato con i mezzi consueti offerti dalla legge.

Nel caso della liquidazione conseguente alla verifica di una causa di scioglimento della società, sarebbe consueto disorganizzare l'azienda e venderne i singoli cespiti per incassare i prezzi e farli affluire alla somma da distribuire fra i soci. Se, invece, di queste operazioni, la società potesse conferire alle società, proprie socie, blocchi del proprio patrimonio organizzati in azienda, si conseguirebbe il risultato della conservazione di un complesso produttivo con beneficio dell'interesse generale.

La variante della fattispecie, rispetto a quella prevista dalla legge, è costituita dal fatto che i soci della società che si scinde, invece di vedersi attribuire quote o azioni della società beneficiaria, in quanto beneficiari della scissione conseguiranno direttamente il bene primario, costituito dal blocco patrimoniale a loro direttamente attribuito¹⁴⁴.

L'osservazione viene fatta da autorevole dottrina¹⁴⁵ per mettere in evidenza come la scissione possa realizzare la liquidazione della società, la quale osserva anche che l'utilizzo della scissione, come strumento di liquidazione di una società commerciale, non può essere deciso dall'assemblea dei soci convocata per deliberare la liquidazione della società in quanto l'operazione deve essere preceduta dalla redazione e pubblicazione nel Registro delle imprese del progetto di scissione (che va altresì depositato nella sede sociale nei trenta giorni che precedono la convocazione dell'assemblea per la conseguente deliberazione). Gli amministratori, in tale

¹⁴³ Osserva lo stesso Autore di cui alla precedente nota che se l'operazione venisse effettuata a favore dei soci, rappresentati da società, la fattispecie difetterebbe di quel carattere qualificante consistente nell'estraneità delle società beneficiarie alla compagine della società da scindere.

Il terzo comma dell'art. 2506 regola il caso in cui la società da scindere attua con la scissione anche il proprio scioglimento senza liquidazione, con evidente riferimento alla scissione integrale; tuttavia, questa fattispecie è diversa da quella, di cui qui si sta trattando, perché lo scioglimento della scissa non viene attuato per mezzo della scissione del patrimonio e con attribuzione delle relative quote ai suoi soci, ma consegue alla scissione come risultato dell'integrale conferimento del patrimonio ad altre società insieme con la compagine dei soci che vi corrisponde.

¹⁴⁴ In concreto può accadere che il blocco patrimoniale che la scissa conferisce ad altra società non abbia organizzazione che ne consenta la configurazione come azienda, ma la sua affluenza nella sfera giuridica di una società non potrà che comportarne la destinazione all'esercizio di un'attività economica.

¹⁴⁵ Anche sul punto V. Salafia, *op. cit.*, 278.

prospettazione, di loro iniziativa o su sollecitazione dei soci, dovranno esaminare la fattibilità dell'operazione, in caso positivo dovranno procedere alla redazione del progetto e agli altri incombeni previsti dalla legge, con l'ovvia attenzione alla misura delle frazioni patrimoniali da scindere. Queste ultime dovranno infatti corrispondere, come è intuitivo, alla misura della liquidazione delle quote spettanti alle società beneficiarie della scissione. L'assemblea sarà dunque convocata per decidere sulla scissione e sulla liquidazione della società.

2. La scissione *nel concordato*

Può anche accadere che si intenda iniziare il procedimento di scissione una volta depositata la domanda, anche "in bianco" (art. 161, sesto comma, 1. fall.), subordinandone pur sempre l'attuazione all'omologazione del concordato.

Ferme le considerazioni sopra esposte, emerge l'esigenza di armonizzazione della disciplina ordinaria della scissione con quella concorsuale.

Infatti, una volta depositata la domanda, il compimento di atti di straordinaria amministrazione da parte del debitore è soggetto ad autorizzazione giudiziale, per meglio dire: del Tribunale, prima che sia emanato il decreto di ammissione al concordato preventivo; del Giudice Delegato, successivamente all'ammissione.

Il risultato disgregativo del patrimonio sociale generato da una scissione, avviata su iniziativa degli amministratori, con innegabili riflessi anche sul piano della tutela dei creditori, potrebbe indurre ad ascrivere all'operazione una valenza straordinaria, tale da pretendere il preventivo benestare giudiziale. Se tuttavia l'effetto dell'operazione, che consegue solo all'iscrizione, e quindi alla stipula, dell'atto di scissione, è condizionato all'omologazione del concordato, la conclusione sembra dover essere meglio ponderata. Infatti, la pubblicazione nel registro delle imprese o nel sito internet della società del progetto di scissione e l'assunzione della delibera di approvazione dei soci, pur se necessari sul piano procedimentale, sono incapaci di generare qualunque effetto patrimoniale o organizzativo. Per tale ragione, qualora l'operazione sia strutturata in maniera da rendere l'atto di scissione necessariamente conseguente all'omologazione del concordato preventivo alla cui attuazione è funzionale, e della stessa scissione si dia conto nel piano presentato ai sensi dell'art.161 l. fall., non ricorrono i presupposti che giustificano la preventiva autorizzazione giudiziale del Tribunale o del Giudice Delegato, di cui non sarà necessario munirsi per pubblicizzare il progetto di scissione.

Dunque, la delibera di approvazione del progetto di scissione ad esecuzione condizionata all'omologazione del concordato preventivo potrà essere iscritta nel registro delle imprese, ai sensi dell'art. 2436 c.c., anche in assenza di autorizzazione resa dal Tribunale ai sensi dell'art.161, settimo comma, 1. fall., o dal Giudice Delegato ai sensi dell'art.167, secondo comma, 1. fall.

Alla stregua delle premesse poste, qualora successivamente al deposito della domanda di concordato, ma prima dell'omologazione, si intenda stipulare un atto di scissione della società ad efficacia non condizionata all'omologazione, si ritiene necessaria l'autorizzazione del tribunale *ex art.161 comma 7 l. fall.* o del giudice delegato *ex art.167 l. fall.* a seconda che detta stipulazione debba intervenire prima o dopo l'ammissione della società scindendo alla procedura. L'effetto disgregativo del patrimonio e la possibile moltiplicazione di patrimoni autonomi dotati di soggettività giuridica che ne consegue costringano a conferire natura "straordinaria" all'operazione di scissione, a tutela del ceto creditorio¹⁴⁶.

Per coerenza, la pubblicazione nel registro delle imprese o nel sito internet del progetto di scissione e la sua approvazione prima dell'omologazione del concordato preventivo, senza che questa rappresenti condizioni di efficacia o di eseguibilità della relativa delibera, non richiedono alcuna autorizzazione, in quanto incapaci di produrre effetti sul patrimonio sociale, come più volte rilevato.

3. Il progetto di scissione in pendenza di procedure concorsuali.

Un approfondimento specifico merita il progetto di scissione. Tale documento, se, da un lato, condivide con l'omologo previsto per la fusione la tipica funzione programmatica e informativa, a vantaggio dei soci e dei terzi, dall'altro, esplica una funzione del tutto peculiare ai fini della individuazione, nelle componenti attive e passive, della frazione di patrimonio della scissa destinata alle beneficiarie.

Bisogna soffermarsi, a tal proposito, sull'art. 2506 *bis*, secondo il quale deve risultare dal progetto l'esatta descrizione degli elementi patrimoniali da assegnare a ciascuna società, ed individua i criteri suppletivi nel caso non siano espressamente individuate le sorti di taluni elementi dell'attivo e del passivo. Sono proprio i criteri appena enunciati

¹⁴⁶ In tal caso la situazione patrimoniale della società che si scinde è quella attuale all'epoca di efficacia della scissione, per cui non si potrà tener conto dei benefici effetti della falcidia concordataria dei debiti sociali, in quanto il concordato è ad esito ancora incerto.

che devono superare il vaglio di compatibilità con la disciplina fallimentare. Occorre precisare anzitutto che la peculiare finalità dell'operazione non comporta, in linea di principio, la soppressione o riduzione di quella libertà di scelta (qualitativa e quantitativa) degli elementi patrimoniali da assegnare alla(e) beneficiaria(e) che generalmente si riconosce agli organi sociali¹⁴⁷, né giustifica alcuna deroga ai criteri elaborati circa il livello di analiticità e di precisione¹⁴⁸, nella descrizione di tali elementi, nell'ambito del progetto di scissione.

Anche se la società è in crisi o sottoposta a procedura fallimentare, non è indispensabile che oggetto della "assegnazione" in sede di scissione sia un'azienda o un ramo di azienda, come potrebbe desumersi dall'art. 105, comma 1 L. F., che, nell'ambito della liquidazione concorsuale predilige le cessioni in blocco, rispetto alla vendita dei singoli cespiti, al fine di massimizzare la soddisfazione del ceto creditorio.

La complessità della riorganizzazione concordataria mediante scissione comporta che la valutazione di convenienza della proposta, alla luce del trattamento ipotizzato, debba essere rimessa totalmente ai creditori, salvo il controllo di legittimità del Tribunale in sede di omologazione¹⁴⁹. Si potrà impostare l'operazione programmando quindi l'assegnazione anche di un solo di bene o diritto o di un serie di cespiti non funzionalmente collegati, purché essi abbiano un valore "reale" attivo¹⁵⁰, data la necessità di giustificare causalmente l'assegnazione ai soci della scissa di partecipazioni della beneficiaria. Con ciò si intende sottolineare che potranno essere assegnati anche elementi che contabilmente hanno valore negativo, purché il valore economico di quanto complessivamente trasferito sia positivo e purché il valore del patrimonio netto della beneficiaria preesistente sia tale da poter assorbire il valore negativo della frazione di patrimonio apportata per scissione, (in modo che, a seguito dell'operazione, il livello

¹⁴⁷ È opinione corrente che la società "scindenda" e le società "beneficiarie" non incontrino limitazioni di tipo qualitativo o quantitativo nella scelta e nella individuazione degli elementi patrimoniali da trasferire per via di scissione, se non determinate da specifiche situazioni riferibili ai cespiti: Scognamiglio, *op. cit.*, 466; Belviso, *La fattispecie della scissione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 526. Per ampi rinvii dottrinali si veda anche Picone, *op. cit.*, 1107.

¹⁴⁸ Si ritiene che sia idonea qualunque descrizione in grado di fornire, con ragionevole certezza, una chiara identificazione degli elementi patrimoniali attivi o passivi destinati ad essere trasferiti alla beneficiaria: cfr. Scognamiglio, *op. cit.*, 462; Picone, *op. cit.*, 1108.

¹⁴⁹ Fra l'altro, combinando il progetto di scissione della società in crisi con la promessa di cessione delle partecipazioni in alcuna delle società beneficiarie, si potrebbe raggiungere più agevolmente un risultato pratico analogo alla *datio in solutum*, prevista espressamente come modalità di soddisfacimento dei creditori concorsuali.

¹⁵⁰ Scognamiglio G., *op. cit.*, p.154.

delle perdite in capo alla scindenda società non oltrepassi i limiti segnati dagli art. 2446 e 2447 c.c.)¹⁵¹.

La libertà di scelta degli elementi patrimoniali da trasferire con la scissione potrebbe incontrare, tuttavia, tre ordini di limiti rappresentati: 1) dall'indivisibilità fisica o giuridica di determinati beni; 2) dalla sussistenza di un rapporto di accessorietà o di pertinenza o di strumentalità o da altri rapporti di connessione funzionale o organizzativa fra beni; 3) dalla sussistenza di regole particolari in merito alla distribuzione, fra le società partecipanti all'operazione, di determinate passività. Sarà (duro) compito dell'interprete vagliare se tali limiti, individuati in relazione ad una specifica operazione concordataria, operino effettivamente ovvero se debbano ritenersi superati per la prevalenza di altre disposizioni speciali¹⁵².

Venendo al livello di precisione richiesto per la descrizione degli elementi patrimoniali da assegnare, sembra ricorrere una comunanza di obiettivi fra la disciplina fallimentare e quella societaria, essendo entrambe dirette a consentire, fra l'altro, una valutazione dell'operazione, in termini di convenienza o di non lesività, dal punto di vista dei creditori. Sotto questo profilo, non vi è dubbio che qualsiasi forma di concordato che comporti trasferimento o assegnazione di beni presuppone un elevato grado di analiticità nella descrizione dei cespiti, come peraltro è prassi nella liquidazione operata nell'ambito delle procedure concorsuali, in forza degli inventari redatti dal curatore ai sensi degli artt. 87 e 89 L. F.

La coerenza della disciplina propria della scissione alle esigenze delle procedure concorsuali sotto questo profilo verrebbe poi ulteriormente corroborata se si accedesse alla tesi, invero minoritaria, secondo cui la pretesa di un'esatta descrizione degli elementi da assegnare alla beneficiaria, contenuta nel primo comma dell'art. 2506 *bis* c.c., renderebbe necessaria la descrizione analitica anche dei beni componenti un'azienda o un ramo di azienda, non essendo sufficiente nella circostanza una mera *relatio* funzionale, come invece in caso di cessione¹⁵³.

¹⁵¹ Scognamiglio, *op. cit.*, 154; dello stesso avviso Picone, *op. cit.*, 1106.

¹⁵² Si tratterà così di verificare, ad esempio, la rilevanza nella fattispecie dell'art. 30 del d.lgs. n. 231/2001, ai sensi del quale il debito corrispondente alla sanzione pecuniaria irrogata nei confronti della società parzialmente scissa non può essere assegnato alla beneficiaria; oppure l'esistenza di deroghe o limitazioni all'applicabilità dell'art. 2112 c.c. in sede di concordato fallimentare della società che si scinde, alla luce della possibile applicazione analogica dell'art. 105, co. 3° l. fall. Per un'analisi della disposizione da ultimo citata Fimmanò, *Commento all'art. 105 l. fall*, 1747.

