

XI CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

*"ORGANIZZAZIONE, RIORGANIZZAZIONE E RISTRUTTURAZIONE DELL'IMPRESA
NEL DIRITTO INTERNO E NELLA DIMENSIONE TRANSNAZIONALE"*.

Roma, 14-15 febbraio 2020

IACOPO DONATI

***Crisi d'impresa e diritto di proprietà. Dalla responsabilità patrimoniale
all'assenza di pregiudizio***

SOMMARIO: 1. Dalla responsabilità patrimoniale all'assenza di pregiudizio: i termini del problema. - 2. Il diritto di proprietà nei meccanismi concorsuali alternativi. - 3. Il "doppio valore" del patrimonio del debitore. - 4. L'equivalenza tra proprietà e valore economico della pretesa nel diritto europeo. - 5. Il presupposto oggettivo per il ricorso agli strumenti a efficacia estesa. - 6. La definizione del principio dell'assenza di pregiudizio: il parametro di comparazione. - 7. (*Segue*) La tutela proprietaria dei soci. - 8. Il diritto a un "ricorso effettivo" a tutela della proprietà. - 9. Il diritto di proprietà nelle procedure di liquidazione forzata del patrimonio. - 10. Considerazioni conclusive.

1. Dalla responsabilità patrimoniale all'assenza di pregiudizio: i termini del problema

Le procedure di insolvenza trovano la loro principale giustificazione nell'esigenza di organizzare, in modo efficiente ed equo, il concorso dei creditori su un patrimonio insufficiente ad assicurare la loro integrale soddisfazione.

Se di regola l'attuazione della responsabilità patrimoniale può avvenire mediante l'attivazione di procedimenti di esecuzione forzata da parte dei singoli creditori insoddisfatti, quando il patrimonio risulta incapiente l'azione individuale dei creditori genera, come noto, ingiustificate disuguaglianze e, in alcuni casi, determina la distruzione di valori patrimoniali ⁽¹⁾. Tali circostanze si

⁽¹⁾ L'approdo comune dell'ampio e risalente dibattito circa la giustificazione razionale delle procedure di liquidazione concorsuale - in ordine al quale si ravvisa una singolare coincidenza fra la dottrina dell'inizio del ventesimo secolo e la più recente visione giuseconomica americana - ne identifica la funzione nell'impedire che i creditori, in presenza di un patrimonio insufficiente alla loro soddisfazione immediata e integrale, perseguano il loro interesse individuale ad attivare le procedure di esecuzione forzata, con due ordini di conseguenze negative: (i) ridurre la quota di soddisfazione dei creditori meno reattivi o ancora privi della possibilità di far valere il loro credito, in violazione del principio della *par condicio creditorum* di cui all'art. 2741 c.c., e (ii) disgregare il complesso aziendale con l'effetto di ridurre il valore complessivo del patrimonio, con pregiudizio per l'interesse della massa dei creditori nel loro complesso. Cfr. G. BONELLI, *Del fallimento*, vol. I, Milano, 1938, p. 122, il quale considera il fallimento nell'interesse del debitore in quanto «*gli risparmia esecuzioni parziali rovinose*», A. ROCCO, *Il concordato*, Torino, 1902, p. 1, nt. 1, con ampi riferimenti alla letteratura internazionale del XIX secolo che riconduce il fallimento all'esigenza di diminuire la perdita e ripartirla equamente tra i creditori, e p. 624; S. SATTA, *Istituzioni di diritto fallimentare*, Roma, 1953, p. 30; J. LOWELL, *Conflict of Laws as Applied to Assignments for Creditors*, in *Harvard Law*

verificano più sovente nel contesto dell'insolvenza dell'impresa commerciale di dimensioni non minime, cui il legislatore ha pertanto storicamente riservato la disciplina del fallimento (ora ridenominato "liquidazione giudiziale" dal Codice della crisi e dell'insolvenza, d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, di seguito "CCI"), in quanto tipicamente esposta nei confronti di un numero elevato di creditori e particolarmente soggetta al rischio di un'evaporazione dei valori in caso di disgregazione del complesso aziendale ⁽²⁾.

In questa prospettiva, le procedure concorsuali liquidatorie si pongono, dunque, come un adattamento delle procedure esecutive individuali rispetto al fenomeno dell'inadempimento dell'imprenditore commerciale. Senza con ciò voler entrare nell'annosa *querelle* relativa al carattere prevalente processuale o commerciale del fallimento, è impossibile non notare l'influenza di questa matrice storico-funzionale sulle caratteristiche della procedura fallimentare.

Tale influenza trova espressione paradigmatica nella struttura del fallimento e, adesso, della liquidazione giudiziale – fondata sulla rigida applicazione di una sequenza di spossessamento del patrimonio, liquidazione e distribuzione del ricavato tra i creditori – che ricalca fedelmente la configurazione

Review, 1888, p. 264, il quale individua l'incentivo per i creditori all'"assalto alla diligenza" (*race of diligence*) come il principale problema che la disciplina del fallimento è chiamata a risolvere. Sul tema, per alcune teorie più recenti, si veda anche T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, in *Yale Law Journal* 857, 1982, pp. 862 ss. (1982), cui si attribuisce la prima formulazione della c.d. *creditors bargain theory*, secondo cui il fallimento attua in via normativa ciò che i creditori avrebbero tra loro concordato *ex ante* in via contrattuale, se ne avessero avuto l'opportunità, e D.G. BAIRD, A.J. CASEY, R.C. PICKER, *The Bankruptcy Partition*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2018, pp. 1675 e, in ambito nazionale, L. STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, p. 54, che ha posto in evidenza come la principale funzione delle procedure di insolvenza sia quella di organizzare un gruppo che, pur essendo direttamente interessato alla gestione dell'impresa e alle sorti del patrimonio del debitore, è privo di regole.

⁽²⁾ Le medesime circostanze possono tuttavia porsi anche rispetto all'insolvenza dell'impresa non commerciale, di professionisti e di privati. La scelta dell'ordinamento di limitare la procedura di fallimento (ora liquidazione giudiziale) all'imprenditore commerciale non piccolo ha matrice prevalentemente storica sia nella sua origine, potendo essere tracciata sino al *Code de commerce* francese del 1807 cui il Codice di commercio italiano del 1865 è ampiamente debitore, sia nel suo perpetuarsi, collegandosi all'introduzione, appena precedente all'adozione della legge fallimentare, di una nuova disciplina dell'esecuzione forzata individuale con il codice di procedura civile del 1940 (v. Relazione del Ministro Guardasigilli al r.d. 16 marzo 1942, n. 267: «l'argomento più forte che militava a favore dell'estensione del fallimento ai non commercianti - e cioè l'insufficienza della procedura esecutiva ordinaria nella disciplina del concorso dei creditori - è venuto a cadere con la riforma generale del processo civile, che assicura ai creditori - anche nella fase esecutiva - uno strumento semplice e rapido, per la realizzazione della tutela giuridica dei loro interessi concorrenti»). In merito, V. ANDRIOLI, *Fallimento (diritto privato e processuale)*, in *Enc. dir.*, XVI, Milano, 1967, pp. 397 ss., segnalava come la presunta adeguatezza della procedura di esecuzione forzata individuale fosse stata smentita nei fatti e affermava che «Se le procedure fallimentari non fossero anch'esse aduggiate da lentezze e da eventi perturbatori di vario genere, si dovrebbe dire che i tempi sian maturi per far del fallimento una procedura di ordine generale applicabile a tutti i debitori che non sono in grado di soddisfare regolarmente le loro obbligazioni».

trifasica dell'esecuzione individuale (pignoramento, conversione dei beni in denaro e ripartizione del ricavato tra creditore pignorante ed eventuali creditori intervenuti) (3). Tale struttura, del resto, è la stessa che caratterizza le procedure omologhe previste negli altri ordinamenti per la liquidazione del patrimonio di debitori insolventi.

Non richiede di essere dimostrato che la liquidazione del patrimonio di un'impresa in crisi - anche quando attuata in modo organizzato - può comportare un'"evaporazione" di valori patrimoniali (4). Tale fenomeno si spiega in ragione della differenza di regola esistente tra il "valore d'uso" dei beni compresi nel patrimonio di un'impresa, in virtù della destinazione all'esercizio di un'attività economica, e il valore di mercato ricavabile da una loro cessione (5). Partendo da questa consapevolezza - acquisita già in tempi molto risalenti e assurta, più recentemente, a vero e proprio *mantra* - la procedura concorsuale liquidatoria è stata affiancata, in misura crescente nel tempo, da meccanismi alternativi di regolazione della crisi d'impresa volti a garantire, talvolta insieme ad altri obiettivi, la conservazione dei valori organizzativi (6).

Il superamento del paradigma della liquidazione forzata del patrimonio dell'imprenditore insolvente si riflette, inevitabilmente, sulla funzione di attuazione della responsabilità patrimoniale tipicamente assegnata al diritto concorsuale. Essa sopravvive controluce in una prospettiva sostanziale, quale scenario all'ombra del quale si collocano le scelte del debitore e dei creditori, ma

(3) Tale corrispondenza è evidenziata, con chiarezza, da V. ANDRIOLI, *Natura giuridica del processo di fallimento*, in nota a G. BONELLI, *Del fallimento*, vol. 3, 1938, p. 125 (nt. 9). Per una visione delle procedure concorsuali come forma di «esecuzione forzata collettiva e generale» si veda A. ROCCO, *Il fallimento*, Torino, 1917, pp. 85 ss.; A. CANDIAN, *Il processo di fallimento*, Padova, 1934, pp. 35 ss.; R. PROVINCIALI, *Manuale di diritto fallimentare*, I, Milano, 1955, pp. 3 ss.; S. SATTA, *Istituzioni di diritto fallimentare*, cit., p. 30; G. CHIOVENDA, *Istituzioni di diritto processuale civile*, I, Napoli, 1935, p. 165. In tempi relativamente più recenti, F. FERRARA JR., *Il fallimento*, Milano, 1974, in prefazione.

(4) Se non si precludessero iniziative esecutive individuali dei creditori tramite la predisposizione di un'organizzazione volta alla loro soddisfazione coordinata, si finirebbe per porre incentivi individuali che, collettivamente considerati, si risolverebbero in condotte inefficienti e distruttive di valore (si veda *supra*, nota 1).

(5) Così *ex multis*, efficacemente, G. TERRANOVA, *Le procedure concorsuali*, Torino, 2019, p. 7, il quale evidenzia come la liquidazione, comportando un mutamento di destinazione dei beni aziendali, non si limita a compromettere il valore dell'avviamento e dei beni immateriali (*know-how*, marchi, diritti di privativa industriale, ecc.), ma riduce il valore di scambio di tutti i beni che non abbiano un'utilità oggettiva identica per tutti.

(6) Con riferimento all'ordinamento italiano, tale esigenza ha trovato espressione già alla fine del diciannovesimo secolo con un progetto di riforma che scaturì nell'introduzione, con legge 24 maggio 1903, n. 197, dell'istituto del concordato preventivo. Cfr. A. ROCCO, *Il concordato*, cit., pp. 641 ss., sul relativo progetto di riforma, il quale ne identifica il presupposto nella duplice esigenza di lenire la severità del fallimento nei confronti del debitore «*sventurato e in buona fede*» e di consentire ai creditori di «*evitare [...] le lungaggini e i dispendi di una regolare procedura di fallimento*» (p. 625).

arriva quasi a scomparire sul piano del dato normativo formale (7). Con l'eclissi della responsabilità patrimoniale vengono meno altresì le tutele procedimentali connaturate all'attuazione in sede concorsuale della responsabilità patrimoniale, tra cui in particolar modo la trasparenza e la prevedibilità in ordine alla determinazione del valore del patrimonio e alla soddisfazione dei creditori (8). L'esclusione di una fase liquidatoria comporta, infatti, l'impossibilità di ricorrere per tali finalità a parametri relativamente oggettivi (la valutazione del mercato in occasione della cessione dei beni aziendali e i principi posti dagli artt. 2740 e 2741 c.c. in tema, appunto, di responsabilità patrimoniale), che vengono a essere sostituiti, nei meccanismi alternativi, con parametri prevalentemente soggettivi (la stima fornita da esperti sul valore del patrimonio e la negoziazione tra debitore e creditori in merito alla sua distribuzione tra i titolari di pretese).

Se tale passaggio dall'oggettivo al soggettivo non desta particolari problemi con riferimento agli strumenti "puramente consensuali", in quanto espressione dell'autonomia contrattuale delle parti che ne subiscono le conseguenze, esso appare più problematico per quegli strumenti la cui efficacia è estesa anche ai creditori che non vi abbiano aderito (9). La presenza di creditori insoddisfatti privati, senza il loro consenso, della possibilità di far valere la

(7) L'abbandono della prospettiva dell'attuazione della responsabilità patrimoniale risulta pressoché completo nel caso dei meccanismi alternativi "puramente consensuali" (piano di risanamento attestato e accordo di ristrutturazione), dove l'accordo tra debitore e singoli creditori è espressione del libero esercizio dell'autonomia contrattuale, non produce effetti (quantomeno diretti) sui soggetti estranei all'accordo e mira a rimuovere l'inadempimento, non a reagire allo stesso al fine della realizzazione coattiva del diritto dei creditori. Nel caso, invece, dei meccanismi "ad efficacia estesa" - espressione con la quale ci si riferisce agli strumenti in grado di produrre effetti vincolanti anche nei confronti dei creditori non aderenti (principalmente, accordo di ristrutturazione ad efficacia estesa e concordato preventivo) - i principi posti dagli artt. 2740 e 2741 riaffiorano al fine di definire la cornice entro la quale deve collocarsi il trattamento imposto ai creditori non aderenti (cfr. artt. 61, co. 2, lett. d, 85, co. 6, 112, co. 1, CCI).

L'ingresso di finalità diverse rispetto all'attuazione della responsabilità patrimoniale nell'ambito del diritto concorsuale, tra cui in particolare quella di conservazione dei valori organizzativi dell'impresa nell'interesse anche (ma non solo) dei creditori, è segnalata da G. FERRI jr, *Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell'impresa alla luce di una recente proposta di direttiva europea*, in *Dir. fall.*, 2018, pp. 531 ss. e, ivi, pp. 536 ss.

(8) Con riferimento all'impiego del concordato preventivo in funzione liquidatoria, già G. BONELLI, *Del fallimento*, vol. 3, Milano, 1939, p. 433, rilevava che solo la procedura di fallimento offre la piena «garanzia di sincerità e di uguaglianza pei creditori interessati al riparto del suo prodotto». Sul tema, recentemente, G. TERRANOVA, *Le procedure concorsuali*, cit., p. XI.