¹⁵³ Lucarelli, *Scissione e circolazione di azienda*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, IV, Torino, 2007, 441 ss., 454, per la quale "si interviene, dunque, sempre sui singoli elementi patrimoniali, anche se ex post la nuova organizzazione di tali beni fa

Il vaglio di compatibilità è superato anche con riferimento alla regola suppletiva posta dal secondo comma dell'art. 2506 *bis* c. c. rispetto agli elementi dell'attivo di incerta attribuzione sulla base del progetto di scissione; la norma stabilisce che, in caso di scissione parziale, tali elementi restano in capo alla scissa. L'applicazione del criterio proposto ha sollevato talune perplessità, poiché sembra difficilmente controvertibile che l'attribuzione *ex lege* alla società scissa di elementi patrimoniali, ulteriori rispetto a quelli di cui si è tenuto conto ai fini della quantificazione dei rapporti di cambio, può comportare un'alterazione del rapporto fra patrimoni, o fra quote di patrimonio, tale da imporre una revisione del rapporto di cambio¹⁵⁴. È stato osservato che l'obiezione pare condivisibile soltanto qualora il rapporto di cambio sia stato determinato agli effetti di una ripartizione delle partecipazioni della beneficiaria fra i soci della scissa in proporzione diversa rispetto a quella originaria, poiché in tal caso rilevarebbe il valore di ciò che resta rispetto al valore di ciò che si assegna¹⁵⁵. I creditori della società in crisi approveranno quindi la proposta di concordato mediante scissione svolgendo la valutazione di convenienza sulla base dei beni, dei rapporti giuridici e dei diritti litigiosi che, secondo i contenuti della stessa proposta, trasfusi poi nel progetto di scissione, saranno assegnati ad una certa beneficiaria, dalla quale essi trarranno soddisfacimento. Si analizza ora il caso di mancata piena coerenza fra gli elementi patrimoniali indicati nella proposta concordataria e quelli specificati nel progetto di scissione: stante il disposto degli artt. 138 e 186 L. F., la pretermissione di elementi dell'attivo potrebbe integrare, infatti, una causa di risoluzione ed annullamento del concordato. Sembra difficile, d'altra parte, risolvere tale problema facendo leva sulla distinzione, fra beni da cedere ai creditori e beni non ricompresi nella cessione (onde ritenere che i beni sopravvenuti rimangano a beneficio dell'imprenditore), giacché in questo caso si tratterebbe appunto di attività preesistenti, non considerate nel progetto di riorganizzazione concordataria. Anche il criterio di ripartizione degli elementi dell'attivo a destinazione incerta, in caso di scissione totale (tali elementi sono assegnati a tutte le società beneficiarie in proporzione alla quota del netto patrimoniale ricevuto e calcolato agli effetti del rapporto di cambio), non pare presentare profili di

desumere l'intenzione di spostare sulla beneficiaria un ramo dell'impresa". Pertanto, "... non si rivela affatto utile nell'ambito della scissione la identificabilità di un bene come "bene aziendale" e la conseguente assegnazione alla beneficiaria sulla base di tale inerenza: in mancanza di espressa previsione nel progetto di applicheranno le regole proprie del regime scissorio".

¹⁵⁴ Scognamiglio G., *op. cit.*, p. 472

¹⁵⁵ Guerrera F., Maltoni M., *op. cit.*, p. 78 ss.

incompatibilità, in quanto non interferisce negativamente né con il trattamento dei creditori, né con quello dei soci.

Sul piano della mera opportunità, e non su quello della legittimità, si segnala quanto segue. Il progetto di scissione dovrebbe contenere un preciso riferimento alla strumentalità dell'operazione rispetto al concordato della società in crisi o insolvente e agli obiettivi imprenditoriali e/o finanziari delle società partecipanti. L'illustrazione del programma concordatario, del ruolo che in esso gioca la scissione e della giustificazione di questa sul piano economico, finanziario e industriale, risultano particolarmente necessari per i soci della società in crisi, se si tiene conto che la competenza ad approvare la proposta di concordato è rimessa, in via di principio e salvo diversa disposizione statutaria, all'organo amministrativo. Infatti, tenuto conto della formulazione vigente dell'art. 152, secondo comma, l. fall., i soci della società in crisi potrebbero apprendere direttamente dal progetto di scissione della peculiare operazione concordataria programmata. Oltre alla funzione programmatica e informativa il progetto di scissione gioca un ruolo determinante ai fini della individuazione, ai sensi dell'art. 2506 *bis* c.c. delle componenti attive e passive della frazione di patrimonio della scissa destinata alle beneficiarie, la quale dovrà trovare corrispondenza nella proposta di concordato omologata¹⁵⁶. Una volta omologato il concordato, potrà essere stipulato l'atto di scissione¹⁵⁷.

4. Gli effetti giuridici della scissione nel concordato

Eccezion fatta per il caso in cui il piano affidi ad un terzo la liquidazione di beni sociali, la società debitrice riacquista il pieno potere di amministrazione dei suoi beni, seppur finalizzato all'adempimento della proposta concordataria omologata e sotto la vigilanza del commissario giudiziale, istituzionalmente deputato alla verifica del rispetto delle condizioni concordatarie¹⁵⁸.

¹⁵⁶ Giova infatti evidenziare che se durante l'*iter* concordatario emergesse l'esigenza di modificare alcune delle componenti attive o passive già descritte nel progetto di scissione -essendo la proposta di concordato modificabile fino all'inizio delle operazioni di voto (art.175, comma secondo, l. fall.) e tale modifica non fosse già stata puntualmente prevista come possibilità esecutiva della scissione nel progetto medesimo, sarebbe necessario ricominciare integralmente il procedimento di scissione, essendo già stato approvato, nel caso in esame, il progetto da modificare.

¹⁵⁷ Sembra peraltro necessario che il notaio accerti da un lato che il piano di concordato preveda la scissione già deliberata fra le condizioni di attuazione e dall'altro che sia sopraggiunta l'omologazione di quel piano, con decreto emesso dal Tribunale ai sensi dell'art.180 l. fall.

¹⁵⁸ Ai sensi dell'art. 185 l. fall., infatti "*dopo l'omologazione del concordato, il commissario giudiziale ne sorveglia l'adempimento, secondo le modalità stabilite nella sentenza di omologazione. Egli deve riferire*

Di conseguenza la scissione, avendo ad oggetto una società *in bonis*, verrà attuata secondo le ordinarie regole procedimentali e senza necessità di nessuna autorizzazione preventiva¹⁵⁹. Al solo commissario giudiziale spetterà la verifica di conformità del progetto di scissione agli accordi concordatari omologati, anche sotto il profilo del contenuto patrimoniale. Il giudizio negativo di quest'ultimo non può peraltro ripercuotersi sulla legittimità del procedimento di scissione e quindi sulla validità della delibera di approvazione del progetto, che sarà iscrivibile nel registro delle imprese, poiché l'eventuale difformità delle modalità attuative della scissione rispetto a quanto previsto nel concordato rappresenta certamente inadempimento di quest'ultimo, ma non delle condizioni stabilite dalla legge ai sensi e per gli effetti dell'art. 2436 c.c.

4.1. In particolare: gli effetti della scissione per i creditori sociali.

L'effetto più rilevante della scissione per i creditori sociali è il trasferimento dei loro diritti, e quindi delle passività della scissa, a carico di una diversa società, la beneficiaria. La riorganizzazione del patrimonio della società scissa, attraverso la scissione, genera una rottura della relazione originaria fra il creditore e il patrimonio della società debitrice.

La scissione può generare due tipi di pregiudizio per il ceto creditorio: la confusione con il patrimonio dell'eventuale società beneficiaria (preesistente) ed il frazionamento della garanzia patrimoniale. Contro il primo rischio la legge contempla il diritto di opposizione di cui all' art. 2503 C.c., cui rinvia l'art. 2506 *ter*¹⁶⁰.

È ormai acquisito in dottrina e in giurisprudenza il principio che l'opposizione prevista dall'art. 2503 c.c. introduce un giudizio di natura contenziosa ed avente ad oggetto l'accertamento dell'insufficienza dell'assetto patrimoniale risultante dalla scissione a garantire le ragioni creditorie dell'opponente nella stessa misura assicurata dalla situazione preesistente e dunque la funzione di assicurare al creditore la permanenza della garanzia generica *ex art. 2740 c.c.* sul patrimonio del debitore originario. Il presupposto dell'azione è costituito dall'interesse del creditore alla conservazione della garanzia patrimoniale ed è quindi onere dell'opponente dedurre e provare, al fine dell'accoglimento della domanda, che l'operazione societaria è idonea a determinare il rischio, concreto e attuale, della perdita ovvero della diminuzione

al giudice ogni fatto dal quale possa derivare pregiudizio ai creditori. Si applica il secondo comma dell'art. 136".

¹⁵⁹ Restano salve, chiaramente, eventuali autorizzazioni contemplate nel decreto di omologazione.

¹⁶⁰ Si rinvia alle osservazioni già svolte in tema di fusione.

(quantitativa o qualitativa) della garanzia, secondo una valutazione tipicamente di merito. In tal senso l'azione assolve ad una funzione *lato sensu* cautelare, non diversamente dagli altri mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale previsti in via generale dall'ordinamento. Gli elementi di fatto che il creditore opponente deve allegare, e il giudice valutare, a sostegno della fondatezza dell'opposizione, attengono non già alla legittimità e alla validità della deliberazione di scissione e del suo procedimento formativo, ma bensì agli effetti prodotti dalla delibera stessa (o meglio, dalla sua esecuzione) sulla situazione patrimoniale dell'opponente; ciò che si riverbera sugli stessi effetti sostanziali della pronuncia accoglitiva della domanda. In tali limiti ed a tali effetti il giudice è legittimato a *sindacare eccezionalmente* il merito dell'operazione societaria¹⁶¹. Secondo la dottrina prevalente, ferma restando l'impossibilità per il creditore di porre a fondamento dell'opposizione eventuali vizi del procedimento e/o della delibera rilevanti sotto il profilo della annullabilità, è invece consentito al creditore, al pari di qualsiasi altro interessato, dedurre a sostegno dell'opposizione l'eventuale nullità della delibera di scissione che pregiudichi le sue ragioni, stante la natura generale dell'*actio nullitatis*. La tempestiva proposizione dell'opposizione produce l'effetto di sospendere, fino alla definizione del giudizio, l'esecuzione della scissione, impedendo la stipulazione dell'atto negoziale conclusivo del procedimento: l'assenza di opposizioni nel termine stabilito dalla legge costituisce dunque *condicio iuris* dell'attuazione della scissione. Secondo l'orientamento preferibile, l'atto di scissione stipulato in violazione della norma succitata deve considerarsi inefficace *erga omnes*, e non già invalido, in relazione allo scopo proprio del giudizio di opposizione, che è quello di impedire l'esecuzione della scissione mediante la confusione patrimoniale pregiudizievole della garanzia del creditore opponente, e non quello di far rilevare eventuali vizi del procedimento o della relativa delibera assembleare.

Contro il secondo rischio, quello di frazionamento della garanzia patrimoniale, sono demandate, invece, le regole poste dall'art. 2506 *quater*, ult. comma e dall'art. 2506 *bis*, comma 3 C.c. La prima norma fissa il principio residuale della responsabilità solidale limitata al valore effettivo del patrimonio netto assegnato (o rimasto), per i debiti non assolti dalla società a cui sono stati assegnati; la seconda regola la sorte degli elementi passivi non desumibili dal progetto di scissione. Entrambe le disposizioni sono

¹⁶¹ Così E. Sandrini, *Natura ed effetti dell'opposizione dei creditori alla scissione*, in *Le Società*, n. 11/1999, (commento a Trib. Brindisi 17 luglio 1998).

considerate inderogabili rispetto ai creditori, ma modulabili diversamente sul piano dei rapporti interni fra le società risultanti dalla scissione, sotto il profilo della sopportazione del relativo onere economico.

Venendo alle particolari fattispecie di scissione come modalità realizzativa di un concordato fallimentare o preventivo, occorre chiedersi se l'interferenza con la disciplina concorsuale, e in particolare con l'autoregolamentazione concordataria della crisi o dell'insolvenza possa giustificare, secondo il principio di "specialità", la deroga alla regola societaria comune della responsabilità limitata solidale delle società risultanti dalla scissione.