(9) La tendenza negli ordinamenti moderni è quella di introdurre o, se già esistenti, di ampliare l'ambito di applicazione degli strumenti di regolazione della crisi d'impresa a efficacia estesa. Ciò con l'obiettivo di facilitare la ristrutturazione di imprese in crisi, superando l'apatia razionale dei creditori per importi ridotti e neutralizzando eventuali posizioni opportunistiche in un contesto in cui i creditori sono quasi sempre portatori di interessi fortemente eterogenei. Espressione recente di questa tendenza è la Direttiva europea n. 2019/1023 del 20 giugno 2019 (c.d. *Preventive Restructuring Directive* o PRD), riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva.

responsabilità patrimoniale nei confronti del debitore pone temi e problemi originali, dei quali solo in tempi relativamente recenti si è acquisita maggiore consapevolezza.

Tra tali problemi vale la pena indicare, nella prospettiva della tutela dei creditori, il tema della corretta definizione del presupposto oggettivo per l'accesso agli strumenti "a efficacia estesa" (espressione con la quale ci si riferisce appunto agli strumenti in grado di produrre effetti vincolanti anche nei confronti dei creditori non aderenti): il crescente accento sulla prevenzione dell'insolvenza non può infatti spingersi fino a consentire di imporre un sacrificio ai creditori che non sia giustificato da una situazione di dissesto dell'impresa. Inoltre, nella medesima prospettiva, la maggiore flessibilità in tema di distribuzione del valore tra i creditori, conseguente all'affievolimento dei rigidi criteri distributivi di cui agli artt. 2740 ss., deve essere contenuta all'interno di limiti definiti, se non si vuole consegnare i creditori non aderenti all'altrui arbitrio. Nella diversa, ma per certi versi assimilabile, prospettiva dei soci della società in crisi, l'indebolimento del paradigma della responsabilità patrimoniale (che, in caso di liquidazione giudiziale, li vede conservare la qualità formale di soci di una società il cui patrimonio viene tuttavia coattivamente destinato ai creditori) pone il tema del loro trattamento, sollecitando il dubbio se sia legittimo consentire loro di conservare una parte del valore della società in presenza di una soddisfazione solo parziale dei creditori e se, al contrario, si possa legittimamente escludere i soci dalla società laddove questa non sia insolvente.

L'attenzione su questi temi, già grande, si accresce con l'introduzione del *bail-in* bancario (artt. 48 ss., d.lgs. n. 180/2015, con il quale è stata recepita la direttiva europea 59/2014, c.d. BRRD, in materia di risanamento e risoluzione degli enti creditizi in crisi) ⁽¹⁰⁾. Le problematiche poste sul piano concettuale da questo strumento - ritenuto generalmente dirimpante per la natura dei diritti e delle realtà economiche su cui è chiamato a incidere - hanno a ben vedere carattere comune a tutti gli strumenti di regolazione della crisi d'impresa non puramente consensuali (si pensi, ad esempio, all'anticipazione del presupposto del *bail-in* rispetto all'insolvenza della banca, alla stima del valore del patrimonio in assenza di liquidazione, ai criteri di distribuzione del valore tra creditori e al trattamento dei soci).

⁽¹⁰⁾ In estrema sintesi, tale strumento consente all'autorità di intervenire coattivamente sulla struttura finanziaria della banca rimuovendo, tramite la cancellazione di pretese e la loro conversione in azioni, lo squilibrio finanziario. Per un'analisi del funzionamento di tale istituto, sia consentito un rimando a I. DONATI, *La ricapitalizzazione "interna" delle banche mediante bail-in*, in AGE, 2016, pp. 597 ss.

Con riferimento a tali questioni, rispetto alle quali vengono meno i rassicuranti riferimenti forniti dal sistema della responsabilità patrimoniale, alcune indicazioni sembrano potersi ricavare dal necessario rispetto del diritto di proprietà, nella sua qualifica di «*supremo presidio dei diritti privati di natura patrimoniale*»⁽¹¹⁾, e dal suo immediato riflesso all'interno del diritto della crisi d'impresa, che qui viene definito con l'espressione "principio dell'assenza di pregiudizio".

2. Il diritto di proprietà nei meccanismi concorsuali alternativi

L'abbandono di un criterio di giustizia procedimentale, quale conseguenza dell'utilizzo di strumenti alternativi alla liquidazione giudiziale, richiede quantomeno l'individuazione di un criterio di giustizia sostanziale. Non è possibile immaginare che, a seconda dei casi e dei rispettivi rapporti di forza, i singoli titolari di pretese siano affidati all'arbitrio del debitore e della maggioranza dei creditori o, viceversa, che i creditori possano garantirsi una soddisfazione superiore al valore nominale dei loro crediti a discapito del debitore (e, se quest'ultimo ha natura societaria, dei suoi soci).

Tale esigenza si declina, sul piano della ripartizione del valore del patrimonio dell'impresa sottoposta a ristrutturazione, in due ordini di questioni: la definizione di una soglia minima di trattamento che deve essere garantita a ciascun creditore, salvo il suo consenso a ricevere un trattamento inferiore a tale soglia, e l'esistenza di criteri che orientino la distribuzione dell'eventuale *surplus* che residua a seguito della soddisfazione dei creditori nella misura della soglia minima sopra indicata.

Sotto il primo profilo, è possibile rinvenire nell'ordinamento una serie di frammenti normativi che fissano la soglia minima di trattamento in corrispondenza del valore che ciascun creditore non aderente avrebbe ottenuto in base al prevedibile esito di un'ipotetica liquidazione giudiziale dell'impresa. Si tratta di disposizioni tra loro isolate e che, stante la loro eterogeneità sul piano lessicale, sembrano potersi riassumere nell'espressione "principio dell'assenza di pregiudizio" in questo scritto per fare riferimento a tale tutela in modo univoco⁽¹²⁾. Questo carattere disarmonico pare indicativo della natura di tali disposizioni,

⁽¹¹⁾ Le parole sono quelle di F. D'ALESSANDRO, *Sui poteri della maggioranza del ceto creditorio e su alcuni loro limiti*, in *Fall.*, 1990, p. 189.

⁽¹²⁾ Tra le norme previste nel Codice della crisi, cfr. art. 112, co. 1 (concordato preventivo); art. 61, co. 2, lett. d, (accordo di ristrutturazione ad efficacia estesa); art. 62, co. 2, lett. c (convenzione di moratoria); artt. 70, co. 9, e 80, co. 3 (meccanismi applicabili alle imprese minori e ai consumatori che producono effetti anche su creditori non aderenti).

Tali norme non riproducono testualmente le corrispondenti previsioni contenute nella legge fallimentare, principalmente in quanto con il Codice della crisi è stata abbandonata la locuzione «*in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili*» (cfr. artt. 180,

che non sembrano frutto di una compiuta elaborazione concettuale, quanto piuttosto di un'istanza equitativa volta a escludere che la scelta del debitore di ricorrere a un meccanismo concorsuale che evita la liquidazione giudiziale del patrimonio possa pregiudicare uno o più creditori ⁽¹³⁾.

co. 4, 182-ter, co. 5, e 182-septies, co. 4, lett. c, l.f.) per la definizione del parametro di comparazione del trattamento dei creditori, a favore del riferimento allo scenario della liquidazione giudiziale, di più agevole applicazione pratica ma, come si dirà *infra* al § 6, di dubbia compatibilità con i diritti fondamentali dei creditori. Si è in tal modo tradotto in legge l'orientamento interpretativo che, nel vigore della legge fallimentare, era risultato prevalente e secondo cui concetto di "alternative concretamente praticabili" doveva essere riferito, in via esclusiva, alla liquidazione fallimentare (in giurisprudenza, *ex multis*, Cass. 23 giugno 2011, n. 13817, in *Foro it.*, 2011, I, 2308; in dottrina, G. D'ATTORRE, *Concordato con continuità ed ordine delle cause di prelazione*, in *Giur. comm.*, 2016, I pp. 1 ss. e, *ivi*, p. 17, nt. 41; L. PANZANI, *Le alternative al fallimento: introduzione*, in *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, dir. da O. Cagnasso e L. Panzani, Milano, 2016, p. 3114; I. PAGNI, *Sub artt. 179-181*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, dir. da A. Jorio e M. Fabiani, 2006, p. 1081, e in senso critico, M. SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica)*, in *Giur. comm.*, 2007, pp. 566 ss. e, *ivi*, p. 596).

La previsione di una soglia minima di trattamento dei soci e dei creditori interessati, senza il loro consenso, dagli effetti della ristrutturazione si riscontra anche con riferimento agli strumenti applicabili alle imprese "speciali". In particolare, è proprio in materia di risoluzioni bancarie che il legislatore italiano ha disciplinato in modo organico il principio dell'assenza di pregiudizio, stabilendo che «nessun azionista e creditore subisce perdite maggiori di quelle che subirebbe se l'ente sottoposto a risoluzione fosse liquidato, secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo Unico Bancario o altra analoga procedura concorsuale applicabile» (art. 22, co. 1, lett. c, d.lgs. n. 180/2015) e prevedendo che, nel caso in cui venga accertato un pregiudizio successivamente alla risoluzione, il socio o creditore pregiudicato abbia diritto a ricevere un'indennità, a carico del fondo di risoluzione (alimentato con i contributi di tutte le banche), definita nella misura sufficiente a ripristinare *ex post* il rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio. Tale disciplina costituisce la riproduzione fedele di quanto previsto nella direttiva 2014/59/UE.

⁽¹³⁾ La rispondenza del principio dell'assenza di pregiudizio a un criterio di giustizia equitativa trova riscontro in una prospettiva sia storica, sia di tipo comparatistico. Già nel diritto romano si trovano tracce di una tutela analoga nell'istituto del *pactum ut minus salvatur*, che consentiva all'erede di un'eredità oberata di pattuire con la maggioranza dei creditori una riduzione delle loro pretese, con effetti opponibili anche alla minoranza dissenziente e agli assenti previa verifica del pretore circa la corrispondenza tra la pretesa ridotta dei creditori e il "dividendo" che questi avrebbero ricavato dalla vendita forzata dei beni ereditari. Dà conto di tale istituto A. ROCCO, *Il concordato*, cit., pp. 18 ss. e, in specie, per la soglia minima di soddisfazione, pp. 24 ss. Tornando ai nostri giorni, la previsione di tutele analoghe a quella posta dal principio dell'assenza di pregiudizio è comune a tutti gli ordinamenti: solo per citarne alcuni, nell'ordinamento statunitense, il "best interest test" di cui §1129(a)(7) del Bankruptcy Code; nell'ordinamento tedesco, §§ 245, 247 e 251 *InsO*; nell'ordinamento spagnolo, la verifica dell'assenza di un "sacrificio desproporcionado" nell'*homologación judicial de los acuerdos de refinanciación* (disposizione aggiuntiva IV, par. 3, alla Ley Consursal che, pur in assenza di un'esplicita definizione normativa, è stata interpretato - facendo leva sulla Raccomandazione della Commissione europea del 12 marzo 2014 - come verifica della soddisfazione dei creditori dissenzienti in misura pari almeno al trattamento che avrebbero ricevuto in assenza di ristrutturazione); nell'ordinamento irlandese, il *fairness test* richiesto per l'omologazione dello *scheme of arrangement* e di una proposta formulata nell'ambito della procedura di *examinership* (Supreme Court, *Re McInerney Homes Limited* [2010] IEHC 340), nell'ordinamento olandese, Art. 383, comma 3, *Faillissementswet* come risultante dalla riforma di prossima emanazione. La previsione di una soglia minima di trattamento economico per i creditori non aderenti interessati dagli effetti di uno strumento di regolazione della crisi

In merito al secondo profilo, relativo alla distribuzione del plusvalore rispetto allo scenario della liquidazione giudiziale, l'ordinamento italiano non offre indicazioni sufficientemente uniformi. Se risulta pacifico che il ricorso agli strumenti a efficacia estesa consenta di deviare dal rispetto della *par condicio creditorum* attraverso la formazione di classi o categorie di creditori⁽¹⁴⁾, è incerto se, e a che condizioni, sia possibile discostarsi dal rispetto dell'ordine gerarchico delle pretese previsto in via ordinaria per l'attuazione della responsabilità patrimoniale.

La possibilità di discostarsi dall'ordine gerarchico delle pretese sembra, a ben vedere, connaturata nella struttura dell'accordo di ristrutturazione a efficacia estesa (art. 61 CCI), potendo questo coinvolgere anche solo una parte dei creditori dell'impresa e lasciando inalterate le pretese dei creditori cui non sono stati estesi gli effetti dell'accordo. Quanto al concordato preventivo, l'insufficienza del dato normativo – limitato alla criptica espressione secondo cui non può determinare «l'effetto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione» (art. 85, co. 6, CCI, che riproduce l'art. 160, co. 2, l.f.) – ha permesso che si formassero, sul tema, numerosi orientamenti tra loro contrastanti, suscettibili di essere ordinati intorno alle seguenti questioni (i) se le risorse in eccesso rispetto al valore di liquidazione possano essere assegnate anche ai soci (o ai creditori postergati) laddove i titolari di pretese antergate non siano stati integralmente soddisfatti, e (ii) ove si ammetta tale possibilità, se la deviazione dall'ordine gerarchico delle pretese sia ammissibile solo nell'ipotesi in cui tutte le classi di creditori abbiano approvato a maggioranza la proposta di concordato oppure sia consentita anche quanto la proposta è approvata a maggioranza delle classi⁽¹⁵⁾.

d'impresa è contenuta altresì nella *UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law (Part One and Two)*, 2004, Rec. 152(e) («Except to the extent that affected classes of creditors have agreed otherwise, if a class of creditors has voted against the plan, that class shall receive under the plan full recognition of its ranking under the insolvency law and the distribution to that class under the plan should conform to that ranking»).

⁽¹⁴⁾ Il principio della *par condicio creditorum* è oggetto di un risalente processo di erosione che coinvolge diversi settori dell'ordinamento (si veda, per tutti, quanto scriveva oltre trent'anni fa P.G. JAEGER, *Par condicio creditorum*, in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 104 ss.), tanto che si è giunti sino a dubitare se non si sia, in realtà, invertito il rapporto ordinario tra regola ed eccezione con la necessità di un ripensamento complessivo del tema della responsabilità patrimoniale nell'ordinamento giuridico italiano (cfr. R. LENZI, *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. not.*, 2003, pp. 543 ss.).