Si parta dalla considerazione che la scissione si presta a realizzare una fattispecie acquisitiva parziale del patrimonio (si pensi al caso della scissione parziale a favore di beneficiaria preesistente, che, a fronte del trasferimento di dati elementi dell'attivo, "assuma" *in toto* i debiti della scissa, offrendo di soddisfarli secondo il piano contenuto nella proposta di concordato). Facendo applicazione della disciplina codicistica, da un verso, la beneficiaria sarebbe chiamata a rispondere limitatamente anche dei debiti pretermessi o ignoti o tardivamente emersi, ed in quanto tali non inseriti nell'analitica descrizione del progetto di scissione; dall'altro, nel caso paradigmatico della scissione parziale, la società scissa continuerebbe a rispondere illimitatamente dei debiti di incerta destinazione. Sorge allora il seguente interrogativo: per agevolare le finalità del concordato, la società beneficiaria preesistente può invocare, (naturalmente) in conformità della proposta, l'applicazione dell'art. 124 L. F., nella parte in cui riconosce al "terzo" la facoltà di limitare gli impegni assunti con il concordato ai soli creditori ammessi al passivo, anche provvisoriamente, e a quelli che hanno proposto opposizione allo stato passivo o domanda di ammissione tardiva al tempo della proposta? In questo modo, la società beneficiaria si potrebbe sottrarre alla responsabilità rispetto a quegli elementi del passivo la cui destinazione non è desumibile dal progetto di scissione: ciò, in deroga all'art. 2506 *ter*, comma 3 C.c., ma del tutto legittimamente, nell'ambito di una sistemazione concordataria complessiva del dissesto. La medesima proposta interpretativa potrebbe formularsi ove la scissa sopravvivesse all'operazione. Se, infatti, l'art. 2506 *ter*, comma 3 C.c., ne sancisce la responsabilità (illimitata) per i debiti pretermessi e l'art. 2506 *quater*, ult. comma C.c. impone la permanenza della sua responsabilità solidale (limitata) anche per le passività insoddisfatte dalle beneficiarie, l'art. 137 L. F. ammette la possibilità di assunzione del concordato da parte di un terzo con "liberazione immediata" del debitore. Riconoscendo l'applicabilità di questa norma

al concordato mediante scissione parziale e la sua prevalenza sul regime societario comune (naturalmente sempre in presenza di una proposta adeguatamente formulata), si potrebbe sostenere la disapplicazione nella fattispecie della normativa inderogabile sopra richiamata. A tal fine, si deve notare che la dottrina, ad onta del tenore letterale dell'art. 124 L. F., è propensa a riconoscere l'applicabilità della limitazione della responsabilità a tutti i casi in cui la prestazione offerta ai creditori in virtù della complessa proposta di concordato sia costituita (in tutto o in parte) dall'assunzione di obblighi diretti nei loro confronti, ciò nell'interesse ad una sollecita presentazione delle proposte di concordato che potrebbero risultare frenate dall'incertezza sulla responsabilità che si assume con l'operazione. Se si condivide, quindi, un'impostazione attenta più alla sostanza del *fenomeno riorganizzativo* della società in crisi o insolvente, che alla rigidità formale delle tutele previste dalla legge, pare possibile concludere, pur con la cautela che il tema impone, per la prevalenza della disciplina concorsuale e concordataria sul diritto societario comune, nel senso dell'apertura a tutte le possibili formule di autoregolamentazione del dissesto.

La soluzione di rinviare completamente l'attuazione della scissione alla fase esecutiva del concordato, seppur pienamente legittima, potrebbe apparire poco tranquillizzante per i creditori, per la dissonanza normativa fra competenza a presentare la proposta di concordato preventivo e quella a decidere la scissione. Infatti, mentre la prima spetta, salvo diversa previsione statutaria, all'organo amministrativo, l'approvazione del progetto di scissione è naturalmente di competenza dei soci, a meno che statutariamente non ci si sia avvalsi della facoltà prevista negli artt. 2505 e 2505 *bis* c.c. (richiamati dall'art.2506 *ter* c.c.)¹⁶².

¹⁶² Ai sensi dell'art. 161 l. fall.: *“la domanda per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo è proposta con ricorso, sottoscritto dal debitore, al tribunale del luogo in cui l'impresa ha la propria sede principale; il trasferimento della stessa intervenuto nell'anno antecedente al deposito del ricorso non rileva ai fini della individuazione della competenza. Il debitore deve presentare con il ricorso: a) una aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa; b) uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione; c) l'elenco dei titolari dei diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore; d) il valore dei beni e i creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili. Il piano e la documentazione di cui ai commi precedenti devono essere accompagnati dalla relazione di un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lettera d), che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo. Per la società la domanda deve essere approvata e sottoscritta a norma dell' articolo 152. La domanda di concordato è comunicata al pubblico ministero”*. L'art. 152 l. fall. dispone, dal canto suo che: *“la proposta di concordato per la società fallita è sottoscritta da coloro che ne hanno la rappresentanza sociale.*

La proposta e le condizioni del concordato, salva diversa disposizione dell'atto costitutivo o dello statuto: a) nelle società di persone, sono approvate dai soci che rappresentano la maggioranza assoluta del capitale; b) nelle società per azioni, in accomandita per azioni e a responsabilità limitata, nonché nelle società cooperative, sono deliberate dagli amministratori.

Ne discende il potenziale rischio della difformità di orientamenti fra amministratori e soci in ordine al programma di ristrutturazione aziendale funzionale al concordato, che potrebbe compromettere gli accordi raggiunti e gli impegni assunti con il ceto creditorio.

Per evitare tale rischio, il procedimento di scissione potrebbe essere avviato prima della presentazione in Tribunale della domanda per l'ammissione alla procedura ai sensi dell'art. 161 secondo comma 1. fall., per essere poi incluso nel piano oggetto di approvazione da parte dei creditori ai sensi dell'art. 177 1. fall.

In tal caso appare evidente l'opportunità di formalizzare il rapporto tra scissione e attuazione del concordato, condizionando la scissione all'omologazione del concordato *ex art.181 1. fall.*, anche se non definitiva, in quanto immediatamente efficace pur se reclamabile ai sensi dell'art.183 1. fall. Sembra sufficiente limitarsi a condizionare l'esecuzione della deliberazione di approvazione del progetto di scissione, nel senso di autorizzare il legale rappresentante alla stipula dell'atto di scissione solo qualora sia omologato il concordato, piuttosto che apporre una condizione sospensiva all'atto finale, per non interferire direttamente sugli effetti della scissione definiti nell'art. 2504 *bis c.c.*

Adottando tale soluzione, si dovrebbe procedere alla stipula dell'atto finale soltanto a concordato omologato e precisamente in sede di esecuzione del concordato medesimo, sì da minimizzare il rischio di incertezze e di sopravvenienze, sul piano dei rapporti fra procedura concorsuale e operazione straordinaria, avendo conseguito il duplice risultato di aver vincolato la maggioranza assembleare all'esito positivo del procedimento di approvazione della proposta di concordato e di aver contenuto in ambito endo-procedimentale (concorsuale) il predetto fattore di incertezza, in modo da non pregiudicare l'affidamento dei terzi.

La mancata stipulazione della scissione rappresenterebbe causa di risoluzione del concordato, senza peraltro determinare ripercussioni organizzative di sorta, data la conservazione dell'assetto societario preesistente. In tale fase la disciplina della scissione è quella ordinaria¹⁶³.

In ogni caso, la decisione o la deliberazione di cui alla lettera b), del secondo comma deve risultare da verbale redatto da notaio ed è depositata ed iscritta nel registro delle imprese a norma dell'articolo 2436 del codice civile”.

¹⁶³ Si devono ritenere applicabili anche le norme vigenti di semplificazione del procedimento o che consentono di adottare procedure semplificate in ragione della composizione della compagine sociale.

La necessità di un coordinamento fra la disciplina legale della scissione e le regole in tema di approvazione della proposta di concordato sembra emergere con particolare evidenza rispetto all'istituto dell'opposizione dei creditori previsto nell'art. 2503 c.c.

Infatti, ai sensi dell'art.177, primo comma, l. fall., il concordato è approvato dai creditori che rappresentano la maggioranza dei crediti ammessi al voto. Qualora siano previste diverse classi di creditori, il concordato è approvato se tale maggioranza si verifica inoltre nel maggior numero di classi.

Qualora la scissione sia contemplata come modalità attuativa di una proposta di concordato approvata dai creditori ed omologata, il riconoscimento di un diritto individuale di opposizione *ex art. 2503 c.c.* finirebbe per frustrare la scelta legislativa di subordinare le soluzioni negoziate della crisi alla volontà della maggioranza dei creditori, sotto il controllo del tribunale.

Sembra pertanto coerente concludere nel senso che, qualora la scissione sia prevista come modalità di attuazione del concordato, i creditori di cui all'art.184 l. fall. della società scissa sono privati del diritto individuale di opposizione di cui all'art.2503 c.c. e devono ricorrere al rimedio endo-concorsuale dell'opposizione di cui all'art.180, secondo comma, l. fall., da considerarsi assorbente rispetto ad ogni altra tutela.

Sotto il profilo sistematico la proposta interpretativa, sembra trovare conforto nello speciale regime previsto per gli obbligazionisti. Al fine di favorire le scelte gestionali ed organizzative della società, l'art. 2503 *bis* c.c. esclude che gli obbligazionisti possano proporre opposizione, se la stessa è stata approvata a maggioranza dall'assemblea degli obbligazionisti stessi, la presenza di un'organizzazione comune costituisce il fondamento e la giustificazione della scelta di sacrificare la volontà individuale.

Nello stesso segmento, si può rilevare che la sola pubblicazione della domanda di concordato preventivo, anche "in bianco", nel registro delle imprese genera, fra l'altro, le seguenti conseguenze: imporre ai creditori una comunanza di interessi, giacché nessuno di loro può aggredire individualmente il patrimonio sociale; creare un'organizzazione per la soluzione dei conflitti di interesse che possono sorgere fra di essi, stante l'eterogeneità di posizioni di cui sono portatori.

Si potrebbe quindi sostenere ragionevolmente che, se la scissione è prevista come parte integrante della proposta di concordato, i creditori di cui all'art.184 l. fall. non possono proporre opposizione ai sensi dell'art. 2503 c.c., ma soltanto opporsi all'omologazione del concordato stesso. Laddove, invece, il procedimento di scissione non fosse stato avviato o compiuto sotto condizione dell'omologazione del concordato, secondo uno

degli schemi operativi illustrati, il diritto di opposizione *ex art. 2503 c.c.* dei singoli creditori risulterebbe insopprimibile.

Inoltre, resta in ogni caso intangibile il diritto di opposizione individuale dei creditori diversi da quelli indicati nell'art. 184 l. fall., ovviamente, le ragioni di credito siano sorte anteriormente all'iscrizione del progetto di scissione nel registro delle imprese.

Infine, la soluzione prospettata non potrebbe interessare neppure i creditori di altre eventuali società partecipanti come beneficiarie, i cui diritti non possono certamente essere ridotti o compromessi dall'applicazione della disciplina fallimentare; costoro resterebbero liberi di opporsi individualmente, (con il rischio di una paralisi del procedimento).

Il rischio di opposizione individuale potrebbe essere alquanto attenuato tramite la scelta di avviare il procedimento di scissione prima della presentazione della domanda di concordato, anche "in bianco", o subito dopo, secondo gli schemi in precedenza ipotizzati, condizionandone l'attuazione all'omologazione del concordato stesso.

In tal modo sarà possibile avvalersi del termine che il tribunale deve concedere ai sensi dell'art.161, sesto comma l. fall., compreso fra i sessanta ed i centoventi giorni, per verificare la ricorrenza o meno di opposizioni alla scissione proposte dai creditori delle società beneficiarie.

Il fatto che anche la delibera di approvazione del progetto di scissione sia condizionata all'omologazione del concordato della scissa in crisi (anche per le beneficiarie, poiché il progetto è unico) non determina un differimento della decorrenza del termine di opposizione al verificarsi della condizione, in ragione della carenza nel frattempo dell'interesse processuale a coltivare l'opposizione, poiché: da un lato, tecnicamente non è l'effetto (approvazione del progetto) della delibera ad essere condizionato, ma l'esecuzione della stessa, essendo più propriamente qualificabile la condizione come limite alla legittimazione del legale rappresentante alla stipulazione dell'atto di scissione; dall'altro, in nessun caso è certo che il procedimento di scissione (come quello di fusione) a cui il creditore è chiamato ad opporsi vada a buon fine, sia a causa dell'opposizione vittoriosa di uno qualsiasi dei creditori, sia in ragione del sopravvenuto venir meno dell'interesse della società coinvolta a proseguire nell'operazione; dunque, qualora il procedimento di scissione non vada a termine, anche per mancata omologazione del concordato preventivo, cesserà la materia del contendere rispetto all'opposizione instaurata; infine, risultano legittimati all'opposizione anche i creditori

con diritto derivante da titolo condizionato, e quindi *incertus nell'an*; l'opposizione è rimedio fruttuosamente esperibile anche in situazioni di incertezza giuridica.

Potrebbe inoltre accadere che il contenuto patrimoniale del progetto di scissione sia fatto dipendere dall'esito della procedura concordataria, nel senso che gli elementi patrimoniali da assegnare alla beneficiaria, pur se analiticamente descritti, dipendono, nella quantificazione indicata, dalle condizioni alle quali si perfeziona il concordato.

In tal caso si potrebbe sospettare che il Tribunale chiamato a decidere sull'opposizione non sia effettivamente in grado di risolvere il conflitto di interessi per l'incertezza che avvolge i dati patrimoniali, soprattutto in caso di scissione a favore di beneficiaria preesistente, fattispecie assimilabile ad una fusione parziale, nella quale il danno per i creditori della beneficiaria può derivare dalla confusione dei patrimoni delle società partecipanti.

Tale obiezione non appare condivisa poiché, se non si verificano le condizioni patrimoniali indicate nel progetto, gli amministratori (anche della società beneficiaria) non potranno stipulare l'atto di scissione, per carenza di legittimazione. Non sussistono perciò ragioni, anche sotto tale profilo, per rinviare la decorrenza del termine per proporre opposizione alla scissione *ex art. 2503 c.c.* da parte dei creditori legittimati.

SEZIONE SECONDA. Le ALTRE operazioni.