⁽¹⁵⁾ Un primo orientamento giurisprudenziale, che ha trovato accoglimento anche presso la Cassazione, prevede che l'intero valore del patrimonio, incluso il plusvalore di ristrutturazione, debba essere distribuito tra i titolari di pretese in attuazione dei criteri di priorità previsti dalla responsabilità patrimoniale. Un secondo orientamento, che sembra prendere terreno, distingue tra risorse interne e risorse esterne al patrimonio del debitore, ammettendo che queste ultime possano essere assegnate senza il rispetto dei criteri gerarchici della responsabilità patrimoniale. Non vi è, tuttavia, unanimità su cosa debba intendersi per risorse esterne, essendo incerto se gli utili prodotti dalla continuazione dell'attività d'impresa debbano qualificarsi o meno come tali. Vi è poi un recentissimo orientamento della

È bene segnalare che la direttiva 1023/2019 (“*Preventive Restructuring Directive*” o PRD), che dovrà essere attuata entro il mese di agosto 2021, è destinata a risolvere alcuni di questi temi, in quanto prevede che il plusvalore di ristrutturazione sia liberamente distribuibile quando la proposta è approvata da tutte le classi di creditori (a maggioranza dei loro crediti) e, in caso di approvazione con il dissenso di uno o più classi, pone gli Stati membri di fronte alla scelta tra due criteri alternativi di ripartizione del *surplus*. Tali criteri – attorno ai quali si è adesso polarizzata la discussione – corrispondono a quello della “priorità assoluta” (c.d. *absolute propriety rule*, che esclude la possibilità di destinare risorse ai creditori di grado inferiore se quelli di grado superiore non sono stati integralmente soddisfatti e consente di differenziare il trattamento tra creditori pariaordinati) e quello della “priorità relativa” (c.d. *relative priority rule*, che richiede soltanto che i creditori appartenenti a una classe dissenziente beneficino del plusvalore di ristrutturazione in misura maggiore dei creditori postergati e in misura almeno pari a quelli pariaordinati) ⁽¹⁶⁾. Rispetto all’alternativa tra questi due criteri, quello da preferire sembra essere il secondo, in quanto meglio riflette l’impostazione prescelta dalla direttiva (che adotta tale criterio, facendo salva la possibilità di derogarvi in favore del criterio della priorità assoluta) e risulta più idoneo a favorire la pronta emersione della crisi e facilitare le ristrutturazioni,

giurisprudenza di merito che, limitatamente al concordato con continuità e discostandosi dai precedenti giurisprudenziali, ha sostenuto – ad avviso di chi scrive correttamente – che «il patrimonio da considerare è quello esistente al momento in cui viene presentata la domanda di concordato, quale patrimonio attuale della società suscettibile di essere ceduto o aggregato esecutivamente» (C. App. Venezia, 27 giugno 2019, n. 3042, disponibile all’indirizzo www.fallimentiesocieta.it/node/1935). A rendere ancora più articolato lo scenario è intervenuto anche il legislatore, che nel Codice della crisi ha previsto che il concordato preventivo con continuità, pur se nell’interesse primario dei creditori, si ponga altresì nell’interesse anche del debitore e dei soci (art. 84, co. 2, secondo periodo, CCI), ammettendo così che anch’essi possano beneficiare di una parte del *surplus* di ristrutturazione generato grazie alla continuazione dell’attività.

⁽¹⁶⁾ Si tratta dei due criteri previsti, in via alternativa, dalla PRD quale condizione per l’omologazione della proposta approvata in caso di dissenso di una o più classi di creditori (art. 11, par. 1, lett. c, e par. 2). La proposta di direttiva non conteneva il criterio della priorità relativa, introdotto solo nella versione finale accogliendo una proposta di modifica formulata da un gruppo di ricerca, finanziato dalla Commissione europea e coordinato dall’Università di Firenze (cfr. *Comments to the Proposal for Directive*, accessibile all’indirizzo www.codire.eu/wp-content/uploads/2018/07/Re-drafting-suggestions-for-the-EU-Directive-ver-11-final.pdf, presentato a Bruxelles il 5 luglio 2018). L’introduzione di questa alternativa – che la direttiva ha elevato a soluzione “base”, eventualmente derogabile dagli Stati membri in favore del criterio della priorità assoluta – ha suscitato un ampio dibattito a livello europeo, per cui termini si rinvia a R. MOKAL, I. TIRADO, *Has Newton had his day? Relativity and realism in European restructuring*, in *Journal of International Banking & Financial Law*, 2019, vol. 34, pp. 233 ss. (favorevoli al criterio della priorità relativa) e a R.J. DE WEIJS, A.L. JONKERS, M. MALAKOTIPOUR, *The imminent distortion of European insolvency law: How the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing ‘Relative Priority’ (RPR)*, 2019, disponibile all’indirizzo www.ssrn.com (sostenitori, invece, del criterio della priorità assoluta).

soprattutto in una realtà economica quale quella europea caratterizzata dalla prevalenza di imprese medio-piccole ⁽¹⁷⁾.

Nell'ambito dell'articolato quadro sopra descritto sul tema della ripartizione del plusvalore di ristrutturazione, dunque, è possibile constatare che la linea di tendenza è verso un allentamento dei rigidi criteri distributivi previsti dal sistema della responsabilità patrimoniale ⁽¹⁸⁾. Il recepimento della direttiva 1023/2019 (PRD) e la conseguente scelta fra APR e RPR non muterà questo approccio, consentendo agli Stati Membri di lasciare uno spazio di libertà alla

⁽¹⁷⁾ L'esistenza di un margine di flessibilità è funzionale all'interesse collettivo dei creditori (oltre che dei lavoratori e, in generale, dell'economia) poiché consente, in un numero maggiore di casi, di ristrutturare le imprese in crisi, grazie alla più agevole possibilità di acquisire la collaborazione di alcuni creditori e/o soci – il cui contributo risulti, in concreto, essenziale – incentivandoli con l'attribuzione di una quota maggiore di *surplus*. Per una severa critica, anche sul piano degli effetti economici, della rigida applicazione dei criteri della liquidazione concorsuale al plusvalore di ristrutturazione, in ossequio alla *absolute priority rule* del Chapter 11 statunitense, si veda D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Reply: Chapter 11 at Twilight*, in *Stanford Law Review*, 56, 2003, pp. 673 ss. e, ivi, pp. 691 ss.; S. MADAUS, *Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans*, 2013, p. 11, disponibile su www.ssrn.com).

Con riferimento alla crisi delle imprese medio-piccole – dove l'imprenditore è una persona fisica o, comunque, vi è coincidenza tra amministratori e soci – il criterio della priorità assoluta rischia inoltre di porre spesso un incentivo a ritardare l'emersione della crisi, essendo l'imprenditore stretto nell'alternativa tra, da un lato, tentare di superare con le sole sue forze la crisi anche quando questo appare improbabile e, dall'altro, la quasi certezza di perdere tutto nell'ipotesi di ricorso a uno strumento di regolazione della crisi. Non è un caso che, proprio facendo perno anche su sulla queste argomentazioni, l'ordinamento statunitense, da cui storicamente origina il criterio della *absolute priority rule*, ha previsto di escluderne l'applicazione per le procedure di Chapter 11 relative alle imprese individuali e collettive di piccole dimensioni (senza peraltro prevedere un criterio alternativo per la ripartizione del *surplus*, lasciando che lo stesso fosse liberamente contendibile tra debitore e creditori). V. §1181, Bankruptcy Code, introdotto nel 2019 lo *Small Business Reorganization Act* (H.R. 3311; S. 1091).

⁽¹⁸⁾ Il plusvalore di ristrutturazione può difficilmente ricondursi alla nozione di "beni futuri" prevista dall'art. 2740 c.c., da intendersi come «beni entrati nella sfera patrimoniale del debitore dopo l'assunzione del vincolo, ancorché su di essi il [...] [creditore] non avesse ragione di fare affidamento» (R. NICOLÒ, *Della responsabilità patrimoniale*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, libro sesto, Bologna, 1954, p. 10). Tale plusvalore entra infatti nella sfera patrimoniale dell'imprenditore solo in occasione dell'omologazione del concordato o dell'accordo, momento nel quale si verifica l'effetto esdebitatorio che priva i creditori del diritto di concorrere su tale *surplus* (così anche G. D'ATTORRE, *Concordato con continuità ed ordine delle cause di prelazione*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 39 ss. e, ivi, pp. 48 ss.). L'esclusione del plusvalore di ristrutturazione dall'ambito di applicazione dell'art. 2740 c.c. è condivisa, sulla base di argomentazioni diverse ma concorrenti, anche da M. FABIANI, *La rimodulazione del dogma della responsabilità patrimoniale e la de-concorsualizzazione del concordato preventivo*, disponibile sul sito www.ilcaso.it, 9 dicembre 2016, il quale afferma che, ai sensi dell'art. 2740 c.c., il «patrimonio destinato ai creditori può essere solo quello che è liquidabile senza la volontà collaborativa del debitore» (p. 10). La previsione di criteri meno rigidi per la distribuzione del plusvalore è comunemente associata, anche in altri ordinamenti, all'abbandono della prospettiva statica di mera distribuzione ordinata del valore esistente tra i creditori tipica della liquidazione giudiziale (cfr. S. MADAUS, *Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law*, in *European Business Organization Law Review*, 2018, pp. 615 e, ivi, pp. 621 ss.).

negoziante fra i privati che come detto pare opportuno, soprattutto con riferimento alle imprese medio-piccole.

3. Il "doppio valore" del patrimonio del debitore

La flessibilità sulla distribuzione del plusvalore, considerata assieme alla soglia minima di trattamento garantita a ciascun creditore non aderente, fa sì che idealmente il valore del patrimonio dell'impresa sottoposta a ristrutturazione si scinda in due parti: una prima, pari al valore che esso avrebbe avuto nello scenario di una liquidazione forzata, da distribuire secondo i criteri rigidi e prevedibili che governano la responsabilità patrimoniale (ordine legittimo delle cause di prelazione e *par condicio creditorum*), in quanto ciò si rende necessario per assicurare il rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio nei confronti di tutti i creditori; una seconda parte, corrispondente al plusvalore di ristrutturazione, distribuibile tra i creditori e i soci secondo criteri che, allo stato attuale, risultano lacunosi.

Sul piano pratico, l'assenza di parametri normativi evidenti in tema di distribuzione del valore negli strumenti a efficacia estesa e la mancanza di una compiuta elaborazione sistematica hanno contribuito a una diffusa percezione di imprevedibilità e iniquità del trattamento economico risultante dal ricorso ai meccanismi di efficacia estesa ⁽¹⁹⁾.

Questa sensazione è stata acuita dal fatto che il diritto costituzionale di proprietà - quale argine alla discrezionalità nel trattamento dei creditori nei meccanismi concorsuali alternativi - è rimasto a lungo sottotraccia ⁽²⁰⁾. Ciò deve

⁽¹⁹⁾ Tale senso di insoddisfazione da parte dei creditori - rivolto soprattutto a una distribuzione del plusvalore di ristrutturazione percepita come sbilanciato verso il debitore e i soci (talvolta ignorando, tuttavia, che in difetto non vi sarebbe alcuna ristrutturazione) - è riportato da G. TERRANOVA, *Le procedure concorsuali*, cit., pp. 49 ss. Ciò ha stimolato interventi correttivi da parte della giurisprudenza e del legislatore che, tuttavia, si sono posti su un piano diverso da quello della distribuzione del valore, risultando così causa, a loro volta, di storture: si pensi agli orientamenti giurisprudenziali in materia di causa concreta del concordato preventivo e dell'accordo di ristrutturazione e di recente all'introduzione, nell'ambito del Codice della crisi, di due nuove condizioni di ammissibilità per il concordato preventivo liquidatorio: l'incremento dell'attivo tramite l'apporto di risorse esterne da parte del debitore e, in ogni caso, la soddisfazione dei creditori chirografari, in base ai termini della proposta, in misura pari almeno al venti per cento (art. 84, co. 4, CCI).

⁽²⁰⁾ È doveroso segnalare, tuttavia, come Floriano d'Alessandro negli anni Ottanta scrivesse che le «regole dell'art. 42 [della Costituzione] si presentano, almeno tendenzialmente, nella veste di sommo statuto generale dei diritti privati a contenuto patrimoniale e pertanto di metro universale sul quale misurare ogni norma formalmente o anche solo sostanzialmente ablativa di tali diritti. Sembra dunque essere questa la pietra di paragone alla quale dobbiamo riferire le misure volte a far gravare sui creditori le perdite derivanti dall'artificiale mantenimento in vita dell'impresa decotta» (F. D'ALESSANDRO, *Interesse pubblico alla conservazione dell'impresa e diritti privati sul patrimonio dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 53 ss. e, ivi, p. 58; in senso analogo, ma un decennio più tardi, V. ROPPO, *Tutela costituzionale del credito e procedure concorsuali*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1999, p. 1 ss.).

attribuirsi, principalmente, alla lettura restrittiva dell'art. 42 Cost. fornita in passato dalla Corte costituzionale italiana («il concetto costituzionale di proprietà, per quanto più ampio di quello civilistico, non comprende anche i diritti di credito») (21). Solo più recentemente, quindi, con l'allargamento della prospettiva di indagine all'ordinamento europeo anche nel contesto del diritto della crisi d'impresa (tradizionalmente ritenuto prerogativa solo nazionale), è divenuto più agevole scorgere la centralità del diritto di proprietà nel sistema di tutela del credito.

La Corte Europea dei Diritti dell'Uomo ha infatti da tempo espressamente ricondotto all'ambito di applicazione della tutela proprietaria anche i diritti dei creditori (22). Sul tema sono poi intervenuti prima il legislatore europeo, che, per le banche, ha esplicitato il collegamento tra il principio dell'assenza di pregiudizio e il rispetto diritto di proprietà dei creditori nei considerando alla BRRD (23) e, poi, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea che ha qualificato il medesimo principio come riflesso diretto e imprescindibile della tutela proprietaria dei creditori (oltre che dei soci) negli strumenti a efficacia estesa (24).

È dunque tramite la lente del diritto europeo, sovraordinato alle fonti normative nazionali, che devono essere valutati gli effetti ultra-contrattuali degli strumenti a efficacia estesa sul piano del rispetto del diritto di proprietà (25).

4. L'equivalenza tra proprietà e valore economico della pretesa nel diritto europeo

(21) La citazione proviene dalla sentenza della Corte costituzionale, 29 giugno 1995, n. 288. Sul tema, con argomentazioni più estese, si veda anche Corte cost., 28 aprile 1976, n. 99.

(22) La tutela proprietaria dei diritti di credito, in applicazione dell'art. 1 del Primo Protocollo della Convenzione per la salvaguardia dei Diritti dell'Uomo, trova riconoscimento nella giurisprudenza della Corte di Strasburgo sin dalle pronunce *Pressos Compania Naviera S.A. and Others v. Belgium*, 20 novembre 1995, §§ 30-31 e, più chiaramente sul punto, *Bäck v. Finland*, 20 luglio 2004, §§ 57 ss., e *Fomin and Others v. Russian Federation*, 26 febbraio 2013, §26. Analoga tutela è riconosciuta dalla CEDU rispetto ai diritti dei soci verso una società in crisi, cfr. *Company S. and T. v. Sweden*, decisione del 11 dicembre 1986; *D. Grainger and others v. the United Kingdom*, 10 luglio 2012, quest'ultima relativa al noto caso Northern Rock, con nota di T. ARIANI, L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, in *RDS*, 2013, pp. 721 ss.