1. *Good company-Bad company approach*

Il *good company-bad company approach* è un modello di risanamento delle imprese in crisi, nato negli Stati Uniti negli anni della Grande Depressione. Tale strumento fu, inizialmente, impiegato per il salvataggio degli istituti di credito da parte del Governo, e recentemente si è diffuso in tutto il mondo per contrastare la crisi finanziaria del 2008-2009. L'idea su cui si basa tale procedimento è, nonostante la crisi, di non pregiudicare e incentivare la conservazione e la prosecuzione dell'attività d'impresa. Secondo gli economisti, è possibile implementare tale modello in quelle imprese investite da una crisi non industriale bensì finanziaria; anzi, per gli studiosi, il *good company-bad company approach* sembra essere il più efficace mezzo di risanamento. Il *Chapter 11* della *Bankruptcy Law* americana contempla la possibilità per il debitore, di cedere determinati *assets*, rami, o l'intero complesso aziendale, anche completamente libero da debiti o ipoteche, e per colui che si propone di acquistare l'azienda la possibilità di scegliere quali elementi assumere e quali debiti accollarsi. L'azienda che viene trasferita, la quale contiene gli elementi produttivi del capitale, viene detta *good company*, e ad essa sarà affidata la prosecuzione dell'attività d'impresa. Tutto ciò che rimane, di solito i debiti, i crediti in sofferenza e il patrimonio immobiliare, viene detto *bad company* e dal momento della separazione in poi, il fine di tale impresa sarà il pagamento dei debiti, la liquidazione del patrimonio immobiliare e il recupero dei crediti.

Il modello in esame può essere posto in essere con le seguenti modalità:

- 1) cessione degli *assets* o dei rami d'azienda improduttivi o non più coerenti con la strategia di risanamento (sovente incentrata sulla focalizzazione del *core business*) a un compratore capace di rivalutare tali elementi, inglobandoli nella propria azienda. L'esempio classico è quello di una società conglomerata che aliena un ramo d'azienda facente capo a un settore-prodotto ormai improduttivo a una società, sana, che opera nello stesso settore. Il corrispettivo ricevuto verrà utilizzato per risanare la *bad company* e ripianare la situazione debitoria. Nel diritto fallimentare italiano tale fattispecie è trattata anche nell'art. 105 L. F., accanto a un'altra fattispecie contemplativa della

prosecuzione della attività di impresa in capo a un altro soggetto: l'affitto di azienda¹⁶⁴, ex art. 104 bis L. F. Le imprese in crisi possono, inoltre, evitare una eventuale procedura concorsuale attraverso la cessione della *good company* e la successiva richiesta si concordato o di procedura stragiudiziale della parte residua della società.;

- 2) scissione parziale della società pre-esistente in favore di una società già esistente o di nuova costituzione. In particolare l'operazione straordinaria si può articolare come segue: a) la beneficiaria (*good company*) riceve il complesso aziendale utile a continuare in maniera proficua l'attività d'impresa mentre alla scissa (*bad company*) restano i debiti da pagare e gli *assets* non strategici; b) la scissa conserva gli *assets* profittevoli (*good company*), mentre la beneficiaria riceve i debiti e gli *assets* non strategici. In entrambi gli scenari il destino della *bad company* è quello della liquidazione o, peggio, di una procedura concorsuale, (che potrebbe condurre anche al fallimento). Naturalmente, non è corretto ridurre semplicisticamente il tutto a una divisione tra buono e cattivo, perché, ad esempio, le passività direttamente imputabili alle attività trasferite dovrebbero essere accollate alla beneficiaria, e bisogna, ad ogni modo rispettare la disciplina della c.d. scissione negativa che prevede la scissione di un patrimonio avente valore netto contabile negativo, ma valore netto reale positivo¹⁶⁵, come rilevato dalla relazione dell'organo amministrativo ex art. 2506 ter, comma 2. Risulta importante determinare il valore effettivo del patrimonio assegnato stante la lettera dell'art. 2506 quater, comma 3, per cui ciascuna società è solidalmente responsabile, nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto ad essa assegnato o rimasto, dei debiti della società scissa non soddisfatti dalla società cui fanno carico. Tale

¹⁶⁴ Bassi A., *L'affitto d'azienda*, in *Trattato di diritto fallimentare - Vol. III - Custodia e Amministrazione, accertamento del passivo, liquidazione e ripartizione dell'attivo, chiusura del fallimento*, Milano, 2010.

¹⁶⁵ Santangelo S., *La scissione nella riforma*, in AA. VV., *Studi sulla riforma del diritto societario del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2004, relativamente al concetto di *apporto patrimoniale negativo* afferma che "si deve innanzitutto distinguere il caso in cui le attività e le passività scorporate esprimono un valore reale superiore a zero ovvero le attività esprimono una particolare importanza strategica per la società beneficiaria, ma un valore contabile negativo. Tale ipotesi, che per chiarezza chiamerò "scissione con valore contabile negativo", ricorre ad esempio qualora i beni iscritti in bilancio per 100, ma che in realtà hanno un valore reale di 200 e vengono assegnati alla società beneficiaria unitamente a passività per 150: in tal caso il valore contabile sarà - 50 (100 - 150), mentre quello reale sarà + 50 (200 - 150). Fattispecie diversa si configura qualora le attività e le passività scorporate esprimano oltre ad un valore contabile negativo anche un valore reale inferiore a zero. Tale ipotesi che chiamerò "scissione con valore reale negativo", ricorre ad esempio allorquando i beni iscritti in bilancio per 100 hanno un valore reale di 100 e vengono assegnati alla società beneficiaria unitamente a passività per 150: in tal caso tanto il valore contabile quanto quello reale sarà - 50 (100 - 150)".

L'Agenzia delle Entrate con la risoluzione n. 12/E/2009 in merito a una scissione negativa afferma che tale operazione non è qualificabile come elusiva atteso che la stessa è sorretta da valide ragioni economiche e non è diretta a ottenere riduzioni di imposte indebite. Nella stessa sede l'Agenzia delle Entrate rileva che, in via preliminare, esula dalla propria competenza qualsiasi valutazione in ordine alla liceità civilistica dell'operazione di scissione realizzata secondo le modalità di cui trattasi.

questione, alla luce anche della differenza tra valore “contabile” e valore “reale”, è tuttora discussa. Si pronuncia sulla medesima il Consiglio Notarile del Triveneto (massima L.E. 1) che ritiene *ammissibile la scissione, anche non proporzionale, mediante assegnazione ad una o più beneficiarie di un insieme di elementi patrimoniali attivi il cui valore contabile sia inferiore a quello dell'insieme degli elementi passivi (cosiddetta “scissione negativa”), semprechè il valore economico/reale di quanto complessivamente assegnato sia positivo. In tal caso si ritiene che la beneficiaria della “scissione negativa” debba essere preesistente e l'operazione debba alternativamente attuarsi: a) mediante riduzione delle riserve della beneficiaria (ovvero, in carenza di riserve capienti, del capitale) in misura tale da assorbire il netto contabile trasferito; b) mediante rilevazione della minusvalenza. Il principio esposto deve ritenersi applicabile, per l'identica ratio, anche all'ipotesi della fusione, laddove l'incorporata abbia un patrimonio contabile negativo ma reale positivo. Al contrario, non si ritiene ammissibile una scissione o fusione “negativa” nell'ipotesi in cui anche il valore reale del patrimonio assegnato (comprensivo dell'eventuale avviamento) sia negativo, poiché in tal caso non potrebbe sussistere alcun rapporto di cambio. È inoltre da rilevare che una scissione o una fusione “realmente negativa”, anche laddove non sia necessario determinare un rapporto di cambio, risulterebbe priva di utilità per la società beneficiaria/incorporante e produrrebbe comunque un'alterazione del valore economico delle partecipazioni preesistenti, in ciò contrastando con la causa stessa di tali operazioni.* Tale orientamento ritiene dunque ammissibile la scissione, anche non proporzionale, mediante assegnazione ad una o più beneficiarie di un insieme di elementi patrimoniali attivi il cui valore “contabile” sia inferiore a quello dell'insieme degli elementi passivi (c.d. “scissione negativa”), sempre che il valore “reale” di quanto complessivamente assegnato sia positivo. I requisiti per l'ammissibilità dell'operazione, in particolare sono: il valore economico del patrimonio trasferito sia positivo, nonostante la somma algebrica del valore contabile delle attività e delle passività trasferite sia negativo; la parte di patrimonio oggetto di scissione e avente valore contabile negativo non possa «andare a costituire una nuova entità aziendale», ma venga trasferito a favore di una società beneficiaria già esistente; la beneficiaria deve avere capitale sociale o riserve sufficienti per assorbire il patrimonio netto contabile negativo oggetto della scissione, oppure rilevare una minusvalenza per tale importo. Il principio esposto deve ritenersi applicabile, per l'identica *ratio*, anche all'ipotesi della fusione, laddove l'incorporata abbia un patrimonio contabile negativo ma reale positivo. Al

contrario, non si ritiene ammissibile una scissione o fusione “negativa” nell’ipotesi in cui anche il valore “reale” del patrimonio assegnato (comprensivo dell’eventuale avviamento) sia negativo, poiché in tal caso non potrebbe sussistere alcun rapporto di cambio. È inoltre da rilevare che una scissione o una fusione “realmente negativa”, anche laddove non sia necessario determinare un rapporto di cambio, risulterebbe priva di utilità per la società beneficiaria/incorporante e produrrebbe comunque un’alterazione del valore economico delle partecipazioni preesistenti, in ciò contrastando con la causa stessa di tali operazioni.

- 3) conferimento verso una beneficiaria, preesistente o di nuova costituzione, secondo i due percorsi già visti per la scissione¹⁶⁶.

La separazione della *good company*, mediante cessione, scissione o conferimento, potrebbe soggiacere a revocatoria fallimentare, qualora successivamente la *bad company* sia dichiarata fallita, se tali atti non sono stati contemplati in piani di risanamento attestati o procedure giudiziali.

Una *bad bank*¹⁶⁷, invece, consiste nella creazione di un veicolo societario in cui far confluire gli *assets* “tossici” di una banca. Con tale termine si fa riferimento alla suddivisione in due di una banca, nella sua parte “buona” e in quella “cattiva”. La banca buona si occuperà di tutte le parti sane dell’attività di credito, mentre la parte cattiva comprenderà tutte le attività cosiddette “tossiche”. L’obiettivo della creazione di una *bad bank* è quello di depurare gli istituti finanziari dalle perdite derivanti da derivati e attività tossiche. Si fanno rientrare in questa categoria di attività i titoli legati ai mutui *subprime* e tutti i prodotti e investimenti iscritti in bilancio nell’attivo patrimoniale con un elevato valore nominale, ma che hanno un valore di mercato prossimo allo zero. Si tratta per lo più dei cosiddetti titoli spazzatura, tanto che l’operazione Usa è stata ribattezzata *cash for trash*, o dei crediti con bassa probabilità di recupero, classificati come *non performing loans* o crediti in sofferenza.

¹⁶⁶ La scissione e il conferimento sono due diversi istituti ma, sostanzialmente, possono essere utilizzati per raggiungere l’identico scopo e i medesimi effetti. Il trasferimento di attività e passività da una società totalmente o parzialmente scindenda a uno o più società beneficiarie, preesistenti o di nuova costituzione, con contestuale assegnazione diretta ai soci della scissa delle azioni delle società beneficiarie, può essere raggiunto utilizzando l’istituto del conferimento, articolandolo nel seguente procedimento: conferimento a favore di società preesistente o neo costituita (al quale corrisponde l’assegnazione delle azioni di queste ultime alla società conferente); assegnazione da parte della conferente della partecipazione nella conferita ai propri soci.

L’assenza del secondo passaggio evidenzia la differenza che passa tra la scissione e il conferimento, riassumibile nella diversa titolarità delle azioni delle società beneficiarie: dei soci della scissa, nella scissione, della conferente, nel conferimento.

¹⁶⁷ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bad-bank.htm>

La *bad bank* rappresenta una soluzione per liberare la banca dai titoli. Con la *bad bank* questi titoli vengono trasferiti a una nuova società in modo da poter lasciare la banca libera di funzionare regolarmente. L'operazione alla base della *bad banking* è sostanzialmente una scissione configurante un apporto patrimoniale negativo, cioè quando vengano “conferite” attività e passività in valore tale che quest'ultime sopravanzino gli elementi patrimoniali attivi. Il capitale della banca *in bonis* può, successivamente, essere ceduto, nella forma di azioni privilegiate al governo, oppure in quella di azioni ordinarie che potranno essere vendute sul mercato. La *bad bank* ha come unico obiettivo la liquidazione dei titoli tossici attendendo che, una volte migliorate le condizioni del mercato, diminuisca la differenza tra il valore di mercato degli *assets* e quello nominale.

Lo strumento del *bad banking*, tornato in auge all'indomani del fallimento catastrofico di *Lehman Brothers* e a quelli scongiurati di altre *big (too big to fail)* dell'industria finanziaria mondiale, ha visto in Italia un clamoroso quanto discusso caso: il Banco di Napoli¹⁶⁸. Alla fine degli anni '90, questo storico istituto di credito ha attraversato un momento difficile sfociato nell'acquisto dell'istituto per una cifra pari a circa 30 milioni di euro da parte della cordata composta dalla Banca Nazionale del Lavoro e dall'Istituto Nazionale delle Assicurazioni. Dopo circa due anni di gestione caratterizzata da risultati operativi fortemente inferiori alle aspettative, la banca è stata ceduta al gruppo Sanpaolo Imi, che ne ha acquistato la proprietà, mutandone la denominazione in Sanpaolo Banco di Napoli S.p.A. e dotandola di un capitale sociale di 800.000.000 di euro. Nel frattempo, venne creata anche la *bad bank*, istituita per il recupero dei crediti in sofferenza, che è riuscita a rientrare di quasi tutte le esposizioni che precedentemente avevano sancito, invece, la crisi dell'istituto di credito.

2. *Debt-for-equity swap*

Il *debt-for-equity swap* è una particolare tecnica mediante la quale si può perseguire la ristrutturazione della posizione debitoria di una impresa convertendo i titoli di debito in partecipazioni al capitale della società ristrutturanda. In base a tale istituto i creditori vedono trasformarsi la propria posizione giuridica rispetto alla società, la quale, infine,

¹⁶⁸ Dacrema P., *Alcuni profili pratici e teorici del bad banking*, Newfin, 1999.

sarà partecipata da essi stessi¹⁶⁹. La conversione dei crediti in capitale è uno strumento molto utile per ridurre la pressione sulle casse esangui di un'impresa in crisi finanziaria e, molto spesso, sembra essere l'unica soluzione condivisibile da tutti gli *stakeholders* di una procedura di risanamento per evitare una lunga e incerta procedura liquidatoria. Infatti: 1) i creditori, che optano per la conversione, si attendono la restituzione del loro "vecchio credito" sotto forma di utili (attesi) distribuiti e *capital gain*¹⁷⁰; 2) l'impresa si trova nella favorevole posizione di scaricare la debitoria aumentando l'apporto di capitale proprio; 3) i creditori che restano tali mantengono inalterate le aspettative circa il rimborso del debito e, anzi, beneficiano ulteriormente della conversione in quanto la concorrenza, sotto questo punto, di vista si è ridotta.

L'assemblea dei soci presenti al momento della decisione della conversione, per far sì che venga posta in essere tale operazione si trova a deliberare un aumento di capitale che sarà sottoscritto dai creditori annullando le proprie pretese creditizie. L'unico modo affinché si possa superare e fare a meno del *placet* dell'assemblea sembra essere quello di dare vita alla conversione all'interno di una procedura concorsuale giudiziale.

Il *debt-for-equity swap*, secondo autorevole dottrina¹⁷¹, ha il merito di rispecchiare quello che sarebbe il risultato tipico di una procedura di insolvenza, consistente nel togliere (in tutto o in parte) il controllo dell'attivo dal debitore per trasferirlo ai creditori in vista di una loro gestione e valorizzazione. Per quanto efficace, tale strumento non può essere posto in essere attendendosi un risultato ugualmente performante, se sono presenti categorie di creditori, come solitamente accade, non interessati alla proprietà o al governo dell'impresa debitrice¹⁷².

¹⁶⁹ Sulla delicata questione dei creditori nell'insolvenza dell'impresa, si veda Stanghellini, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, p. 25, il quale sostiene che *quando il capitale di rischio è interamente perduto i creditori divengono in una certa misura fornitori di capitale di rischio senza i diritti tipici dei soci*, per cui il ruolo di una procedura concorsuale è quello di porre in essere un tipo di sistema organizzativo che possa dare ai "creditori-controllanti" l'investitura formale del proprio ruolo.

¹⁷⁰ Il *Capital Gain* è terminologia che nasce nel campo della finanza per indicare la differenza tra il prezzo di vendita e quello di acquisto di uno strumento finanziario, come le azioni. Le azioni consentono, oltre alla distribuzione eventuale di dividendi, di conseguire guadagni in conto capitale, nel caso in cui il prezzo di mercato al momento della vendita sia più alto rispetto a quello di acquisto. Tuttavia anche altri strumenti finanziari permettono di conseguire *capital gain*, come ad esempio le obbligazioni e i titoli di Stato. I possessori di questi strumenti, oltre alla remunerazione in forma di interessi, possono cedere prima della scadenza il titolo conseguendo guadagni di capitale se il prezzo è più alto di quello di acquisto.

¹⁷¹ Stanghellini L., *ibidem*.

¹⁷² Il riferimento volge ai fornitori, i quali, paventando la crisi del loro cliente, reagiscono interrompendo le forniture, e così facendo, gettando nello scompiglio una situazione già sull'orlo del baratro. Siffatte categorie di creditori, spesso piccole o medie realtà, già impegnate nella gestione della propria attività d'impresa, sono riluttanti ad accettare azioni o titoli assimilati al posto del preziosissimo denaro, pura e semplice fonte di vita delle attività commerciali. Con i fornitori, dunque, si cercherà di intavolare un

I debiti bancari, per la natura stessa del finanziatore, sono di solito contratti per scadenze medio/lunghe. Considerando la durata media dell'investimento, si può dire che per la banca non ci sia una grossa differenza tra l'investire nel capitale di una società o finanziarne il debito a lungo termine. Lo strumento giuridico in esame è adatto solo a determinate categorie di creditori, esperti e pronti a intervenire strategicamente nel risanamento: proprio le banche.

La conversione di parte¹⁷³ dei crediti bancari in capitale di rischio stravolge il vincolo tra azionisti e creditori. Gli effetti di tale conversione si possono osservare nel diverso approccio che i nuovi soci hanno nei confronti della gestione dell'attività di impresa: dal sostanziale e non troppo invasivo monitoraggio della situazione, al fine di tutelare il rimborso del debito, l'interesse primario si focalizza, repentinamente sul raggiungimento di un maggior rendimento atteso, per l'opportunità di beneficiare di dividendi e *capital gain*, il tutto, naturalmente, espressione di un maggior rischio.

Le banche, da esperte e strategiche *partners* del processo di risanamento, decidono di sposare la causa, per definizione più rischiosa, dell'apporto di capitale non senza tutelarsi attentamente e prudentemente da eventuali imprevisti. La parte residua, cioè il debito non trasformato, viene ridiscussa con la società e ristrutturata mediante accordi e contratti, spesso infarciti da *covenants*, che si caratterizzano per il fatto di essere più stringenti rispetto quelli inseriti nei normali contratti bancari. Tali accordi possono ad esempio prevedere: la necessità del *management* di chiedere il consenso ai creditori per la distribuzione dei dividendi agli azionisti; l'obbligo di mantenere alcuni indicatori come il grado di *leverage* e/o il capitale circolante al di sopra o al di sotto di certi livelli prefissati; il divieto di intraprendere determinate categorie di investimenti e così via.

La conversione dei crediti in capitale rappresenta, per la gestione dell'attività d'impresa, un utile strumento soprattutto perché fortifica il rapporto con gli istituti di credito, i quali essendo ora portatori di un interesse più forte nel risanamento dell'impresa, saranno più propensi a trasferire professionalità e esperienza in ausilio del *management* – quando esso viene lasciato a lavorare piuttosto che sostituirlo - e, soprattutto, a finanziare la ripresa, dotando la stessa impresa di nuove risorse, che beneficino delle protezioni dalla revocatoria e del beneficio della prededuzione. Le banche scontano

piano di rientro, basato su piccole riduzioni degli importi e riscadenziamenti a breve termine senza eccedere e allungare troppo il rientro, in quanto, tale categoria, ignorata dalle recenti disposizioni circa la prededuzione della nuova finanza, non può beneficiare di un paracadute che invece protegge, in maniera privilegiata, categorie di creditori, tra cui le banche.

¹⁷³ Ci sono stati, tuttavia, casi di integrale trasformazione come riportato nell'articolo di M. D'Ascenzo, *Più banche in azienda dopo la crisi*, *Ilsole24ore.com*, del 25 luglio 2010.

tuttavia delle limitazioni in termini di assunzione di partecipazioni, in quanto le imprese bancarie soggiacciono a stringenti requisiti patrimoniali e di controllo della concentrazione del rischio¹⁷⁴. Appare difficile ipotizzare che in un tessuto economico come quello italiano, dominato dal finanziamento bancario, il *debt-for-equity swap* riguardi tutto il capitale, potendosi, invece, frequentemente osservare utilizzi parziali di tale istituto, introdotto e portato al successo dalla procedura di ristrutturazione della Parmalat. La sostanza economica della ristrutturazione del gruppo Parmalat è stata, infatti, quella di trasferire ai creditori il controllo degli *assets* delle sedici società del gruppo partecipanti al concordato, mediante un loro trasferimento a una società di nuova costituzione che ha emesso azioni sottoscritte (nella misura risultante dalla proposta di concordato) dai creditori delle varie società. I creditori delle società che non sono state incluse nel concordato hanno invece ricevuto il denaro derivante dalla liquidazione dei patrimoni di tali società, secondo il modello tradizionale delle procedure di liquidazione.

3. *Stealth takeovers e loan-to-own*

Il debito di una impresa in crisi può anche essere veicolo di accesso al capitale di quest'ultima attraverso altre tecniche, mutate dalla esperienza anglosassone nel settore del *distressed M&A*¹⁷⁵. Si fa riferimento alle soluzioni chiamate *stealth takeover* e *loan-to-own*.

Il c.d. *stealth takeover* comporta l'acquisizione, solitamente ostile, del controllo di una società *target* mediante l'acquisto progressivo del suo debito e la conversione di quest'ultimo in capitale dell'impresa *target*. Tale operazione viene posta in essere, di solito, alla fine di una procedura concorsuale (nella prassi americana un *prepackaged*

¹⁷⁴ Nello specifico la Circolare della Banca D'Italia n. 229 del 21 aprile 1999, aggiornata il 13 aprile 2007, in materia di "Istruzioni di Vigilanza per le banche", al Titolo IV, capitolo 9, Sezione V, n. 3 "Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria", dispone che: "le banche possono convertire in azioni crediti verso imprese in temporanea difficoltà finanziaria, nei limiti previsti dalla Sez. IV del presente Capitolo, purché l'acquisizione sia finalizzata a consentire il riequilibrio". Nella circolare si fa riferimento alla prudenza e alla cautela che la banca deve avere nella valutazione del rischio della partecipazione anche in confronto ad altre alternative percorribili. Quanto ai limiti della Sez. IV, bisogna operare delle differenze a seconda se una banca è ordinaria, abilitata o specializzata. Una volta definito a quale categoria appartiene la banca, bisogna determinare il limite. Vi sono tre tipi di limitazioni: di concentrazione del rischio: 3% del patrimonio di vigilanza per le banche ordinarie, 6% per le banche abilitate, 15% per quelle specializzate; complessivo: 15% del patrimonio di vigilanza per le ordinarie, 50% per le abilitate, 60% per le specializzate; di separatezza (tra attività bancaria e industriale): 15% del capitale totale partecipato per tutte le categorie.

¹⁷⁵ Il settore delle operazioni c.d. di *distressed M&A* (chiamato così per differenziarlo da quello c.d. *healty M&A*, avente ad oggetto imprese *in bonis*) riguardano, in generale, l'acquisizione di una società o di *assets* appartenenti a imprese in situazione di crisi finanziaria, c.d. *special situation* o *financial distress*.

*plan of reorganization*¹⁷⁶) avente l'obiettivo di risanare la *target*, la cui situazione finanziaria è gravata da un forte indebitamento¹⁷⁷. La situazione di crisi e la sovrapposizione del valore della *target* con quello del suo *senior debt*, farà in modo che i titoli rappresentativi di tale debito in mano ai finanziatori diventino oggetto di un elevato numero di scambi, che solitamente ha come effetto la diminuzione del prezzo di tali titoli. Lo *stealth acquirer* può, dunque, approfittare della quotazione a sconto del debito e acquistarlo sul mercato secondario, qualora la i titoli di debito della *target* siano quotati, o rilevarlo direttamente dai *lenders*. L'acquisizione è focalizzata al raggiungimento di due obiettivi principali¹⁷⁸: acquisire il controllo del processo decisionale in merito alla gestione della posizione debitoria; acquisire la maggioranza dei voti riservati nelle decisioni di competenza dei creditori nell'eventuale futura procedura concorsuale.

Gli acquisti possono anche non essere segnalati alla *target*, che potrebbe vedere il suo debito oggetto di *trading*, senza sapere chi lo stia movimentando e, dunque, senza essere a conoscenza di eventuali "accumuli". L'impresa acquirente il debito, ora, si trova in una posizione sovraordinata rispetto alla *target*, la quale, nel caso in cui si trovi nella situazione di dover disattendere gli adempimenti, dovrà discutere con la prima le modalità di ristrutturazione, pena l'avvio sicuro verso il fallimento. La *stealth acquirer*, che in quanto creditrice nel diritto fallimentare americano ha potere di iniziativa, potrà formulare alla *target* una proposta di ristrutturazione avente ad oggetto, in primo luogo, un *debt-for equity swap* in base al quale il debito accumulato dalla *stealth acquirer* verrà trasformato in capitale della *target* ristrutturata. In questo modo nella situazione post ristrutturazione l'acquirente il debito avrà raggiunto il controllo del capitale della *target* mediante l'acquisto, a un prezzo risibile rispetto al valore nominale, del controllo di una larga percentuale di *senior debt* e, allo stesso tempo, avrà ridotto la posizione debitoria e normalizzato gli indici di bilancio della *target*.

¹⁷⁶ L'istituto analogo della disciplina italiana, il concordato preventivo, prevedendo che l'impulso possa essere dato solo dallo stesso debitore, sembra ancora lontano dal poter contemplare tale situazione che, invece, nella prassi americana si può osservare di frequente, dal momento che il creditore privilegiato, il quale si trova ad acquisire il debito e a richiedere la trasformazione in *equity*, ha potere di iniziativa. Nell'ipotesi di concordato fallimentare, invece, anche i creditori possono proporre *motu proprio* tali soluzioni.

¹⁷⁷ Secondo Faucella F., (in *M&A e ristrutturazioni: The stealth takeover*, in AA.VV. (a cura di F. Bruno e A. Rozzi), *Crisi d'impresa e ristrutturazioni: percorsi tra Banca e Mercato*, Milano, 2010), l'azienda *target* è soprattutto oberata da debito di tipo *senior*, cioè quel tipo di debito definito secondo la legge italiana come "privilegiato".