(23) Nel considerando n. 50 della direttiva europea 59/2014 si afferma che «L'interferenza nei diritti di proprietà non dovrebbe essere eccessiva. Gli azionisti e creditori interessati non dovrebbero subire perdite superiori a quelle che avrebbero sostenuto se l'ente fosse stato liquidato quando è stata decisa la risoluzione».

(24) Cfr. *Tadej Kotnik e altri c. Državni zbor Republike Slovenije*, 19 luglio 2016, causa C-526/14, e *Ledra Advertising Ltd e altri c. Commissione europea e Banca Centrale Europea*, 20 settembre 2016, cause riunite da C 8/15 P a C 10/15 P.

(25) L'enunciazione del diritto di proprietà è contenuta, a livello europeo, all'art. 1 del Primo Protocollo della Convenzione per la salvaguardia dei Diritti dell'Uomo (direttamente applicabile per il tramite dell'art. 117 Cost.) e all'art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (c.d. Carta di Nizza). Quest'ultima ha assunto valore vincolante a seguito dell'inserimento, con il Trattato di Lisbona del 2007, di un richiamo espresso nel Trattato sull'Unione europea (art. 6, par. 1); ciò con l'effetto di rendere la Carta di Nizza vincolante solo nelle ipotesi in cui Stati membri attuino il diritto europeo (non ponendo, invece, alcun vincolo al di fuori di quest'ambito), come avverrà, per quanto qui di interesse, in occasione del prossimo recepimento della PRD.

La giurisprudenza europea – con orientamento condiviso sia dalla CEDU, sia dalla CGUE ⁽²⁶⁾ – scompone la tutela proprietaria in tre regole concettualmente autonome: (i) il dovere generale di astenersi dal porre in essere interferenze nel rapporto tra il titolare del diritto di proprietà e i beni oggetto della stessa, (ii) la possibilità per il legislatore di limitare o privare il titolare del diritto di proprietà solo tramite una previsione di legge e a condizione che l'espropriazione sia funzionale al perseguimento di un interesse di carattere generale ⁽²⁷⁾, e (iii) la necessità che il sacrificio privato non risulti sproporzionato, condizione per il cui rispetto è indispensabile che colui che ha subito la privazione o limitazione del diritto di proprietà riceva, salvo circostanze del tutto eccezionali, un indennizzo adeguato ⁽²⁸⁾.

In merito alla tutela proprietaria del credito, la giurisprudenza europea riconosce l'esistenza di un interesse di carattere generale rispetto alla previsione di meccanismi che riducano o cancellino coattivamente le pretese dei creditori,

⁽²⁶⁾ Il sostanziale allineamento degli orientamenti della CEDU e della CGUE è indotto dall'art. 52, par. 3, della Carta Nizza, che impone di fare riferimento quanto alla portata e al significato dei diritti in questa sanciti, alle eventuali previsioni della CEDU relative ai medesimi diritti. Richiamandosi a tale collegamento, la CGUE ha più volte espressamente riconosciuto la diretta rilevanza degli orientamenti elaborati dalla Corte di Strasburgo in materia di proprietà (*Florescu e a.*, 13 giugno 2017, causa C-258/14, punto 49).

La lettura del diritto di proprietà fornita dalla giurisprudenza europea è molto vicina al dato testuale dell'art. 42 Cost. e coincide con l'orientamento espresso, più di recente, dalla Corte costituzionale italiana, attribuendo esplicita rilevanza al diritto europeo che, come noto, prevale sul diritto nazionale. Si veda, per tutte, Corte cost., 24 gennaio 2019, n. 24, con riferimento in particolare al §10.4.3.

⁽²⁷⁾ L'individuazione di quali interessi abbiano carattere generale è rimessa, in larga misura, ai legislatori nazionali, in quanto ritenuti in una posizione migliore per effettuare tale valutazione. Cfr. *Bäck v. Finland*, 20 luglio 2004, § 53. Tale discrezionalità, tuttavia, è contenuta per effetto del necessario rispetto del principio di proporzionalità (v. *infra* nella successiva nota).

⁽²⁸⁾ Il principio di proporzionalità opera come limite generale alla restrizione dei diritti fondamentali (art. 52, par. 1, Carta di Nizza) e, con riferimento al diritto di proprietà, richiede che venga operato un equo bilanciamento tra il sacrificio privato derivante dall'atto espropriativo e la rilevanza dell'interesse generale che si vuole perseguire. Ne discende un limite alla discrezionalità dei legislatori nazionali nell'identificazione dell'interesse generale (v. nota precedente) e, in ogni caso, un dovere di contenere il sacrificio privato nella misura minima sufficiente al perseguimento di tale interesse. Cfr. sentenze CEDU, *Sporrong and Lönnroth v. Sweden*, 23 settembre 1982, § 13, e *Bäck v. Finland*, 20 luglio 2004, §§ 53-55 e la sentenza CGUE *Bank of Industry and Mine*, 12 maggio 2016, causa C-358/15, punti 55 e 56. Il dovere di riconoscere un congruo indennizzo in favore dei privati sottoposti a espropriazione, benché non espressamente previsto dall'art. 1 del Protocollo n. 1 della CEDU, costituisce una conseguenza diretta dell'applicazione del principio di proporzionalità. Cfr. le sentenze CEDU *The former King of Greece and Others*, 23 novembre 2000, §89; *Bäck v. Finland*, 20 luglio 2004, §§ 57 ss.; anche la Corte costituzionale italiana, già prima delle ripetute condanne delle CEDU all'Italia sul piano della congruità dell'indennizzo, si era orientata nella direzione di legare la misura dell'indennizzo al valore di scambio, cui, invece, per scelta, i costituenti avevano inteso non vincolare il legislatore ordinario (sul tema, ma in senso critico, cfr. S. RODOTÀ, sub art. 42 Cost., in *Commentario della Costituzione, Rapporti economici*, t. II, a cura di G. Branca, 1982, pp. 69 ss. e, ivi, pp. 146 ss. e pp. 182 ss.).

laddove tali meccanismi siano - come accade di regola - finalizzati al perseguimento di obiettivi economici e sociali legittimi connessi con la ristrutturazione dell'indebitamento di un imprenditore o di un privato in crisi ⁽²⁹⁾. La valutazione degli eventuali effetti espropriativi derivanti dall'applicazione di tali meccanismi deve essere posta, secondo i giudici europei, sul piano del valore di mercato delle pretese coattivamente modificate, non su quello del loro valore nominale ⁽³⁰⁾.

Su queste basi la CGUE ha recentemente tracciato i confini della tutela proprietaria dei creditori (e, in termini coincidenti, dei soci) rispetto ai meccanismi concorsuali che prevedono la modifica coattiva delle loro pretese verso un'impresa in crisi al fine di evitare l'insolvenza ⁽³¹⁾. La compatibilità di tali meccanismi con il diritto di proprietà è stata integralmente ricondotta alla necessità che i titolari di pretese non siano privati del valore economico che doveva essere riconosciuto alla pretesa prima dell'intervento. In altri termini,

⁽²⁹⁾ V. *Bäck v. Finland*, 20 luglio 2004, §§ 59-60, relativa a una procedura di ristrutturazione del debito, prevista dall'ordinamento finlandese, volta a evitare l'insolvenza delle persone fisiche («*The debt-adjustment legislation clearly serves legitimate social and economic policies and is not ipso facto an infringement of Article 1 of Protocol No. 1*»).

⁽³⁰⁾ Il "valore nominale" non è considerato un "bene" nella giurisprudenza europea. Conseguentemente, si è escluso che la circostanza che il valore nominale sarebbe rimasto inalterato se si fosse fatto ricorso a una procedura di liquidazione attuativa della responsabilità patrimoniale possa di per sé qualificare come espropriativo l'atto con cui se ne determina coattivamente la modifica (cfr. *Bäck v. Finland*, §69). In merito, si segnala anche la sentenza CGUE, *Degano Trasporti s.a.s.*, 7 aprile 2016, C-546/2016, con la quale la Corte si esprime positivamente circa la compatibilità della disciplina italiana del concordato preventivo, nella parte in cui consente la falcidia di un credito IVA, rispetto all'obbligo a carico degli Stati membri di garantire l'effettiva riscossione delle risorse dell'Unione europea (artt. 4, par. 3, Trattato sull'Unione europea e artt. 2, 250 e 273 della direttiva 2006/112/CE). Sebbene tale pronuncia non affronti la prospettiva della tutela proprietaria del credito, essendo il credito IVA assistito da disposizioni "speciali" di diritto europeo che espressamente lo proteggono da interferenze illegittime, è significativo che la Corte abbia risolto la vicenda argomentando sul piano "sostanziale" della conservazione del valore "reale", escludendo che rilevasse quello "formale" del valore nominale («*La procedura di concordato preventivo appare quindi tale da consentire di accertare che, a causa dello stato di insolvenza dell'imprenditore, lo Stato membro interessato non possa recuperare il proprio credito IVA in misura maggiore*», punto 25).

L'implicita premessa dell'irrelevanza del valore nominale del credito è che - non diversamente da quanto affermato in più occasioni dalla giurisprudenza europea in tema di partecipazione sociale (*ex aliis*, sentenza CEDU, *Olczak v. Poland*, 7 novembre 2002 - si tratta di un bene di secondo grado, la cui reale consistenza non è altro che il riflesso del valore del patrimonio del debitore e degli altri crediti che su questo concorrono per la soddisfazione. In termini simili, seppur con riferimento alla partecipazione sociale, si vedano C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, p. 36, pp. 37 ss. e G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corriere giuridico*, 2015, pp. 1485 ss. e, *ivi*, pp. 1490 ss.

⁽³¹⁾ Si vedano le sentenze *Kotnik* e *Ledra Advertising Ltd*, già citate *supra* alla nt. 24, originate da due ricorsi sollecitati da interventi attuati dal governo sloveno e da quello cipriota, prima del recepimento della BRRD, su alcune banche nazionali in crisi. Malgrado la specialità del contesto, le considerazioni svolte dai giudici europei in queste pronunce sembrano avere - sotto il profilo della tutela proprietaria dei soci e dei creditori - valenza generale.

l'orientamento espresso dalla giurisprudenza europea ha qualificato il principio dell'assenza di pregiudizio come condizione necessaria e sufficiente ai fini del rispetto del diritto di proprietà nei confronti dei creditori che risultano sottoposti, senza il loro consenso, agli effetti di uno strumento di regolazione della crisi d'impresa ⁽³²⁾.

Le implicazioni derivanti da questa ricostruzione dei diritti dei creditori e dei soci nell'ambito dei meccanismi concorsuali alternativi alla liquidazione forzata del patrimonio sono di due tipi.

In primo luogo, i giudici europei escludono che si verifichino effetti espropriativi quando il valore nominale dei crediti (nonché, negli stessi termini, delle partecipazioni sociali) venga ridotto o azzerato senza intaccare il loro effettivo valore di mercato e, quindi, con effetti corrispondenti a un mero adeguamento della "forma" alla "sostanza" della pretesa ⁽³³⁾.

In secondo luogo, non trova tutela nel diritto di proprietà l'interesse dei creditori (e dei soci) a conservare una pretesa avente (non solo lo stesso valore, ma anche) la medesima *natura giuridica* di quella originaria: l'esistenza di un interesse generale apprezzabile sotteso al ricorso agli strumenti di regolazione della crisi a efficacia estesa (v. *supra* § 1) legittima l'espropriazione dei diritti dei soci e dei creditori, a condizione però che venga loro riconosciuto un indennizzo - che può essere composto da qualsiasi "utilità" - il cui valore economico oggettivo risulta almeno pari al valore di mercato del diritto di cui i creditori (o i soci) sono privati ⁽³⁴⁾.

Traslando queste considerazioni sul piano della fenomenologia tipica della ristrutturazione d'impresa, se ne deducono alcune indicazioni. L'alterazione

⁽³²⁾ Tale orientamento risulta in linea con la posizione già in precedenza assunta dal legislatore europeo, che al considerando 50 della direttiva 59/2014, in materia di risanamento e risoluzione delle banche in crisi, ha ricondotto il principio dell'assenza di pregiudizio - in quella sede denominato *no creditor worse off principle* - al necessario rispetto dei diritti di proprietà degli azionisti e dei creditori della banca.

⁽³³⁾ La CEDU ha ritenuto legittime le interferenze causate - nell'ambito di meccanismi di ristrutturazione del debito - ai preesistenti rapporti contrattuali in connessione con l'adeguamento forzoso del valore nominale delle pretese alla loro consistenza economica reale (*Bäck v. Finland*, 20 luglio 2004, §68). Il tradizionale brocardo *pacta sunt servanda* non trova applicazione quando il suo sacrificio risulta funzionale e proporzionato al perseguimento dell'interesse generale sotteso ai meccanismi concorsuali alternativi alla liquidazione forzata del patrimonio.

⁽³⁴⁾ A ben vedere, la possibilità di corrispondere un indennizzo in qualsiasi forma, purché di valore economico pari alla pretesa oggetto di espropriazione, non si pone in contrasto con l'orientamento espresso dalla CEDU secondo cui la tutela a fronte di violazioni del diritto di proprietà dovrebbe porsi, in via principale, sul piano della *restitutio in integrum* (cfr. sentenza *Papamichalopoulos and others v. Greece* del 31 ottobre 1995). I creditori cui sono assegnate azioni in conversione delle loro pretese risultano, infatti, destinatari di un esproprio legittimo della loro pretesa creditori, con conseguente compatibilità del trattamento loro offerto rispetto al diritto di proprietà.

coattiva delle pretese dei creditori e, in termini coincidenti, di quelle dei soci non costituisce espropriazione quando ha soltanto l'effetto di ridefinire giuridicamente la pretesa in termini coincidenti o più vantaggiosi rispetto alla sua sostanza economica (ciò avviene, ad esempio, se il valore nominale è ridotto in misura non superiore a quello di mercato, oppure in caso di dilazione del termine di adempimento non oltre il momento in cui il credito sarebbe stato prevedibilmente soddisfatto in attuazione della responsabilità patrimoniale del debitore) ⁽³⁵⁾. Al contrario, la modifica dei termini per l'esercizio di tali diritti tale da non comportare un semplice riallineamento tra "forma" e "sostanza" (come nel caso, ad esempio, di un lungo riscadenziamento), inclusa la forzosa alterazione qualitativa degli stessi (*in primis*, l'assegnazione coattiva di partecipazioni sociali ai creditori in sostituzione della loro originaria pretesa, l'esclusione dei soci dalla compagine sociale quando la società abbia un patrimonio netto positivo), comporta una limitazione del diritto di proprietà dei creditori e dei soci ⁽³⁶⁾; tale limitazione, per poter essere legittima, deve essere finalizzata al perseguimento di un interesse generale - come, appunto, quello sotteso alla ristrutturazione del debito dell'impresa in crisi - e rispettare il principio dell'invarianza economica (con la conseguenza, nei due casi ipotizzati, che le partecipazioni assegnate in sostituzione di un credito dovranno avere

⁽³⁵⁾ Si ravvisa, sotto questo profilo, un singolare allineamento con l'orientamento consolidato della giurisprudenza di legittimità in tema di concordato preventivo, secondo cui la previsione di un pagamento non immediato dei creditori prelatizi è compatibile con la loro integrale soddisfazione e, dunque, con l'esclusione del loro voto sulla proposta qualora la dilazione imposta pari o inferiore ai «*tempi tecnici di realizzo dei beni gravati in ipotesi di soluzione alternativa al concordato*» devono considerarsi "integralmente soddisfatti" e, pertanto, non sono legittimati a votare sulla proposta (Cass., 9 maggio 2014, n. 10112, in *Foro it.*, 2014, I, 3171, con nota adesiva sul punto di M. FABIANI, *La ricerca di un equilibrio fra poteri del giudice ed interesse delle parti nel concordato preventivo*, I, 3187; negli stessi termini, più recentemente sul tema, cfr. Cass., 23 febbraio 2016, n. 3482).