¹⁷⁸ Faucella F., *op. cit.* p.216

Le c.d. *loan-to-own transactions* consistono in investimenti nel debito di una società in *special situation* nell'ottica di ottenere la conversione dello stesso in azioni della *target* post ristrutturazione. Tali operazioni non hanno l'obiettivo di acquisire il controllo del capitale della *target*, bensì di ricevere una sorta di *opzione sul valore futuro dell'impresa successivamente all'operazione*¹⁷⁹. L'acquirente il debito, (solitamente fondi di investimento specializzati nel *turnaround*), supporta, dunque, la *target* concedendo nuova finanza, assistita da *covenants*, la quale sarà utilizzata sia per avviare il processo di ristrutturazione sia per ripagare il debito pregresso. L'intervento della *acquirer* sarà ricompensato con la concessione di una opzione che conferisce il diritto di convertire, al momento dell'approvazione del piano di riorganizzazione, la porzione del suo credito in azioni della *target* ritornata *in bonis*. Si badi bene, l'acquirente il debito non costringe alla conversione, né basa il suo intervento su questa operazione, ma se ne riserva la facoltà, valutando di seguito se restare creditrice o diventare socia della *target*. Nello scenario ideale delineato finora, il successo di una simile operazione ha come effetto primario l'azzeramento dell'indebitamento, qualora sia esercitata l'opzione, il raggiungimento di una certa stabilità finanziaria, nel caso contrario.

4. La partecipazione al capitale di rischio da parte delle imprese specializzate: il c.d. *Private Equity*

Si definisce¹⁸⁰ attività di *private equity*¹⁸¹ quella mediante la quale un investitore istituzionale (banche, fondi pensione, assicurazioni, ma anche soggetti particolarmente

¹⁷⁹ Faucella F., *op. cit.* p.217

¹⁸⁰ AA.VV., *Il private equity in Italia - Questioni di Economia e Finanza*, Banca D'Italia, 2009, in cui si definisce il *private equity* come l'attività che investe nell'impresa acquisendo una partecipazione nel capitale. Le successive erogazioni di fondi sono generalmente subordinate al raggiungimento di obiettivi prefissati. Caratteristiche contrattuali specifiche quali l'uso di strumenti ibridi di capitale-debito, il diritto di nominare propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione, la presenza di diritti di veto e di clausole di non competizione favoriscono il vaglio delle decisioni dell'imprenditore".

¹⁸¹ Il termine *private equity* è utilizzato in contrapposizione con *public equity*. Gli studiosi americani Josh Lerner e Paul Gompers, sono gli autori che lapalissianamente hanno affermato che "*Private Equity is not Public Equity*". Tale affermazione è stata motivata illustrando che l'attività di *private equity* è un meccanismo attraverso cui un'impresa raccoglie finanza, non già dal mercato (come accade invece con le *public companies*, che appunto approvvigionandosi sui mercati dei capitali, utilizzano lo strumento del *public equity*) ma attraverso investitori specializzati. Il *private equity* è un'operazione di finanziamento, dal punto di vista dell'impresa, ed è anche un investimento in *equity* (dal punto di vista dell'intermediario). Il *private equity* è un "matrimonio a termine, cioè deve essere molto intenso e molto proficuo ma deve finire velocemente perché i due *partner* non sono compatibili. Uno è un imprenditore, l'altro è un finanziere". Le principali differenze fra *public equity* e *private equity*, possono essere riassunte in tre punti principali:

facoltosi) rileva quote di una società detta “*target*”, generalmente non quotata, che ha importanti tassi di crescita potenziale, con la finalità di accrescere il valore della partecipazione per realizzare un consistente *capital gain* al momento della dismissione della stessa (che avverrà nel medio/lungo periodo). In considerazione della finalità e della natura dell’operazione l’investimento necessita di 3/5 anni, e il successivo smobilizzo risente dell’andamento dei mercati mobiliari, sia direttamente in presenza di una quotazione in borsa che indirettamente nel caso di forme di uscita alternativa.

Si ricorre, quindi, al capitale di rischio, che non è oneroso, in quanto non generatore di interessi (il *partner* finanziario si accolla il rischio d’impresa insieme all’imprenditore), accresce il livello dei mezzi propri, e non quello dell’indebitamento, sotto l’aspetto quantitativo può risultare più generoso. L’apporto di mezzi nell’operazione di *private equity* può assumere la forma di acquisto di quote o sottoscrizione di capitale; e di erogazione di prestiti destinati a divenire mezzi propri, come ad esempio i prestiti convertibili o altri strumenti finanziari assimilabili¹⁸².

Per la società di *private equity* le operazioni di investimento presentano un elevato profilo di rischio dovuto al rischio di perdita totale del capitale investito in caso di insuccesso aziendale; all’immobilizzo dei capitali impiegati per un periodo non inferiore a 3/5 anni; alla scarsa liquidabilità delle quote dei fondi mobiliari.

L’elevata rischiosità giustifica l’obiettivo di raggiungere un’alta redditività e, di conseguenza, un consistente incremento di valore delle imprese partecipate per

-
- 1) liquidità: La liquidità la fa la reputazione e la forza relativa degli operatori, esprimibile, ad esempio, con il maggior peso finanziario o peso politico, oppure dai legami istituzionali con altri operatori (es. *merchant bank* all’interno di un gruppo bancario che finanzia il possibile acquirente)
 - a. nel *public equity* è generalmente liquido;
 - b. nel *private equity* è illiquido.
 - 2) *pricing*:
 - a. nel *public equity*, il prezzo di scambio è formato dalle contrattazioni sui mercati;
 - b. nel *private equity*, il prezzo di scambio è frutto di una trattativa (in cui sono determinanti l’aggressività degli operatori, il potere contrattuale relativo, la necessità di liquidità, l’urgenza, ...).
 - 3) *monitoring*
 - a. del *public equity*, il controllo è garantito esclusivamente dal codice civile oppure dalla normativa speciale, e l’investitore non può, in genere, avere voci in capitolo nella gestione dell’impresa;
 - b. nel *private equity*, il controllo e la gestione sono esercitati dall’investitore con ogni strumento possibile. Ad esempio
 - i. Controllo formale (Consiglio d’amministrazione, Collegio sindacale, Posizione di vicepresidente...);
 - ii. Controllo informale (Telefonate, cene, riunioni, ecc...).
- Conta molto di più il controllo informale continuo che il controllo formale, perché, ad esempio il consiglio di amministrazione potrebbe essere monopolizzato dall’azionista di maggioranza, che potrebbe essere l’imprenditore che aveva richiesto l’intervento o il collegio sindacale potrebbe non avere dati corretti o non averne affatto.

¹⁸² Nel mercato italiano si registra una presenza di operatori specializzati di origine anglosassone e di intermediari specializzati espressione di gruppi bancari italiani. La veste giuridica degli operatori italiani è di norma quella di società di gestione del risparmio, autorizzata alla gestione di fondi mobiliari chiusi, dedita alla raccolta dei mezzi nel mercato finanziario, in genere presso investitori istituzionali.

conseguire elevati profitti grazie alle plusvalenze generate al momento della dismissione. In funzione delle caratteristiche dell'impresa *target* e dell'entità delle partecipazioni assunte, l'operatore di *private equity* tende ad avere un ruolo attivo, e non di mero finanziatore come un normale operatore bancario, nella gestione delle imprese *target*. L'intervento di *private equity* si caratterizza proprio per il fatto che in affiancamento alla fornitura di capitali si realizza il trasferimento di *know-how* e competenze manageriali finalizzate a valorizzare le partecipazioni in un'ottica di successivo ritorno positivo. Questo tipo di settore nasce in America all'inizio degli anni Ottanta con le prime società di "*venture capital*", costituite da finanziatori istituzionali che destinavano ingenti capitali al finanziamento di nuove iniziative imprenditoriali con un elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato. La partecipazione era temporanea, minoritaria e finalizzata all'aumento del suo valore ed alla possibilità di realizzazione di un elevato *capital gain* in sede di dismissione.

L'attività di *private equity* può essere utilmente suddivisa in quattro macro-aree¹⁸³:

- 1) finanziamento in fase di avvio (*c.d. early stage financing*): questa forma, che prende anche il nome di *venture capital*, ad indicare il senso di "avventura", ha l'obiettivo di entrare nel capitale nella fase di avvio dell'impresa, sin dalla fase di progettazione, ed è normalmente destinata a piccole nuove imprese operanti nei settori ad alta tecnologia (*c.d. start up*). Nel caso del *venture capital* la funzione di consulenza o di coinvolgimento diretto nella gestione da parte del "*venture capitalist*" diviene essenziale. Nell'ambito del settore del *venture capital* è possibile ulteriormente inquadrare due sottoinsiemi:
 - a) *seed financing*, in cui l'intervento del capitale di rischio ha luogo nella fase di sperimentazione del prodotto o di creazione dell'impresa;
 - b) *start-up financing*, in cui l'apporto di capitale di rischio avviene nelle fasi iniziali del processo produttivo del bene (talvolta coperto da brevetto).
- 2) finanziamento dello sviluppo: questi interventi hanno come obiettivo imprese già consolidate e può in alternativa prendere la forma di apporto di capitale di rischio (*c.d. equity*) o di sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili. Trova applicazione nelle situazioni in cui il titolare dell'impresa non desidera apportare nuovo capitale di rischio; quando l'impresa non ha i requisiti o non manifesta l'interesse per la quotazione

¹⁸³ De Filippi G., Rucco G., *Private equity, uno strumento interessante*, in *Bologna Economica (Periodico della CCIAA di Bologna)*, 2007, maggio-giugno.

in borsa, o, ancora, quando l'ulteriore ricorso al finanziamento bancario avrebbe come conseguenza l'aumento degli oneri finanziari mettendo a rischio l'equilibrio della struttura finanziaria aziendale. È finalizzato a supportare l'espansione, interna o esterna, o il raggruppamento di società indipendenti;

- 3) finanziamento della fase di maturità: questa tipologia di investimento avviene in imprese rientranti nella fase del ciclo di vita di maturità che presentano, generalmente, una posizione di equilibrio finanziario e reddituale. Di norma l'operazione può riguardare il riassetto della compagine azionaria dell'azienda *target*, con il subentro in luogo di altri azionisti. Si tratta di operazioni che, in un primo momento, possono accrescere o meno la dotazione di capitale complessivo dell'azienda. Si distinguono:
 - a) il *replacement capital*, che viene effettuato dall'investitore istituzionale nelle situazioni in cui occorra sostituire un socio (di solito minoritario), senza la modifica della posizione dell'azionista di maggioranza; si verifica di norma in occasione di passaggi successivi in imprese di famiglia, di smobilizzi da parte di azionisti a carattere meramente finanziario o per dissidi con gli azionisti di maggioranza sulle scelte imprenditoriali. L'intervento della società di *private equity* garantisce la continuità del funzionamento aziendale e la stabilità dell'azionariato;
 - b) le operazioni di *buy-out* riguardano il cambio di proprietà, nel senso di cessione del pacchetto di controllo. Tali operazioni hanno un nome preciso a seconda di chi le pone in essere e di come sono finanziate. Nei capitoli precedenti abbiamo analizzato alcune di queste operazioni, come il *Leveraged buy-out*.
- 4) *Turnaround*. Si ritiene opportuno trattare più approfonditamente quest'ultima categoria. Tale settore concerne operazioni svolte riguardo a imprese *target* che versano in condizioni di difficoltà, c.d. in *special situation*, tale da essere necessari cambiamenti radicali nelle strategie e, molto spesso, la sostituzione del *management*, giudicato incapace di risollevarle le sorti dell'impresa in crisi. Elemento cruciale relativo a questa forma di partecipazione, è la capacità dell'azienda partecipata di ristabilire una sana gestione operativa, attraverso il recupero della propria posizione competitiva nel mercato. Considerata l'estrema difficoltà, il rischio elevato e le competenze specialistiche richieste per operare nell'ambito della ristrutturazione stragiudiziale e del *turnaround* ed in particolare, come si diceva, intervenire attraverso partecipazioni al capitale di rischio, appare poco probabile che gli intermediari finanziari generali, (ad esempio le banche commerciali), abbiano convenienza ad entrare in questo segmento, si preferisce così destinare questi interventi a soggetti specializzati quali le banche d'affari

o i fondi che si occupano esclusivamente di *turnaround*. Tali fondi speculativi sono incaricati:

- di acquistare, a prezzi generalmente molto bassi, società in condizioni di tensione economica-finanziaria, in fase di declino, ma potenzialmente ancora buone;
- di ristrutturarle per ridurre i costi operativi e rilanciare i ricavi, ottimizzando il livello di capitale investito;
- di estinguere o ristrutturare il debito con banche e fornitori;
- di intervenire nella gestione operativa fino a farle fruttare.