Nella prospettiva dei diritti dei soci l'adeguamento forzoso del valore nominale della partecipazione alla sua reale consistenza economica è tutt'altro che eterodosso rispetto al quadro normativo consolidato. Si pensi, in particolare, al potere del Tribunale di ridurre con provvedimento giudiziale il capitale sociale previsto, per l'ipotesi in cui i soci non provvedano, dall'art. 2446, co. 2, c.c.

⁽³⁶⁾ Si consideri che la nozione di espropriazione non è circoscritta al solo trasferimento forzoso, diretto o indiretto, della titolarità della prerogativa proprietaria su un bene da un soggetto a un altro, ricorrendo anche in presenza di misure non traslative della titolarità che abbiano l'effetto di svuotare, in tutto o in parte, il contenuto del diritto di proprietà, incidendo profondamente sul diritto del titolare a godere del bene oppure annullandone o riducendone significativamente il valore di scambio (nella giurisprudenza costituzionale nazionale, cfr. Corte Cost. 118/1957 e 6/1966; v. in dottrina, A.M. SANDULLI, *I limiti della proprietà privata nella giurisprudenza costituzionale*, in *Giur. cost.*, 1971, I, pp. 963 ss.; G. SANTANIELLO, *Espropriazione per pubblica utilità (forme anomale)*, in *Enc. dir.*, vol. XV, Milano, 1966, p. 902; L. PALADIN, *Diritto costituzionale*, Padova, 1998, p. 691). In merito, la distinzione tra limiti "conformativi" ed "espropriativi" del diritto di proprietà dipenderebbe dal carattere obiettivo, riferita alla generalità dei soggetti, o specifico della misura ablativa (cfr. A. BALDASSARRE, *Proprietà*, in *Enc. giur.*, Roma, 1991, p. 14

valore almeno pari al valore di mercato del credito convertito e che ai soci esclusi dovrà essere dato un indennizzo monetario non inferiore al valore della partecipazione sociale di cui sono stati privati) ⁽³⁷⁾.

Alla luce di quanto sopra, il nucleo essenziale del diritto di proprietà è racchiuso nel dovere di garantire l'invarianza economica (e non, invece, qualitativa) della posizione di cui sono titolari i soci e i creditori, salva ovviamente la facoltà per il legislatore ordinario di prevedere tutele più intense. Ciò si realizza, nel contesto del diritto della crisi d'impresa, attraverso il principio dell'assenza di pregiudizio che assolve, in uno, a due funzioni: individua le ipotesi in cui il ricorso a uno strumento a efficacia estesa produce effetti espropriativi; definisce in queste ipotesi il valore minimo che devono avere le "utilità" diverse attribuite a coloro (creditori o soci) che subiscono gli effetti espropriativi, affinché non vi sia una violazione del diritto di proprietà.

L'impostazione descritta, cui aderisce la giurisprudenza europea, offre terreno fertile per la più ampia tendenza – riscontrabile nell'ordinamento nazionale ed europeo – verso la riduzione delle ipotesi di tutela in forma specifica (o "invalidante) dei diritti soggettivi, che attribuiscono al titolare il potere di impedire qualsiasi interferenza con il godimento del suo diritto, in favore di forme di tutela per equivalente (o "risarcitoria"), che attribuiscono al titolare solo il diritto a essere tenuto indenne delle conseguenze dannose delle interferenze illegittime ⁽³⁸⁾.

⁽³⁷⁾ Senza pretendere di affrontare in questa sede il tema della natura prevalentemente reale o obbligatoria dei diritti sociali, si nota che l'orientamento della giurisprudenza europea – assimilando la tutela proprietaria dei soci e dei creditori e proteggendo la sola dimensione del valore economico delle loro pretese – offre indicazioni a sostegno della tesi secondo cui anche la partecipazione sociale ha natura essenzialmente obbligatoria. Sul tema, si rinvia a C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi, La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, pp. 67 ss. e, in specie, p. 73.

⁽³⁸⁾ L'accresciuta rilevanza delle forme di tutela per equivalente si riconduce alla diffusa considerazione che l'esigenza di contemperare molteplici interessi diversi spesso fra loro confliggenti, tipica della società e dell'economia moderna, mal si concilia con l'assolutezza della tutela demolitoria. Tracce di questa linea evolutiva dell'ordinamento si ravvisano nel diritto societario italiano ed europeo (si pensi, ad esempio, alla tutela dei diritti sociali prevista dalla disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento, che attribuisce un diritto al risarcimento del pregiudizio subito nella misura del danno «arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale», o alla disciplina, attuativa della direttiva 2004/25/CE, della c.d. *breakthrough rule* prevista dall'art. 104-bis TUF e, soprattutto, del c.d. *squeeze-out* ai sensi dell'art. 111 TUF). Sul tema, si rinvia a C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, pp. 67 ss. e, in specie, p. 73; L. ENRIQUES, A. ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, pp. 1 ss.; A. NIGRO, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, in questa *Rivista*, 2004, pp. 881 ss.

Analogo fenomeno si riscontra altresì nel contesto dell'ordinamento concorsuale, come osservato da M. FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Milano, 2009, p. 224, nt. 224 e G. TERRANOVA, *Le procedure concorsuali*, cit., pp. XI ss., che riferisce di un «sostanziale ridimensionamento dei poteri e delle immunità, che costituiscono il tradizionale contenuto dei diritti

In una prospettiva più specifica, la ricostruzione degli effetti ultra-contrattuali degli strumenti a efficacia estesa come atti potenzialmente ablativi del diritto di proprietà dei soci e dei creditori determina importanti ricadute sul piano della loro legittimità costituzionale, cui sono dedicati i prossimi paragrafi.

5. Il presupposto oggettivo per il ricorso agli strumenti a efficacia estesa

I recenti interventi del legislatore italiano ed europeo sono accomunati da un crescente accento sulla pre crisi emersione e gestione della crisi d'impresa⁽³⁹⁾. Tale indirizzo normativo poggia sulla diffusa e fondata convinzione che l'anticipazione del momento in cui viene affrontata la crisi abbia un positivo effetto sulle possibilità di successo del tentativo di risanamento.

L'arretramento costante del presupposto oggettivo per il ricorso ai meccanismi concorsuali alternativi alla liquidazione giudiziale ha reso possibile imporre un sacrificio ai creditori, senza il loro consenso, in una fase anteriore al momento in cui si verifica la cessazione irreversibile dei pagamenti, quando

soggettivi» portando l'esempio del «cram-down (o bail-in in campo bancario), nel quale la pretesa del creditore viene autoritativamente ridotta nell'ammontare, modificata nella scadenza, o addirittura cancellata – sulla base di stime patrimoniali e di piani di ristrutturazione aziendale – nonostante il dissenso del diretto interessato, il quale, talvolta, non viene neppure consultato» (p. 9).

In questo l'ambito, l'apertura a forme di tutela per equivalente conseguente alla dalla lettura del diritto di proprietà fornita dalla giurisprudenza europea trova riscontro, altresì, nella recente direttiva 1023/2019 (PRD), in materia di ristrutturazione preventiva, che all'art. 16, par. 3, pone agli Stati membri l'alternativa, in sede di recepimento, tra prevedere che l'accoglimento dell'impugnazione avverso il provvedimento giudiziale di omologazione di un piano (i) privi di effetti lo stesso, oppure (ii) dia il diritto al risarcimento dei soggetti danneggiati (ad esempio, i creditori rispetto ai quali si accerti una violazione del principio dell'assenza di pregiudizio), con o senza una conseguente modifica del piano. La scelta di prevedere un risarcimento in favore dei soci o dei creditori non aderenti in caso di accertamento di un pregiudizio – in luogo di impedire che la ristrutturazione abbia effetto (come accade nel concordato preventivo o nell'accordo di ristrutturazione a efficacia estesa) – è propria della disciplina della risoluzione bancaria (dove trae origine anche dalla necessità di proteggere, tramite la ristrutturazione, l'interesse pubblico alla stabilità del sistema finanziario e si avvale di un fondo di risoluzione, costituito con risorse esterne, per corrispondere gli indennizzi, v. *supra* nt. 12).

⁽³⁹⁾ La Raccomandazione della Commissione europea del 12 marzo 2014 enuncia, come primo obiettivo, quello di garantire la possibilità alle imprese di «*ristrutturarsi in una fase precoce in modo da evitare l'insolvenza, massimizzandone pertanto il valore totale per creditori, dipendenti, proprietari e per l'economia in generale*». Tale obiettivo è stato poi sviluppato dalla direttiva 1023/2019, il cui fine è quello di prevedere quadri normativi nazionali armonizzati che consentano «*di ristrutturarsi efficacemente in una fase precoce e prevenire l'insolvenza e quindi evitare la liquidazione di imprese sane*» (considerando nn. 1 e 2). In ambito nazionale, il contributo più originale del Codice della crisi e dell'insolvenza, rispetto al quadro normativo previgente, sembra da collocarsi proprio sul piano della tempestiva emersione della crisi, tramite la previsione di obblighi organizzativi interni di *corporate governance* e un articolato sistema di allerta (sul tema, si rinvia a P. BENAZZO, *Il Codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in questa *Rivista*, 2019, pp. 274 ss.; M. PERRINO, *Crisi di impresa e allerta: indici, strumenti e procedure*, in *Aa.Vv., La nuova disciplina delle procedure concorsuali. In ricordo di Michele Sandulli*, Torino, 2019, pp. 532 ss.).

questa appare meramente probabile. Occorre tuttavia valutare sino a che punto è possibile spingere in avanti lo sguardo per accertare la sussistenza di una probabilità di futura insolvenza dell'impresa.

A tal proposito, l'introduzione di una nozione di «*crisi*» nel CCI, da leggere in combinazione con quelli che sono identificati come «*indicatori della crisi*», consente di ricavare alcune indicazioni, ma lascia anche degli aspetti irrisolti ⁽⁴⁰⁾. Il riferimento all'esistenza attuale di una situazione di difficoltà economico-finanziaria, da porre in collegamento il verificarsi di oggettivi squilibri, rende possibile l'accesso ai meccanismi concorsuali solo in presenza di criticità comprovabili che denotino una probabilità di insolvenza più accentuata di quella cui, comunemente, sono soggette tutte le imprese. Dall'altro lato, il legislatore qualifica espressamente l'insostenibilità prognostica del debito quale ipotesi che denota uno stato di crisi, precisando che la valutazione deve riferirsi «*almeno*» ai sei mesi successivi; ciò con il risultato di ammettere che anche un disallineamento dei flussi di cassa più distante nel tempo possa integrare il presupposto oggettivo per il ricorso a uno strumento di regolazione della crisi s'impresa.

È opinione diffusa che il contributo fondamentale al superamento delle residue incertezze sul perimetro effettivo della nozione di crisi potrà provenire dalle scienze aziendalistiche. Occorre tuttavia tenere conto della prospettiva giuridica con riferimento al limite massimo oltre il quale lo stato di crisi non può essere anticipato, se non al costo di violare il diritto di proprietà dei creditori.

Gli effetti potenzialmente ablativi derivanti dal ricorso agli strumenti a efficacia estesa, laddove essi siano impiegati non soltanto per ridefinire giuridicamente la pretesa alla luce della sua consistenza economica (v. *supra* § 4), ne subordinano l'utilizzo al perseguimento di un interesse di carattere generale, senza che con ciò venga causato un sacrificio sproporzionato degli interessi privati. Tale interesse generale è da ravvisarsi, come evidenziato *supra* nel § 1, nell'opportunità di assicurare una migliore conservazione della ricchezza rispetto a quanto consentito dall'attuazione della responsabilità patrimoniale per mezzo del tradizionale meccanismo della liquidazione forzata del patrimonio.

⁽⁴⁰⁾ L'art. 2, co. 1, lett. a, CCI definisce la crisi come «*lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate*». Sono poi qualificati come «*indicatori della crisi*» gli «*squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario*» (art. 13, co. 1, CCI). La definizione di crisi fornita dal Codice della crisi è più completa dell'enigmatica espressione della legge fallimentare, secondo cui «*per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza*» (art. 160, co. 3, l.f.).

In merito, la PRD si limita a richiedere, quale presupposto oggettivo dello strumento concorsuale che dovrà essere previsto dagli Stati membri in attuazione della stessa, la sussistenza di una «*probabilità di insolvenza*» (art. 1, par. 1, lett. a), non di mere difficoltà finanziarie (cfr. considerando n. 24), per la quale si rinvia alla definizione che ne viene data dal diritto nazionale (art. 2, par. 2).

Se ne deve dedurre che la linea evolutiva dell'ordinamento concorsuale verso l'anticipazione del momento in cui si verifica lo stato di crisi trova dunque un limite inderogabile. Tale limite esclude che sia consentito il ricorso agli strumenti a efficacia estesa rispetto a un'impresa che, in assenza di una ristrutturazione del debito, potrebbe comunque ragionevolmente soddisfare tempestivamente i suoi creditori (ad esempio, se il previsto disallineamento dei flussi di cassa è sufficientemente distante nel tempo da rendere ragionevole, anche alla luce delle condizioni patrimoniali dell'impresa, il reperimento delle risorse finanziarie necessarie per farvi fronte). In questo tipo di ipotesi, infatti, non può dirsi sussistente un interesse generale ad evitare la distruzione dei valori organizzativi conseguente all'attuazione della responsabilità patrimoniale per mezzo della liquidazione forzata del patrimonio.

6. La definizione del principio dell'assenza di pregiudizio: il parametro di comparazione

Il principio dell'assenza di pregiudizio, in quanto proiezione del diritto di proprietà nei meccanismi concorsuali alternativi alla liquidazione giudiziale, deve essere disciplinato in modo da assicurare il pieno rispetto della tutela proprietaria dei creditori e dei soci.

In virtù del meccanismo mediante il quale il principio opera, consistente in una comparazione tra scenari (quello reale della ristrutturazione e quello dell'attuazione della responsabilità patrimoniale), il livello di tutela effettivamente assicurato ai creditori e ai soci dipende dallo scenario, alternativo alla ristrutturazione, individuato come "parametro di comparazione". È infatti attraverso tale scenario e i suoi prevedibili effetti per i creditori e soci che, *per relationem*, si riempie di contenuto il principio dell'assenza di pregiudizio, fissando la soglia minima di trattamento economico inderogabile.

Ai fini della corretta definizione del parametro di comparazione per l'applicazione del principio dell'assenza di pregiudizio, non sembra possibile ricavare elementi attendibili dai descritti orientamenti giurisprudenziali europei (v. *supra* § 4). Laddove tale parametro è stato esplicitato, infatti, i giudici europei hanno fatto riferimento alla sola liquidazione atomistica del patrimonio dell'impresa, in attuazione della procedura di liquidazione concorsuale applicabile; tuttavia, ciò è accaduto in un contesto - quello delle crisi bancarie - in cui le peculiarità delle vicende decise rendevano, già in astratto, non ragionevole immaginare il verificarsi scenari alternativi alla liquidazione atomistica in assenza di intervento ⁽⁴¹⁾.

⁽⁴¹⁾ Occorre considerare che nel contesto delle crisi bancarie, da un lato, la continuazione dell'attività d'impresa è quasi impossibile facendo mera applicazione (senza adattamenti e correttivi normativi *ad hoc*) della procedura ordinaria di attuazione concorsuale della

È dunque possibile domandarsi se il parametro di comparazione debba ricomprendere, oltre alla liquidazione atomistica, anche scenari diversi laddove configurino, in base alle circostanze concrete del caso, l'alternativa più ragionevole alla ristrutturazione. A tale interrogativo sembra inevitabile rispondere positivamente: la dimensione sostanziale (e non formale) del diritto di proprietà, così come interpretato anche dai giudici europei (v. *supra* § 4), e con la matrice storica degli strumenti di regolazione della crisi, quali alternative ai meccanismi di attuazione della responsabilità patrimoniale (v. *supra* § 1), impongono una tutela assoluta del valore economico che i creditori avrebbero potuto ottenere in via autonoma, senza fare affidamento sulla collaborazione del debitore, per mezzo dei meccanismi di attuazione della responsabilità patrimoniale. Nel caso in cui tali meccanismi prevedano modalità di liquidazione del patrimonio del debitore diverse e, nel caso concreto, più efficaci rispetto a quella di stampo atomistico (ad esempio, la cessione in blocco dell'azienda) e queste appaiano possibili anche in assenza di collaborazione del debitore, esse devono poter contribuire a definire la soglia minima di tutela prevista in applicazione del principio dell'assenza di pregiudizio.

Diversamente, non si ritiene che lo scenario della continuazione dell'attività economica da parte dell'impresa in crisi – in quei rarissimi casi in cui appaia, in base alle circostanze, l'alternativa più probabile alla mancata ristrutturazione – debba necessariamente ricomprendersi nel parametro di comparazione. Laddove ciò si ritenesse necessario, infatti, si finirebbe per attribuire ai creditori un diritto assoluto ad appropriarsi del plusvalore economico associato alla prosecuzione dell'impresa in crisi, indisponibile anche per il legislatore ordinario, il cui ineludibile contraltare è il riconoscimento di un obbligo del debitore, di pari grado gerarchico, in crisi di proseguire la sua attività d'impresa che – oltre a non trovare alcun riscontro nell'ordinamento – si porrebbe in contrasto con la libertà costituzionale di iniziativa economica ⁽⁴²⁾. A ciò va

responsabilità patrimoniale (esemplificativa, in merito, la vicenda che ha riguardato Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca, le cui aziende sono state cedute in continuità, immediatamente dopo la loro sottoposizione a liquidazione coatta amministrativa, solo grazie alle modifiche della disciplina ordinaria previste d'urgenza con il d.l. 25 giugno 2017, n. 99, conv. l. 31 luglio 2017, n. 121); dall'altro lato, la liquidazione coatta amministrativa non richiede l'accertamento dell'insolvenza, potendo essere disposta anche in presenza di un mero rischio di dissesto (art. 17, co. 1 e 2, d.lgs. n. 180/2015). Tutto ciò con la conseguenza che, nelle vicende decise dalla CGUE con le sentenze *Kotnik* e *Ledra Advertising* (v. *supra* nt. 24), non era nemmeno astrattamente ipotizzabile, quale alternativa all'intervento pubblico, uno scenario diverso dalla liquidazione concorsuale su base atomistica del patrimonio della banca.

⁽⁴²⁾ La libertà di iniziativa economica – riconosciuta all'art. 41 della Costituzione italiana e all'art. 16 della Carta di Nizza – si declina non solo positivamente come libertà di intraprendere o proseguire un'attività economica lecita, ma anche in un'accezione negativa come libertà di non vedersi imposto l'esercizio di un'attività d'impresa o il divieto di abbandonare il mercato. Al riguardo, si veda anche F. D'ALESSANDRO, *La crisi d'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti*

aggiunto che, sotto il profilo pratico, la previsione normativa di un parametro di comparazione che includa anche la continuazione dell'attività economica da parte dell'impresa non ristrutturata – ammissibile quale forma di tutela più intensa dei creditori rispetto a quanto richiesto dal diritto di proprietà – avrebbe rilevanza marginale, stante il limite all'anticipazione del presupposto oggettivo per il ricorso agli strumenti a efficacia estesa, di cui si detto *supra* al § 5. Quanto appena osservato, è bene porlo in luce, definisce il profilo minimo della tutela dei creditori imposto dal diritto di proprietà, essendo il legislatore libero di intensificare tale tutela anche prevenendo, in ipotesi, che anche la continuazione dell'attività d'impresa rientri nel parametro di comparazione.

In sostanza, il principio dell'assenza di pregiudizio, nella sua estensione minima imposta dal diritto di proprietà, richiede che ciascun socio o creditore “dissenziente” riceva un trattamento economico almeno pari a quello che gli sarebbe spettato nello scenario attuativo della responsabilità patrimoniale più probabile. Tale scenario può, a seconda delle circostanze, coincidere con (i) la liquidazione giudiziale, all'interno della quale si può ipotizzare venga disposta la cessione atomistica del patrimonio dell'impresa, il trasferimento in blocco dell'azienda o di suoi rami della stessa e, adesso, la soddisfazione dei creditori (anche) mediante operazioni di riorganizzazione societaria ⁽⁴³⁾, oppure (ii) la prospettiva dell'attuazione individuale della responsabilità patrimoniale da parte dei creditori sul patrimonio della società in liquidazione *in bonis* ⁽⁴⁴⁾.

terapeutici, in *Giur. comm.*, 2001, I, pp. 411 ss. e, ivi, p. 417; G. OPPO, *L'iniziativa economica*, in *Scritti giuridici*, vol. I, Padova, 1992, p. 31; V. BUONOCORE, *Iniziativa economica privata e impresa*, in *Iniziativa economica e impresa nella giurisprudenza costituzionale*, a cura di V. Buonocore, Napoli, 2007, pp. 16 ss.

⁽⁴³⁾ Con la recente riforma, sono stati attribuiti al curatore il potere di surrogarsi nell'assemblea dei soci e deliberare gli «atti e le operazioni riguardanti l'organizzazione e la struttura finanziaria della società» (art. 264 CCI). Nell'esercizio di questi poteri il curatore può, ad esempio, prevedere di soddisfare tutti o alcuni creditori tramite la conversione delle loro pretese in azioni, in ipotesi anche seguendo uno schema simile a quello del *bail-in* bancario.

⁽⁴⁴⁾ Lo scenario di un'attuazione individuale della responsabilità patrimoniale rileva quale parametro di comparazione solo nel caso – prevalentemente teorico, ma possibile – in cui la mancata ristrutturazione dell'impresa non determinerebbe, anche assumendo una prospettiva di cessazione dell'attività, una situazione di incapacienza patrimoniale. Come osservato, infatti, non è possibile assumere l'esistenza di un obbligo di continuazione dell'attività da parte dell'imprenditore in crisi (v. *supra* testo e nt. 42), con la conseguenza che il parametro di comparazione – in assenza di diversa previsione espressa del legislatore – deve essere riferito soltanto a scenari alternativi liquidatori.

Si potrebbe obiettare che l'ipotesi dell'attuazione individuale della responsabilità patrimoniale, ove rappresenti lo scenario più probabile, non differisca negli esiti per i creditori dalla sottoposizione dell'impresa alla procedura di liquidazione giudiziale. In entrambi i casi, se il patrimonio è capiente, i creditori riceverebbero una soddisfazione integrale. Questa considerazione trascura tuttavia che l'acquisto di beni da una procedura concorsuale non consente di ridurre il costo per l'acquirente dell'asimmetria informativa che sconta rispetto al venditore per mezzo della previsione contrattuale di garanzie, con l'effetto di consentire

Sul punto, la disciplina introdotta con il Codice della crisi non appare del tutto allineata rispetto alla tutela proprietaria dei creditori. Il parametro di comparazione per l'applicazione del principio dell'assenza di pregiudizio – che la legge fallimentare identificava facendo riferimento alle «*alternative concretamente praticabili*» – è stato modificato, facendo adesso riferimento, in modo diretto ed esclusivo, allo scenario della liquidazione giudiziale ⁽⁴⁵⁾. Tale scelta del legislatore, che ha recepito il prevalente orientamento formatosi nel vigore della legge fallimentare, semplifica l'applicazione del principio dell'assenza di pregiudizio, ma ha l'effetto di escludere, senza eccezioni, la rilevanza dello scenario alternativo di attuazione individuale della responsabilità patrimoniale ⁽⁴⁶⁾. Benché il concreto verificarsi di tale scenario non sia probabile, almeno nella maggioranza dei casi (richiedendo che il patrimonio del debitore, in una prospettiva di liquidazione, resti capiente), la sua esclusione *ex lege* dal novero degli scenari alternativi rilevanti crea lo spazio per ipotesi, rare ma pur sempre possibili, di illegittimo esproprio di alcuni creditori ⁽⁴⁷⁾.

realizzi inferiori rispetto al prezzo di vendita degli stessi beni al di fuori di una procedura concorsuale (cfr. G. TERRANOVA, *Le procedure concorsuali*, cit., p. 145 ss.).

⁽⁴⁵⁾ Il Codice della crisi richiede infatti che «*i creditori [...] non aderenti cui vengono estesi gli effetti [...] possano risultare soddisfatti [...] in misura non inferiore rispetto alla liquidazione giudiziale*» (art. 61, co. 2, lett. d, per l'accordo di ristrutturazione ad efficacia estesa; in termini sostanzialmente coincidenti, cfr. art. 62, co. 2, lett. c, per la convezione di moratoria, e art. 112, co. 1, per il concordato preventivo).

La locuzione «*alternative concretamente praticabili*» (ri)compare nel Codice della crisi soltanto all'art. 245, co. 5, in relazione al concordato nella liquidazione giudiziale. In quest'ambito, tuttavia, l'espressione non pone particolari problemi di tipo applicativo, essendo l'impresa già stata sottoposta a liquidazione giudiziale e, quindi, risultando inevitabile limitare i possibili scenari alternativi alla prospettiva di una liquidazione concorsuale del patrimonio.

⁽⁴⁶⁾ Il tenore letterale della locuzione «*alternative concretamente praticabili*» è tale da includere anche l'eventuale prospettiva di una continuazione dell'attività dell'impresa, non ristrutturata, ove questa fosse stata concretamente possibile. Gli inconvenienti pratici connessi all'applicazione di un parametro di comparazione così ampio, nonché la quasi assoluta irrilevanza concreta degli scenari alternativi diversi dal fallimento, hanno spinto la prevalente dottrina e giurisprudenza, nel vigore della legge fallimentare, a superare il dato testuale normativo e ricondurre la locuzione «*alternative concretamente praticabili*» esclusivamente allo scenario della liquidazione fallimentare dell'impresa. Per i riferimenti dottrinali e giurisprudenziali sul tema, si veda *supra* nt. 12.

⁽⁴⁷⁾ Soprattutto se si tiene conto dell'anticipazione del presupposto oggettivo per l'accesso ai meccanismi concorsuali alternativi a un momento anteriore all'insolvenza (v. *supra* § 5), la perdita della continuità aziendale può rivelarsi, in concreto, compatibile con una liquidazione *in bonis* dell'impresa in crisi. A ciò si aggiunga che, anche quando la società presenti un patrimonio netto contabile negativo, la presenza di attivi non contabilizzati o di plusvalori latenti può generare un netto patrimoniale “reale” positivo (cfr. F. GUERRERA, *La ricapitalizzazione “forzosa” delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, in *Dir. fall.*, 2016, p. 428).

Nel caso in cui il patrimonio sia capiente, l'incapacità dell'impresa di adempiere tempestivamente ai suoi debiti non integra il presupposto dell'insolvenza se è stata cessata l'attività e avviata la liquidazione *in bonis*. Ciò è conseguenza del consolidato orientamento

Questo profilo di potenziale illegittimità del Codice della crisi risulta, ad ogni modo, destinato a essere superato, al più tardi, in occasione del recepimento della PRD. Essa infatti pone agli Stati membri l'alternativa tra definire il parametro di comparazione: (i) come lo scenario di una liquidazione dell'impresa in crisi, atomistica o in continuità in base alle concrete circostanze del caso, senza limitarla al contesto della procedura d'insolvenza, oppure (ii) come il «migliore scenario possibile in ipotesi di mancata omologazione del piano di ristrutturazione» (art. 2, par. 1, n. 6) ⁽⁴⁸⁾. Qualora la scelta cada sulla prima opzione, il trattamento assicurato ai creditori deve essere raffrontato esclusivamente con lo scenario alternativo più probabile di tipo liquidatorio (concorsuale o, se ne ricorrono i presupposti fattuali, *in bonis*); nella seconda ipotesi, vi sarebbe un innalzamento del livello di tutela dei soci e creditori, rispetto al minimo imposto dal rispetto del diritto di proprietà, attribuendosi rilevanza anche all'eventuale scenario di continuazione dell'impresa, quando questo appaia probabile ⁽⁴⁹⁾. In entrambi i casi, la direttiva assicura ai creditori e ai soci un livello di tutela compatibile con il diritto di proprietà, escludendo che i legislatori nazionali possano identificare il parametro di comparazione nella sola liquidazione concorsuale (con esclusione, dunque, della liquidazione *in bonis*, anche quando questa appaia lo scenario alternativo più probabile).

7. (Segue) *La tutela proprietaria dei soci*

Si è già avuto modo di constatare come la tutela assicurata dal diritto di proprietà garantisca, in termini corrispondenti, tutti i titolari di pretese verso un'impresa in crisi, siano essi creditori o soci (v. *supra* § 4).