Quando si parla di *special situations* si fa riferimento a situazioni di crisi in cui bisogna agire molto in fretta (intervenendo spesso in maniera drastica come riducendo il personale, vendendo *assets*, alienando rami d'azienda improduttivi o *non-core*) ed il *management* del fondo diventa catalizzatore del cambiamento, sostituendo il *team* decisionale della società *target* perché giudicato inadeguato. Gli interventi sono implementati in modo tale da riuscire a raggiungere una situazione di innestato cambiamento che possa portare all'acquisizione di capacità negoziale finanziaria e credibilità necessarie per dialogare con le banche, in modo da imbarcare nuovi aiuti dall'esterno e a garantire una rinnovata vitalità. L'oggetto dell'investimento è solitamente una società non quotata di piccole o medie dimensioni. Le operazioni di *turnaround*, per quanto incentivate dagli ultimi venti di riforma ispirati sul diritto fallimentare, finora sono stati circoscritti a pochi casi, se si vede il rapporto in confronto alla totalità dei casi di imprese in crisi. Tale scarsità è dipesa prevalentemente dalla mancanza di competenze specifiche all'interno dei fondi di *private equity* tradizionali e, dall'altro lato perché è molto limitato il raggio di raccolta dei capitali per la costituzione di fondi di *private equity* da destinare al *turnaround*, a seguito dell'elevata rischiosità degli investimenti che, seppure attenuata dalla politica di diversificazione degli impieghi (propria del fondo), delimitano comunque la platea dei potenziali sottoscrittori. A questi fattori propri dei fondi di *turnaround* bisogna aggiungere che la tradizionale cultura aziendale italiana è di stampo familiare o addirittura personalistico tanto da rendere la negoziazione particolarmente difficile e spesso lontana da logiche meramente economiche. Per questo, laddove l'attività di *turnaround* è stata esercitata, si è dimostrata nei fatti molto creativa e flessibile, tanto da far esprimere favorevolmente molte voci importanti riguardo all'utilizzo di tali strumenti per scongiurare la crisi d'impresa. Proprio quest'ultimo aspetto, tipico del *private equity* italiano, insieme all'abilità e alla rapidità del *management* di decidere ed attuare il cambiamento

sembrano essere i *drivers* che determineranno il successo dell'intero settore nei prossimi anni. Il governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, nelle sue "considerazioni finali" del maggio 2007 ha celebrato l'importanza di "accompagnamento" dei fondi, affermando che *"gli intermediari specializzati nel capitale di rischio possono agevolare la crescita delle medie e piccole imprese, contribuire al rafforzamento della struttura manageriale, favorire l'accesso ai mercati in Borsa, accompagnare il ricambio generazionale"*.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *Il private equity in Italia - Questioni di Economia e Finanza*, Banca D'Italia, 2009

AA.VV., *Guida al M&A e private equity*, a cura di G. Giommi, Le Fonti, 2009.

AA.VV., *Il Nuovo Diritto Societario*, a cura di G. Bonfante, Bologna, 2009.

ABRIANI, *Diritto Commerciale*, Giuffrè, 2011.

ALESSI R., *I liquidatori di società per azioni*, Torino, 1994.

AMADIO, *La trasformazione a fini liquidativi*, in *Riv. not.*, 1987, I, 263.

ARDIZZONE, *Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Riv. Soc.*, 2008, 1167.

ASSONIME, *Osservatorio della riforma delle procedure concorsuali - Il primo anno di riforma - Rapporto di sintesi*. <http://www.assonime.it>, 2007.

ASSONIME, CNDCEC e Università di Firenze, *Linee guida per il finanziamento alle imprese in crisi*. Prima edizione 2010. <http://www.emagazine.assonime.it>, 2010.

AZZARÀ, *Casi recenti di finanziamento alle imprese in crisi*, *Il Fallimento*. 2009, n. 1 supp., p. 49 e ss.

BASSI, BUONOCORE, *Trattato di diritto fallimentare - Vol. I: I presupposti - La dichiarazione di fallimento - Le soluzioni concordatarie*, , 2010.

BASSI, *L'affitto d'azienda*, in *Trattato di diritto fallimentare - Vol. III - Custodia e Amministrazione, accertamento del passivo, liquidazione e ripartizione dell'attivo, chiusura del fallimento*, Milano, 2010.

BASSI, *Lezioni di diritto fallimentare*, Bologna, 2009.

BELTRAMI P.D., *Commento all'art. 4-bis*, in AA.VV. (a cura di) A. Castagnola e R. Sacchi, *La legge Marzano*, Giappichelli, 2006, p. 137-218.

BELVISO U., *La fattispecie della scissione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 526.

BENASSI, in *Il nuovo diritto delle società*, Commentario a cura di A. Maffei Alberti, vol. II, Bologna, 2005, *sub art.* 2436, p. 1469.

BERGAMO E. e TIBURZI P., *Le nuove trasformazioni – Fusioni – Scissioni*, Giuffrè, Milano, 2005.

BERNARDI M., *Legittimità delle operazioni di leveraged buy-out*, in *Dir. prat. soc.*, 9, 2003, 53

BIANCA, *Diritto civile*, vol. I, Milano, 1984

BLANDINI, *La riforma del diritto societario alla riscoperta della s.r.l.*, in *Diritto e Pratica delle società*, 2001.

BLANDINI, *Commento agli artt. 2341-bis, 2341-ter, 2376 e 2379-ter*, nel Codice commentato delle s.p.a. diretto dai proff.ri Giuseppe Fauceglia e Giorgio Schiano di Pepe, Torino, 2007.

BLANDINI, *La società quotata*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2010;

BOGGIO, *Crediti sorti «in funzione» del concordato preventivo: prededuzione ..ma non troppo. Il Fallimento*. 2009, n. 12, p. 1415 e ss.

BONAVERA, *La trasformazione omogenea*, in *Trasformazione, fusione, scissione, Opa, società quotate* a cura di G. Schiano di Pepe, Milano, 1999.

BONFATTI, *I concordati preventivi di risanamento, Il Caso.it*. 2011, Doc. N. 228.

BONFATTI, *La procedura di ristrutturazione industriale delle imprese insolventi, Il Fallimento*. 2004, n. 3, p. 362 e ss.

BONFATTI, *Le procedure di composizione negoziale delle crisi, IlCaso.it*. 2010, Doc. N. 214.

BONSIGNORI A., *Della liquidazione coatta amministrativa*, in *Commentario Scialoja-Branca alla legge fallimentare* a cura di Bricola, Galgano, Santini, Bologna, 1974, 141.

BRIOLINI F., *Operazioni societarie straordinarie e procedure di composizione negoziale delle crisi*, in *Diritto della Banca e del mercato finanziario*, 2011, n. 4, parte prima, Pisa, 609.

BRIS, WELCH, ZHU, *The Costs of Bankruptcy. Chapter 7 Liquidation vs. Chapter 11 Bargaining*, www.ssrn.com, 2004.

BRUGGER G., *Commento all'art. 160*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario* diretto da Jorio, Bologna, 2007, p. 2315.

BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società*, Milano, 1948, 571.

BRUNO N.A., *Il leveraged buy-out nella casistica giurisprudenziale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 6, 2002, 807.

BUFFELLI G. e SIRTOLI M., *Le operazioni straordinarie delle società – Trasformazione – Fusione – Scissione – Conferimento – Cessione – Liquidazione*, III ed., 2006, Giuffrè, Milano, 2006.

CABRAS G., *Le trasformazioni*, in COLOMBO e PORTALE (diretto da), *Trattato delle s.p.a.*, VII, Torino, 1997, 3.

CACCHI PESSANI S., *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out*, Milano, 2007

CAGNASSO O., *La trasformazione delle società*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 1996.

CAGNASSO O., *Commento sub art. 2499*, in *Commentario Cottino*, 2004, 2232.

CAVALAGLIO, *Commento agli artt. 129-131 l.f.*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2006.

CAPOZZI G., *Le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici*, Milano, 2005.

CAPRIO, *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia*, Mediocredito Lombardo, 1997.

CATALLOZZI, *Le classi dei creditori e la votazione nel concordato preventivo*, *Il Fallimento*. 2010, n. 1, p. 5 e ss.

CARRIÈRE P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Riv. soc.*, 2003, 995

CARRIÈRE P., *Condizioni di liceità del "leveraged buy-out"*, in *Dir. prat. soc.*, 19-22, 2004, 24

CARRIROLO F., *Trasformazione societaria: gli orientamenti del notariato*, in *Dir. E pratica società*, 2008, fasc. 9,27.

CENSONI, *Il concordato preventivo e la prospettiva della ricollocazione del patrimonio dell'impresa in crisi. Il diritto fallimentare e delle società commerciali*. 2008, Vol. Parte I, n. 6, p. 853-866.

CLEMENTI, *Le operazioni di leveraged buy out - Aspetti legali, tributari e finanziari*, Milano, 2009.

COLANGELO, *Regole e comportamenti strategici negli organismi di standard setting. Quale ruolo per l'antitrust? Giurisprudenza Commerciale*. 2010, 2, p. 339 e ss.

CREMONA, MONARCA, TARANTINO, *Manuale delle operazioni straordinarie*. Milano, 2009. p. 3 ss.

CESARONI G., *Commento sub art. 2499*, in *Commentario Maffei Alberti*, Padova, 2005, vol. IV, 2459.

CIVERRA E., *La fusione come fenomeno successorio (Nota a A. Roma, 27 gennaio 2005, D. A. c. Banca Intesa)* in *Società*, 2006, 195.

CIVERRA E., *Le operazioni di fusione e scissione – L'impatto della riforma e la nuova disciplina del leveraged buy – out*, Ipsoa, Milano, 2003.

CIVERRA E., *Le operazioni di trasformazione*, Ipsoa, Milano, 2004.

COLANGELO G., *Regole e comportamenti strategici negli organismi di standard setting. Quale ruolo per l'antitrust?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2010, 2, p. 339 e ss.

COLOMBO A., *Liquidatore con poteri assembleari e regole procedimentali (Nota a A. Salerno, 14 giugno 2007, Schettini c. Moretta e T. Salerno, 21 novembre 2006, Schettini c. Moretta)*, in *Società*, 2008, 97.

CONFALONIERI M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Il Sole-24 Ore, Milano, 2009.

CREMONA G., MONARCA P., TARANTINO N., *Manuale delle operazioni straordinarie*, Milano, 2009.

D'AMBROSIO F., *Scioglimento della società, cessazione della qualità di socio e sottrazione al fallimento per decorso del termine annuale* (Nota a Cass. Sez. I, 23

giugno 2008, n. 17033, Terzi c. Fall. soc. Visconti Di Mondrone), in *Fallimento*, 2009, 569.

DACREMA P., *Alcuni profili pratici e teorici del bad banking*, Newfin, 1999.

D'ATTORRE, *Il conflitto d'interessi fra creditori nei concordati*. <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>. 2010.

DE ANGELIS L., *La trasformazione delle società*, Milano, 1998.

DE ANGELIS L., *Della trasformazione*, in *Codice commentato Ipsoa*, Milano, 1246.

DE ANGELIS L., *La trasformazione nella riforma del diritto societario*, in *Le società*, 2003, n. 2 bis, p. 383 e ss.

DE FILIPPI, RUCCO, *Private equity, uno strumento interessante*. *Bologna Economica (Periodico della CCIAA di Bologna)*. 2007, maggio-giugno.

DE NOVA, *Codice Civile e Leggi collegate*, Zanichelli, 2010.

DESENSI, *Convenzioni stragiudiziali per il salvataggio delle imprese e patti parasociali. Il diritto fallimentare e delle società commerciali*. 2005, Vol. Parte I, p. 57 e ss.

DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1987

DI SARLI M., *Commento sub art. 2499*, in *Commentario Cottino*, 2004, 2232.

DI SARLI M., *Commento all'art. 2501 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti e altri, Milano, 2006, 452 ss.

DOLMETTA A., *Il merger leveraged buy-out nella legge delega n. 366/2001*, in *Corr. giur.*, 2000, 239

DONATO A., *Trasformazione di società in crisi: fallisce la società trasformata o la società risultante dalla trasformazione?*, in *Giur. Comm.*, 2000, II, 589.

FABIANI, *Vademecum per la domanda “prenotativa” di concordato preventivo*, in www.ilcaso.it

FAUCELLA F., *Crisi d'impresa e ristrutturazioni: percorsi tra Banca e Mercato*, in AA.VV. (a cura di F. Bruno e A. Rozzi), *M&A e ristrutturazioni: The stealth takeover*, Milano, 2010

FERRI, *Le società*, in *Tratt. dir. civ. it.*, dir. da Vassalli, Torino, 1987, p. 221

FERRI JR., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, 2006, p. 747 e ss.

FERRARA, *Il Fallimento*, Milano, 1995.

FERRONI - PREITE, *L'efficacia costitutiva dell'iscrizione delle delibere di modifica dell'atto costitutivo*, in *Vita not.*, 2004, p. 1767

FERRO, *Il Piano Attestato di risanamento. Il Fallimento*. 2005, n. 12, p. 1353 e ss.

FILIPPI, *L'attestazione del professionista nelle procedure di composizione negoziale delle crisi d'impresa. Il Fallimento*. 2010, n. 3, p. 272 e ss.

FIMMANO' F., ESPOSITO C. e TRAVERSA L., *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005.

FIMMANO' F., *Commento all'art. 105 l. fall*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2007, 1767 ss.

FIMMANO' F., *Fusione*, in *Il diritto-Encicl. giur.*, Milano, 2007, vol. VI, 580.

FIMMANO' F., *Fusione*, in *Il diritto-Encicl. giur.*, Milano, 2007, vol. XIV, 222.

FINGELTON, *La politica della concorrenza in tempo di crisi*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, 1 e ss

FORTUNATO, *L'incerta riforma del diritto fallimentare*. *Corriere Giudiziario*. 2005, n. 5, p. 597 e ss.

FRASCAROLI-SANTI, *Crisi dell'impresa e soluzioni stragiudiziali*. in (a cura di) F. Galgano, *Tratt.dir.comm. e di dir. pubbl. dell'economia*, Padova, 2005.

GALGANO, *Le società in genere*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, dir. da Cicu- Messineo, Milano, 1982

GALLESIO-PIUMA, *I poteri dell'assemblea di società per azioni in liquidazione*, Milano, 1986.

GALLETTI, *I piani di risanamento e ristrutturazione*. *Rivista trimestrale di Diritto e Procedura Civile*. 2006, p. 1195-1218.

GALLETTI D., *Commento all'art.160*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, Commentario diretto da Jorio, Bologna, 2007, t. 2°, 2299.

GALLETTI, *Tecniche e rischi del finanziamento alle imprese in crisi* in (a cura di) F. Di Marzio e F. Macario. *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*. s.l. : Giuffrè, 2010, p. 315-358.