Se ne dovrebbe dedurre che i soci, al pari dei creditori, sono tutelati dal principio dell'assenza di pregiudizio rispetto a qualsiasi modifica coattiva dei loro diritti in caso di ristrutturazione di una società in crisi. Senonché gli strumenti di regolazione della crisi d'impresa a efficacia estesa, sino in tempi recenti, non

secondo cui, in caso di perdita della continuità aziendale, l'insolvenza non deve essere valutata sul piano finanziario, ma sul piano patrimoniale.

⁽⁴⁸⁾ L'attribuzione agli Stati membri della possibilità di scegliere tra uno di questi di parametri di comparazione risulta, con maggiore chiarezza, dal considerando 52 della direttiva, ove si legge che «Il superamento della verifica del «migliore soddisfacimento dei creditori» dovrebbe essere intesa in modo tale che nessun creditore dissenziente esca dal piano di ristrutturazione svantaggiato rispetto a come uscirebbe in caso di liquidazione, sia essa una liquidazione per settori o una vendita dell'impresa in regime di continuità aziendale, oppure nel caso del migliore scenario alternativo possibile se il piano di ristrutturazione non dovesse essere omologato. Gli Stati membri dovrebbero poter scegliere fra queste soglie al momento di attuare la verifica del migliore soddisfacimento dei creditori nel diritto nazionale» (sottolineatura aggiunta).

⁽⁴⁹⁾ Tale opzione coincide con quella prevista, sul piano letterale, dalla legge fallimentare utilizzando l'espressione «*alternative concretamente praticabili*» per indicare il parametro di comparazione per l'applicazione del principio dell'assenza di pregiudizio (si veda però *supra* nt. 46, per l'interpretazione che nella prassi si è accreditata di tale locuzione).

consentivano di modificare coattivamente la posizione giuridica dei soci, ricalcando in questo fedelmente l'impostazione tradizionale del diritto concorsuale – modellata sulla contrapposizione tra debitore e creditori tipica della struttura dell'obbligazione – che pone i diritti dei soci fuori dal suo raggio di azione e sotto l'egemonia assoluta del diritto societario ⁽⁵⁰⁾.

La conseguenza di tale approccio – che ha resistito fino al 2015 anche sulla scorta di presunti limiti europei alla sottrazione di prerogative assembleari nelle società per azioni ⁽⁵¹⁾ – è che le ristrutturazioni, quando contemplavano una riorganizzazione societaria, esigevano un coordinamento con le norme di diritto societario (in particolare, con il procedimento assembleare) ⁽⁵²⁾. Le modifiche organizzative previste nell'ambito di una ristrutturazione societaria si ponevano, pertanto, a seconda dei casi, quali presupposti anteriori all'approvazione e omologazione dello strumento di regolazione della crisi oppure quali sue successive condizioni di fattibilità, non potendo mai, in ogni caso, esserne un effetto diretto. Coerentemente con questa impostazione, i soci non sono qualificati dall'ordinamento come destinatari della proposta o dell'accordo suscettibile di produrre effetti vincolanti per i non aderenti, né è loro richiesto di esprimersi in ordine al loro contenuto.

Il necessario ricorso alle modalità consuete previste dall'ordinamento societario per la modifica dei diritti dei soci escludeva, dunque, che si ponesse una specifica esigenza di tutela nel contesto delle ristrutturazioni societarie. I soci

⁽⁵⁰⁾ Così anche G. FERRI jr, *Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell'impresa alla luce di una recente proposta di direttiva europea*, in *Dir. fall.*, 2018, pp. 531 ss. e, ivi, p. 533, il quale rileva come i soci siano conseguentemente confinati in un «cono d'ombra non solo normativo, ma concettuale» nell'ambito delle ristrutturazioni societarie.

⁽⁵¹⁾ La c.d. Seconda Direttiva (dir. 77/91/CEE, adesso rifiuta nella dir. 2017/1132/UE) attribuisce ai soci di una società per azioni il potere esclusivo di decidere, in sede assembleare, eventuali operazioni sul capitale sociale e limita i casi di esclusione del diritto di opzione in caso di aumento di capitale. L'applicazione di tale disciplina anche alle crisi societarie porrebbe limiti insormontabili all'attribuzione, per legge, di un'efficacia diretta del concordato preventivo sul capitale sociale e, in generale, sulla struttura societaria di una società per azioni. Tuttavia, dopo un primo momento in cui era prevalso l'orientamento volto a riconoscere l'applicabilità della disciplina anche in tale ambito (cfr. le sentenze CGUE, *Pafitis*, 12 marzo 1996, C-441/93; *Syndesmos Melon*, 24 marzo 1992, C-381/89; *Karella*, 30 maggio 1991, C-19/90 e C-20/90, la cui rilevanza in una prospettiva generale sembra stata, in passato, sopravvalutata), tale orientamento già da tempo appariva recessivo e, con le sentenze *Kotnik* e *Dowling* della CGUE, ha subito un ulteriore appannamento (sia consentito rinviare a I. DONATI, *L'incerto bilanciamento dei diritti degli azionisti e dei creditori nella capitalizzazione forzata dei crediti*, in *RDS*, 2017, pp. 1104 ss.). Qualsiasi dubbio in merito sembra, ad ogni modo, essere superato adesso dalla PRD che, modificando l'art. 84 della dir. 2017/1132/UE, ha previsto che gli Stati membri possano derogare alla previsione della Seconda Direttiva nella misura necessaria a consentire il corretto funzionamento dei meccanismi di ristrutturazione preventiva, i cui effetti devono potersi produrre anche sul piano delle riorganizzazioni societarie.

⁽⁵²⁾ Cfr. F. GUERRERA, M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in questa *Rivista*, 2008, pp. 17 ss. e, ivi, p. 31.

risultavano comunque tutelati, anche rispetto al loro diritto di proprietà, secondo le modalità e nei termini comunemente previsti dal diritto societario e non vi è spazio, dunque, per l'applicazione del principio dell'assenza di pregiudizio⁽⁵³⁾. Di questa impostazione si intravedono chiaramente i segni nelle previsioni del Codice della crisi (e, prima, della legge fallimentare) che, nelle scarse disposizioni dedicate al principio dell'assenza di pregiudizio (v. *supra* § 2), riferisce la relativa tutela ai soli "creditori" (cfr. artt. 61, co. 2, lett. d, 85, co. 6, 112, co. 1, CCI).

La coerenza sistematica dell'assetto descritto è tuttavia venuta meno – con riferimento al concordato preventivo – a seguito della previsione di un meccanismo di esecuzione forzata in forma specifica delle deliberazioni assembleari previste dal piano di concordato preventivo omologato presentato dalla società o, tramite una proposta concorrente con quella del debitore, da un'aliquota significativa di creditori⁽⁵⁴⁾. Ciò ha reso possibile dare attuazione a un concordato "riorganizzativo" senza dover conseguire un coordinamento con l'iter decisionale endosocietario. In caso di mancato spontaneo adempimento da parte della società, infatti, il tribunale nomina un amministratore giudiziario dotato del potere di sostituirsi all'organo amministrativo e/o a quello

⁽⁵³⁾ Il tema delle forme di tutela del diritto di proprietà dei soci previste dall'ordinamento societario non può essere affrontato in questa sede. Pertanto, ci si limita qui solo a notare che, nel sistema delle società di capitali, è il diritto di recesso a costituire il rimedio generale offerto a ciascun socio per l'ipotesi in cui gli sia imposta, senza il suo individuale consenso, una modifica potenzialmente lesiva dei suoi diritti sociali: l'esercizio del recesso, infatti, assicura al socio il valore economico effettivo della propria partecipazione, con ciò garantendo il rispetto del diritto di proprietà. In merito alla funzione di tutela della proprietà dei soci cui assolve il diritto di recesso nelle società di capitali, si veda M. MAUGERI, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in questa *Rivista*, 2016, pp. 991 ss. La tutela proprietaria dei soci è poi assicurata, in casi specifici, con modalità diverse dal recesso, comunque idonee a garantire il diritto individuale del socio a conservare il valore economico della sua pretesa verso la società (si pensi, ad esempio, alla disciplina del diritto di opzione, che impone in caso di sua esclusione o limitazione la tendenziale coincidenza tra prezzo di emissione e valore di mercato delle azioni di nuova emissione, o alla tutela risarcitoria dell'azionista che non sia titolare di una partecipazione sufficiente a legittimarlo all'impugnazione di una deliberazione assembleare annullabile).

⁽⁵⁴⁾ In origine, tale meccanismo è stato previsto all'art. 185, co. 6, l.f. (come modificato dal d.l. n. 83/2015, conv. in l. n. 132/2015) per le sole deliberazioni di aumento del capitale sociale previste da una proposta "concorrente" formulata dai creditori titolari di almeno il dieci per cento dei crediti (art. 163, co. 4, l.f., sempre modificato dal d.l. n. 83/2015, conv. in l. n. 132/2015), con esclusione, dunque, della possibilità di dare esecuzione in forma specifica alla proposta presentata dalla società (ma, sul punto, il dissenso in dottrina era ampio). Il legislatore della recente riforma ha sostanzialmente riprodotto all'art. 118, co. 6, CCI i termini di tale disposizione, con poche innovazioni (v. anche nt. 59) tra cui l'ampliamento dell'ambito di operatività di questo meccanismo a tutte le deliberazioni genericamente di competenza assembleare previste da qualsiasi piano di concordato omologato, indipendentemente dal fatto che provenga dai creditori o dagli amministratori della società (ma, di diverso avviso, G. FERRI jr, *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, in questa *Rivista*, 2019, pp. 233 ss. e, ivi, pp. 245 ss., che ritiene che il meccanismo di esecuzione forzata dei concordati riorganizzativi continuerebbe a essere riferito alle sole proposte concorrenti).

assembleare, a seconda delle esigenze, e di porre in essere, in loro vece, tutti gli atti necessari all'adozione delle deliberazioni previste dal concordato (tra cui anche la convocazione dell'assemblea dei soci e l'esercizio del voto nella stessa).

L'introduzione di tale disciplina si spiega con la condivisibile esigenza di neutralizzare il potere di veto dei soci rispetto a ipotesi di ristrutturazione che, incidendo anche sul piano dell'organizzazione societaria, possono consentire una migliore conservazione del valore del patrimonio sociale ⁽⁵⁵⁾. All'introduzione di questa disciplina sarebbe, tuttavia, stato logico accompagnare anche un ripensamento complessivo della posizione dei soci nel contesto del concordato preventivo (se non di tutti gli strumenti di regolazione della crisi a efficacia estesa). Se infatti resta vero – da un punto di vista puramente formale – che il concordato non produce effetti diretti sulla posizione giuridica dei soci (sono i soci a deliberare qualsiasi modifica o, in difetto, l'amministratore giudiziario in loro rappresentanza), è innegabile che – sul piano sostanziale, che è certamente quello su cui si misura il rispetto del diritto di proprietà – è il concordato preventivo ad imporre un'alterazione coattiva dei diritti dei soci.

L'*escamotage* ideato dal legislatore – che ricalca la soluzione adottata nell'ordinamento francese con la nomina di un *mandataire en justice* ⁽⁵⁶⁾ – non impedisce di concludere che i soci, nella sostanza, risultano vincolati dagli effetti di un concordato preventivo "riorganizzativo", non potendo agli stessi in alcun

⁽⁵⁵⁾ Il riconoscimento di un simile potere di veto attribuisce ai soci una rendita di posizione, consentendo loro di "estrarre" valore a discapito dei creditori dietro la minaccia di impedire una ristrutturazione che consentirebbe loro una migliore soddisfazione del credito. Il superamento di tale potere di veto, in un contesto in cui la società non dispone dei mezzi sufficienti per soddisfare integralmente i suoi debiti e la pretesa dei soci risulta priva di valore economico, ha il pregio di trasformare la personalità giuridica della società, con la connessa garanzia di continuità dei rapporti, in un ulteriore «asset a disposizione dei creditori». Cfr. L. STANGHELLINI, *La struttura finanziaria della società per azioni al tempo della grande crisi*, in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*, a cura di G. Carcano, C. Mosca e M. Ventoruzzo, Milano, 2016, pp. 257 ss. e, ivi, p. 274. Tale superamento è adesso imposto dalla PRD che – per l'ipotesi in cui il legislatore nazionale non preveda che il piano sia direttamente produttivo di effetti sui soci e che questi ultimi possano votare sullo stesso al pari dei creditori (come, invero, apparirebbe più opportuno, v. *infra* nel testo) – impone la previsione di misure comunque idonee a evitare che i soci impediscano od ostacolino l'adozione, l'omologazione e l'esecuzione di un piano di ristrutturazione (art. 12, par. 1 e 2).

⁽⁵⁶⁾ Il *Code de commerce* francese prevede la possibilità di nominare un amministratore giudiziario con il potere di convocare l'assemblea dei soci e votare al posto di quelli tra loro che risultano dissenzienti al fine di procedere all'aumento di capitale in favore di terzi (per la procedura di *sauvegarde*, L626-3; per la procedura di *redressement*, L631-9-1 e L631-19-2). In argomento, si veda anche D. VATTERMOLI, *La riforma (ulteriore) del diritto della crisi delle imprese in Francia: tra semplificazione, modernizzazione e riequilibrio degli interessi coinvolti*, in *RDS*, 2014, pp. 452 ss. e, ivi, p. 456; S. VERMEILLE, J. MARTINEZ, F.A. PAPON, *A Constitutional Review of the Draft "Macron" Law Introducing Shareholder Eviction under French Law: the Revolution that didn't Happen*, 2015, disponibile su SSRN.

modo sottrarsi ⁽⁵⁷⁾. Tutto questo, però, senza che ne siano state tratte le logiche conseguenze sia sul piano sistematico, sia sul piano della tutela proprietaria dei soci.

Rispetto al primo profilo, l'idoneità del piano a produrre effetti sui diritti dei soci avrebbe dovuto essere opportunamente accompagnata – per simmetria con la posizione dei creditori – dalla qualifica degli stessi soci quali destinatari della proposta e, quindi, dal riconoscimento del diritto a contribuire tramite il loro voto all'approvazione o al rigetto del concordato ⁽⁵⁸⁾.

Sotto il profilo del rispetto del diritto di proprietà, che si pone in termini evidentemente più cogenti, è essenziale riconoscere anche ai soci il diritto a conservare, quantomeno, il valore economico attribuibile alla partecipazione prima della riorganizzazione societaria disposta dal concordato preventivo. La disapplicazione delle tutele procedimentali e sostanziali previste dall'ordinamento societario – conseguente alla previsione di un meccanismo surrogatorio dell'*iter* decisionale endosocietario ⁽⁵⁹⁾ – impone di estendere, dunque, la protezione assicurata dal principio dell'assenza di pregiudizio anche ai soci interessati dagli effetti di un concordato preventivo "riorganizzativo", proposto dalla società o dai suoi creditori ⁽⁶⁰⁾.