GHIDINI, *Società personali*, Padova, 1972

GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*. www.orizzontideldirittocommerciale.it. 2010.

GIANNI, *Il processo di restructuring: aspetti finanziari e industriali dell piano di risanamento ex art. 67 legge fallimentare*. 2010.

GILSON, Some Evidence on How Firms Choose between Workouts and Chapter 11; T. M. Barhnill, W. F. Maxwell e M. R. Shenkman. *High Yield Bonds: Market Structure, Valuation, and Portfolio Strategies*. s.l. : McGraw Hill, 1999.

GIUFFRE' R., *Responsabilità e fallimento: delibere sociali "implicite"* (Nota a T. Como, 12 settembre 2007, Fall. soc. Printed c. P.), in *Società*, 2008, 1531.

GIULIANO G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Notariato* n. 3/2007, p. 319 ss

GRANATA, *Prime applicazioni pratiche della nuova legge fallimentare e sistema bancario* in L. Panzani. *Il fallimento...atto terzo: primi spunti di dottrina e giurisprudenza*. s.l. : IPSOA, 2008.

GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano*, Torino, 1959, 436.

GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1962

GROSSO G., *Rassegna di problematiche in tema di scissione*, in *Riv. Not.*, 2008, 697.

GUERRERA, *Trasformazione, fusione e scissione*, in *Diritto delle società di capitali, Manuale Breve*, Milano, 2004.

GUERRERA F., *Trasformazione, fusione e scissione*, in *Diritto delle società*, Milano, 2005, 423.

GUERRERA, *Il "nuovo" concordato fallimentare*, in *Banca, borsa*, 2006, I, 541 ss.

GUERRERA F. e MALTONI M., *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. Società*, 2008, 17.

GUGLIELMUCCI, *Diritto Fallimentare*, Giappichelli, 2006.

GUIZZI, *Concentrazioni tra imprese e insolvenza. Appunti a margine del caso Alitalia*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, 337 e ss.

HAUGEN, SENBET, *The insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Financial Structure*. *Journal of Finance*. 1978, N. 33, p. 383 e ss.

IERMANO G., *Invalidità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in AA.VV. *Il nuovo diritto delle società - Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007, p. 397 e ss.

LA CROCE, *Finanziamenti ponte e garanzie per debiti prescritti*. *Il Fallimento*. 2009, N. 1, p. 47 e ss.

LICCARDO, *L'amministrazione controllata*. *Il Fallimento*. 2000, n. 1, p. 9 e ss.

LO CASCIO, *Gruppo Alitalia: conversione del decreto legge sull'insolvenza*. *Il Fallimento*. 2008, n. 12, p. 1365-1369.

LAMANNA F., *La problematica relazione tra pre-concordato e concordato con continuità aziendale alla luce delle speciali autorizzazioni del tribunale*, in *Il Fallimentarista*, 26.11.2012.

LUCARELLI P., *Scissione e circolazione d'azienda*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, IV, Torino, 2007, 441 ss.

MACARIO, *La Ristrutturazione mediante Concordato dell'Impresa in Amministrazione straordinaria*. <http://piazzettamonte.ugcbanca.com>. [Online] 2009.

MANENTE, *Dalla "legge Marzano" al d.l. n. 134/2008: note minime sulle modifiche alla procedura di ristrutturazione industriale di grandi imprese in stato di insolvenza nel caso "Alitalia". Il diritto fallimentare e delle società commerciali*. 2008, Vol. Parte II, N. 6, p. 516-526.

MAGLIULO F., *La fusione delle società*, II ed., Ipsoa, Milano, 2005.

MAGLIULO F., *La fusione eterogenea in cui intervengono enti non profit*, in *La nuova disciplina della associazioni e delle fondazioni. Riforma del diritto societario e enti non profit*, Padova, 2007

MAGLIULO F., *La fusione delle società*, II ed., Ipsoa, Milano, 2009.

MALTONI M. e TASSINARI F., *La trasformazione delle società*, Ipsoa, Milano, 2005.

MALTONI M., *Trasformazione*, in *Il diritto-Encicl. giur.*, Milano, 2008, vol. XVI, 135.

MANGANELLI, *Gestione delle crisi di impresa in Italia e negli Stati Uniti: sistemi fallimentari a confronto. Il Fallimento*. 2011, n.2, p. 129 e ss.

MARASÀ, *Spunti sulla nuova disciplina di trasformazioni e fusioni*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, 789 e ss

MASTRORILLI A., *Concentrazioni, imprese in crisi e valutazioni di efficienza*, in *Corriere Giuridico* 2011, n. 6, p. 793 e ss

MONTAGNANI C., *Diritto societario e procedure concorsuali: spunti di riflessione*, nota a Cass. 8 giugno 1995, n. 6485, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, II, 612.

MONTAGNANI C., *Deliberazioni assembleari e procedure liquidatorie*, Milano, 1999.

MONTAGNANI C., *Commento sub art. 2499*, in *Commentario Sandulli – Santoro*, vol. 3, Torino, 2003, 359.

MONTALENTI, *Il leveraged buy-out*, Milano, 1991

MONTALENTI, *I giudici italiani e il leveraged buy-out tra responsabilità del capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, nota a Trib. Milano, sez. pen., 18 settembre 1992, in *Foro it.*, 1993, II, 167

MONTALENTI, *Leveraged buy-out*, in *Enc. giur.*, Roma, 1990, XVIII

MONTALENTI, *Il leveraged buy-out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 791

MONTALENTI, *Art. 2501 bis*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5; d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, Commentario diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, pag. 2314

MORANO A., *Leveraged buy-out*, Milano, 1989.

MORANO A., *Il merger leveraged buy-out alla luce del nuovo art. 2501 bis*, in *Le società*, 2003

MORANO A., “*Leveraged buy out*” *nelle operazioni di fusione dopo la riforma*, in *Notariato*, n. 6/2005, pag. 654.

MORO VISCONTI R., *Gli organi sociali durante il procedimento di liquidazione*, in *Impresa*, 2007, 364.

MORO VISCONTI R., *Revoca dello stato di liquidazione: aspetti civilistici e fiscali*, in *Impresa*, 2007, 1197.

MOSCA C., *Commento all'art. 2499*, AA.VV. (a cura di) P. MARCHETTI, *Commentario alla riforma delle società: Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006, p. 29 e ss

NICCOLINI G., *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni* in *Trattato Colombo-Portale*, 7, Torino 1997, 530.

NIGRO G., *Diritto societario e procedure concorsuali, concorsuali* in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, I, Torino, 2006, 192

NISIVOCCIA., *Concordato preventivo e continuazione dell'attività aziendale: due decisioni dal contenuto vario e molteplice. Il Fallimento.* 2011, N. 2, p. 228 3 ss.

OCCHIPINTI C., *Elusività delle scissioni societarie*, in *Immobili e proprietà*, 2009, 451.

PACCHI, *Il nuovo concordato preventivo*, Milano, 2005.

PALMIERI G., *Operazioni straordinarie "corporative" e procedure concorsuali: note sistematiche ed applicative*, in *Fallimento*, 2009, 1092.

PANZANI L., *Commento all'art. 2499 c.c.*, in AA. VV., *Gruppi, trasformazioni, fusioni, scissioni, scioglimento e liquidazione, società estere* (artt. 2482-2510), a cura di Lo Cascio, Milano, 2003, 298.

PANZANI L., *Il concordato in bianco*, in *Il Fallimentarista*, 14.09.2012

PASQUARIELLO, *Strumenti di prevenzione della crisi d'impresa*. <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>. 2010.

PATRONIGRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive. Rivista di diritto societario*, 2009, Parte III, p. 601 e ss.

PERRINO A. M., *Sub art. 2501 bis*, in G. Niccolini - A. Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali, Commentario*, a cura di, Napoli, 2004, 1943 ss

PERRINO A. M., *Concordato preventivo e trasformazione*, in *Il Fallimento*. 2011, N. 3, p. 364.

PICONE L.G., *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del Leveraged Buy-out*, Milano, 2001

PICONE L.G., *Il leveraged buy-out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr.*, 2003, 1391

PICONE L.G., *Commento all'art. 2506 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, artt.2498 - 2506 *quater* c.c., Milano, 2006, 1084.

PINARDI M., *La trasformazione*, Giuffrè, Milano, 2005.

PINARDI M., *La "nuova" trasformazione: profili applicativi*, in *Notariato*, 2005, 68.

PISANI MASSAMORMILE A., *Trasformazione e circolazione dei modelli organizzativi*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2008, I, 65.

POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino, 2009.

RUCUGNO, *Gli obiettivi del concordato preventivo, lo stato di crisi e la fattibilità del piano*, *Giurisprudenza Commerciale*. 2009, n. 5, p. 889-905.

RUOSI, *Commento agli artt. 129-141*, in *La riforma della legge fallimentare*, a cura di Nigro e Sandulli, Torino, 2006, t. 2°, 798 ss.

SALAFIA V., *Liquidatori di società: poteri*, in *Società*, 2007, 665.

SALAFIA V., *La trasformazione nella riforma societaria*, in *Società*, 2008, 665.

SALAFIA V., *Liquidazione di società di capitali: poteri del liquidatore*, in *Società*, 2009, 157.

SALOMONE, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, vol. II, Napoli, 2004, *sub* art. 2448, p. 1287

SANDULLI, *La crisi d'impresa*, Giappichelli, 2009.

SANGIOVANNI V., *Estinzione delle società di capitali e attività e passività residue*, in *Notariato*, 2009, 680.

SANTAGATA C., *Le fusioni*, in *Trattato delle s.p.a.* diretto da Colombo e Portale, VII, t. 1, Torino, 2004, 37.

SANTANGELO S., *La scissione nella riforma*, in AA. VV., *Studi sulla riforma del diritto societario del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2004

SANTINI, *Il percorso delle soluzioni stragiudiziali alle crisi d'impresa. Giurisprudenza Commerciale*. 1998, Vol. I, p. 609 e ss.

SANTINI, *Il trattamento delle crisi d'impresa in Italia*. in R. Brealey, S. Myers e S. Sandri. *Principi di Finanza Aziendale*. McGraw Hill, 2007, p. 991-999.

SANTONI, *Il contenuto del piano di concordato preventivo. Banca, Borsa e Titoli di Credito*. 2006, n. 6, p. 519-526.

SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 251.

SANTOSUOSSO D. U., *Società di capitali, Commentario* a cura di Giuseppe Niccolini, Alberto Stagno D'Alconres, Napoli, 2004, *Sub art. 2499*, pag. 1906.

SARALE M., *Trasformazione e continuità dell'impresa*, Milano, 1996.

SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, 2005.

SCARDULLA F., *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato Cicu – Messineo*, 2000, 199.

SCHLESINGER P., *Merger leveraged buy-out e riforma societaria*, in *Corr. giur.*, 2003, 705

SCOGNAMIGLIO G., *Le scissioni*, in *Trattato delle s.p.a.* diretto da Colombo e Portale, VII, t. 2, Torino, 2004, 86

SERRA A., *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato Rescigno*, 1985, 17.

SIRTOLI M., *Liquidazione e cessazione di società ed imprese individuali – Aspetti civilistici, fiscali e contabili*, V ed., Giuffrè, Milano, 2009.

SPADA P., *Diritto commerciale. II. Elementi*, Padova, 2006, 135 ss., 164 ss.

SPOLIDORO M.S., *Incorporazione della controllante nella controllata e “leveraged buy-out”*, in *Le società*, 2000, 84

SPOLIDORO M.S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buyout)*, in *Riv. soc.*, 2004, 229

STANGHELLINI L., *Società a responsabilità limitata e procedure concorsuali*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, 442.

STANGHELLINI L., *Commento all'art. 124*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2007, p. 1960 e ss.

STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007.

TANTINI G., *La trasformazione delle società*, in *Trattato Galgano*, vol. VIII, 1985, 250.

TEDESCHI, *Piano di risanamento e concordato nell'amministrazione straordinaria speciale. Il diritto fallimentare e delle società commerciali*. 2005, Vol. Parte I, p. 744 e ss.

TERSILIA, *Soluzioni “concorsuali” nei concordati: il prepackaged bankruptcy all'italiana. Il Fallimento*. 2011, n. 7, p. 774 e ss.

TUCCI, *Segregazione di patrimoni, atti di destinazione e affidamenti fiduciari nel governo della famiglia*. in AA.VV. *Scritti in onore di Francesco Capriglione*. Milano, 2010, p. 1041 e ss.

VAIRA M., *Scioglimento e liquidazione delle società*, in *Il diritto-Encicl. giur.*, Milano, 2007, vol. XIV, 110.

VALENTE, *La Corporate Reorganization: elementi di comparazione e di prospettiva a seguito della recente riforma della disciplina concorsuale italiana. Il diritto fallimentare e delle società commerciali*. 2008, 3-4, p. 459-48

VARETTI A., *La riforma del diritto societario consente l'effettuazione di operazioni straordinarie anche alle società in procedura concorsuale ponendo problemi di bilancio*, in *Riforma del diritto societario e riflessi sulle procedure concorsuali*, a cura di Menchini, Torino, 2005

VENDITTI, *Collegialità e maggioranza nelle società di persone*, Napoli, 1955

VERNA G. e VERNA S., *La liquidazione delle società di capitali – Disciplina civilistica, contabile e tributaria*, Cedam, Padova, 2009.

VICARI A., *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006

VICARI A., *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria in Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011.

ZINGAROPOLI A., *La trasformazione di società in stato di liquidazione*, in *Studium iuris*, 2008, 123.

ZORZI, *Il finanziamento delle imprese in crisi e soluzioni stragiudiziali. Giurisprudenza Commerciale*. 2009, n. 6, p. 1236-1266.