⁽⁵⁷⁾ V. anche A. SANTONI, *Gli azionisti e i detentori di strumenti di capitale nella proposta di direttiva in materia di crisi d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, pp. 335 ss., e ivi, p. 347.

⁽⁵⁸⁾ Tale differenza di trattamento tra soci e creditori – benché non in contrasto con la PRD che ammette la possibilità per gli Stati membri di escludere i soci dal voto sul piano (art. 12, par. 1) – non appare ragionevole e consente di dubitare della sua compatibilità con il principio fondamentale di eguaglianza (art. 3 Cost.). L'incongruenza della soluzione cui giunge l'ordinamento italiano è rilevata altresì da G. FERRI jr, *Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell'impresa alla luce di una recente proposta di direttiva europea*, cit., *passim* e, in specie, p. 541, il quale rileva come l'ordinamento concorsuale italiano sia passato da una situazione di sostanziale impermeabilità dei diritti dei soci agli effetti del concordato preventivo a una situazione di piena soggezione degli stessi agli effetti del concordato rispetto alla cui approvazione i soci restano estranei.

⁽⁵⁹⁾ Occorre segnalare che il Codice della crisi, rispetto alla corrispondente previsione contenuta all'art. 185, co. 6. l.f., ha ristretto la portata del potere surrogatorio dell'amministratore giudiziario al voto dei soli soci di maggioranza. Fermi i problemi pratici nell'individuazione, in concreto, dei soci di maggioranza (D. VATTERMOLI, *La posizione dei soci nelle ristrutturazioni societarie. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?*, in questa *Rivista*, 2018, pp. 858 ss. e, ivi, p. 880; G. FERRI jr, *Ristrutturazioni societarie e competenze organizzative*, cit., pp. 241 ss.), tale innovazione potrebbe spiegarsi con la volontà di far riaffiorare – quantomeno per i soci di minoranza – le tutele ordinariamente previste dal diritto societario (*in primis*, il diritto di recesso). Ciò tuttavia crea un possibile profilo di contrasto con i principi e criteri direttivi fissati nella legge delega n. 155/2017, ove si prevede che nell'ambito di un concordato con continuità non debba spettare ai soci «il diritto di recesso in conseguenza di operazioni incidenti sull'organizzazione o sulla struttura finanziaria della società» (art. 6, co. 2, lett. c., n. 3).

⁽⁶⁰⁾ L'estensione del principio dell'assenza di pregiudizio ai soci è, nei fatti, spesso irrilevante, stante il fatto che valore del patrimonio della società in crisi – stimato in una prospettiva liquidatoria (*supra* § 5) – risulta quasi sempre incapiente. Nei casi in cui ciò non accada e, pertanto, la partecipazione sociale abbia un valore economico positivo – infrequenti

8. Il diritto a un "ricorso effettivo" a tutela della proprietà

L'enunciazione astratta dei diritti e delle libertà fondamentali è accompagnata, nell'ordinamento costituzionale nazionale e nel diritto europeo, dal riconoscimento del diritto a un "ricorso effettivo" a sua tutela. Tale diritto ha la funzione essenziale di dare concretezza alle posizioni giuridiche soggettive riconosciute in via principale, imponendo al legislatore ordinario di assicurare che ciascun soggetto che ne lamenti una lesione possa ottenere, in tempi ragionevoli, tutela da parte di un giudice indipendente e imparziale, precostituito per legge ⁽⁶¹⁾.

Con riferimento al diritto di proprietà dei creditori e dei soci, l'esigenza di assicurare un ricorso effettivo di diritto interno si traduce, sul piano degli strumenti di regolazione della crisi, nella necessità di prevedere adeguati mezzi di tutela per la verifica del rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio ⁽⁶²⁾. In altri termini, i titolari di pretese verso un'impresa in crisi che si vedono estendere, senza il loro consenso individuale, gli effetti della ristrutturazione devono poter ottenere che un giudice indipendente e imparziale verifichi che il trattamento economico ricevuto sia almeno pari a quello che sarebbe loro spettato nello scenario liquidatorio alternativo più probabile (liquidazione giudiziale atomistica o in continuità, liquidazione *in bonis*).

Sotto questo profilo, il dato normativo si conferma privo di sistematicità e, per diversi aspetti, carente (al pari di quanto già osservato sul piano sostanziale

ma non tali da essere esclusi *a priori*, tenuto anche conto dell'anticipazione del presupposto oggettivo del concordato a un momento antecedente l'insolvenza (così anche R. SACCHI, *Le operazioni straordinarie nel concordato preventivo*, in *Le proposte per una riforma della legge fallimentare. Dibattito in onore di Franco Bonelli*, Milano, 2017, p. 41, e M. FABIANI, *La rimodulazione del dogma della responsabilità patrimoniale e la de-concorsualizzazione del concordato preventivo*, cit., pp. 3 ss.) - l'alterazione dei diritti dei soci imposta con il concordato preventivo produce effetti espropriativi (se non si limita ad adeguare la "forma" alla "sostanza" economica del diritto, v. *supra* § 4) e, per poter essere legittima, richiede il rispetto del criterio dell'invarianza economica che, nell'ambito del diritto della crisi d'impresa, si traduce nel principio dell'assenza di pregiudizio.

⁽⁶¹⁾ Tale formulazione sovrappone, volutamente, le nozioni del diritto a un ricorso effettivo fornite dall'ordinamento costituzionale nazionale (art. 24, co. 1, Cost.) e dal diritto europeo (art. 47, Carta di Nizza e artt. 6 e 13 CEDU), stante la diretta rilevanza che a quest'ultimo ha anche all'interno dei confini nazionali (v. *supra* nt. 25). L'estensione del diritto a un ricorso effettivo, nell'interpretazione prevalente, «non riguarda solo i diritti inviolabili della persona umana, ma deve riguardare l'intera gamma degli interessi giuridicamente protetti» (così, M. LIBERTINI, *Le nuove declinazioni del principio di effettività*, in *Europa e dir. priv.*, 2018, pp. 1071 ss. e, ivi, p. 1077. Con riferimento al diritto a un ricorso effettivo nel contesto dell'ordinamento societario, si veda G. CARRARO, *Società di capitali e diritti dell'uomo*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, I, p. 234 ss. e M. MAUGERI, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in questa *Rivista*, 2016, pp. 992 ss. e, ivi, pp. 1022 ss.

⁽⁶²⁾ V. *Bäck v. Finland*, 20 luglio 2004, § 56, che evidenzia la fondamentale rilevanza del riconoscimento del diritto a un ricorso effettivo ai fini del rispetto del diritto di proprietà nelle procedure di ristrutturazione del debito.

della sua enunciazione, v. *supra* § 2). La verifica del rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio – indicata con l'espressione “giudizio di convenienza” e collocata in occasione dell'omologazione giudiziale – è disciplinata in modo diverso per l'accordo di ristrutturazione a efficacia estesa e per il concordato preventivo: per il primo, il tribunale omologa l'accordo solo a seguito della positiva verifica della convenienza economica del trattamento per i creditori ai quali si richiede l'estensione degli effetti dell'accordo (art. 61, co. 2, lett. a, CCI); con riferimento al concordato, il giudizio di convenienza, invece, è subordinato alla presentazione di un'opposizione da parte di un creditore dissenziente appartenente a una classe dissenziente oppure, se non sono state formate classi, di uno o più creditori dissenzienti che rappresentino almeno il venti per cento dei crediti ammessi al voto (art. 112, co. 1, CCI).

La disciplina dettata, a tal proposito, per il concordato preventivo – diversamente da quella prevista per l'accordo di ristrutturazione – si pone in contrasto con il riconoscimento, doveroso per il legislatore ordinario, di un ricorso effettivo a tutela della proprietà in favore dei creditori e dei soci non aderenti, oltre che dello stesso debitore in alcuni casi. Ciò non per il carattere eventuale del controllo, giustificabile nella prospettiva dell'implicita accettazione dei risultati economici da parte di ciascun creditore che decida, pur potendolo fare, di non opporsi all'omologazione. A creare attriti con il diritto di proprietà, nella prospettiva della tutela dei creditori, è l'esclusione della legittimazione a richiedere il giudizio di convenienza per i creditori dissenzienti che non appartengano a una classe dissenziente o che, in mancanza di classi, non raggiungano, da soli o congiuntamente, un'aliquota di crediti pari al venti per cento⁽⁶³⁾. Tali creditori sono certamente titolari di un diritto di proprietà, che si concretizza in un diritto all'invarianza economica della pretesa nei termini descritti *supra* al § 4, ma si vedono negato il diritto a farlo valere di fronte a un giudice⁽⁶⁴⁾.

⁽⁶³⁾ La previsione di tali limitazioni è criticata anche da S. GIANI, *Il giudizio di omologazione*, in *Il concordato fallimentare*, a cura di P.G. Demarchi, Bologna, 2008, p. 187 ss., che però argomenta nel senso della possibile incostituzionalità della limitazione del sindacato di convenienza nel concordato fallimentare (art. 129, co. 5, l.f.) – omologa a quella all'epoca prevista per il concordato preventivo – diverso profilo, e a parere di chi scrive meno pregnante, piano della irragionevolezza della limitazione.

⁽⁶⁴⁾ La condizione cui sono relegati i creditori non legittimati a richiedere il giudizio di convenienza si pone in evidente contrasto con «il principio di assolutezza, inviolabilità e universalità del diritto alla tutela giurisdizionale (artt. 24 e 113 Cost.)» elaborato dalla Corte Costituzionale, secondo cui «non v'è posizione giuridica tutelata di diritto sostanziale, senza che vi sia un giudice davanti al quale essa possa essere fatta valere, è inevitabile riconoscere carattere giurisdizionale al reclamo al magistrato di sorveglianza, che l'ordinamento appresta a tale scopo» (Corte Cost., 3 luglio 1997, n. 212). L'art. 24, co. 1, Cost. pone infatti un divieto per il legislatore ordinario di privare surrettiziamente i singoli dei diritti riconosciuti sul piano sostanziale (così, M. CAPPELLETTI, V. VIGORITI, *I diritti costituzionali delle parti nel processo civile*, in *Riv. dir.*

Sebbene la *ratio* di questa esclusione sia evidentemente evitare opposizioni pretestuose, in situazioni in cui la maggioranza dei creditori si è espressa positivamente sul concordato, non sembra legittimo sostituire il diritto a un ricorso effettivo, che ha natura individuale e che impedisce di negare l'accesso alla tutela giurisdizionale, con una garanzia affidata totalmente – senza possibilità di fornire prova contraria – alla razionalità del comportamento della maggioranza dei creditori ⁽⁶⁵⁾. Tale indebita limitazione della legittimazione alla verifica del rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio – che risale già alla legge fallimentare (cfr. artt. 180, co. 4, l.f.) – verrà certamente superata, al più tardi, con il recepimento della PRD, che riconosce a tutti i creditori dissenzienti – senza prevedere né consentire limitazioni – il diritto di opporsi all'omologazione giudiziale del piano chiedendo che venga verificata la convenienza del trattamento economico loro offerto (art. 10, par. 2).

L'inadeguatezza della disciplina del concordato preventivo rispetto al diritto a un ricorso effettivo a tutela della proprietà riguarda, come anticipato, anche la posizione dei soci. Nei loro confronti, infatti, la legittimazione a chiedere il giudizio di convenienza è esclusa in via generale. Se ciò è stato senz'altro giustificato fintanto che è stato valido il paradigma dell'intangibilità della società e dei diritti dei soci agli strumenti del diritto concorsuale, il suo superamento per effetto dell'introduzione di modalità di esecuzione forzata del concordato riorganizzativo (v. *supra* § 7) impone di riconoscere anche ai soci il diritto di

proc., 1971, p. 604 ss. e, *ivi*, p. 622; sul tema, v. anche L.P. COMOGLIO, sub art. 24, 1° comma, 2° comma, Cost., in *Commentario della Costituzione, Rapporti economici*, t. II, a cura di G. Branca, 1982, pp. 1 ss.).

⁽⁶⁵⁾ Si dissente, quindi, dall'orientamento che ha inteso recuperare la compatibilità con la tutela proprietaria dei creditori ricavando, in via interpretativa, un positivo obbligo di formazione delle classi nel concordato preventivo, funzionale a porre le condizioni perché il principio di maggioranza operi correttamente (tale tesi è stata sostenuta da M. FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, p. 169, nt. 33, pp. 221 ss.). È vero che, sul piano pratico, la corretta formazione di classi si traduce in una limitata incidenza delle ipotesi in cui il concordato può pregiudicare creditori privi del potere di adire la tutela giurisdizionale (se i creditori appartenenti alla classe avevano posizione giuridica e interessi effettivamente omogenei, è improbabile che detta classe approvi a maggioranza un concordato sfavorevole). Tuttavia, tale lettura – oltre a presupporre che i creditori siano sempre informati e razionali e che i loro interessi siano effettivamente suscettibili di essere divisi in modo che siano tra loro omogenei (sulla molteplicità degli interessi dei creditori, invece, v. L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 222 ss.) – sostituisce l'eterotutela offerta dal giudice con l'autotutela delle parti (ancorché resa particolarmente affidabile, sino quasi a oggettivizzarsi, tramite il corretto operare del principio di maggioranza), in contrasto con l'enunciazione del diritto a un ricorso effettivo fornita dall'ordinamento europeo.

Con riferimento alla posizione del singolo creditore appartenente a una classe favorevole al concordato preventivo, la scelta normativa di sostituire la tutela prevista dal principio dell'assenza di pregiudizio con una tutela basata sul principio maggioritario è segnalata, con tono che appare critico, anche da G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 348, nt. 22.

chiedere una verifica giudiziale del rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio ⁽⁶⁶⁾.

Per l'impresa non societaria, analoghe considerazioni a quelle esposte con riferimento ai soci possono estendersi alla posizione del debitore, anch'esso privo - nel quadro normativo vigente - della legittimazione a richiedere un giudizio di convenienza sul trattamento risultante dal concordato. Anche il debitore, infatti, può trovarsi a subire i termini di una ristrutturazione cui non ha acconsentito, essendosi previsto che i creditori possano presentare proposte di concordato preventivo concorrenti con quella del debitore. In merito, l'esigenza di assicurare una tutela giurisdizionale del debitore di fronte al rischio di esproprio tende, nell'ipotesi di società, a sovrapporsi con la necessità, già menzionata, di garantire ai soci il diritto a un ricorso effettivo; nel caso invece debitore imprenditore individuale tale esigenza assume rilevanza autonoma e può essere tutelata solo attribuendo anche a lui il diritto di richiedere la verifica giudiziale del rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio ⁽⁶⁷⁾.

9. Il diritto di proprietà nelle procedure di insolvenza

Il diritto di proprietà, cui spetta una fondamentale funzione di tutela dei creditori e dei soci negli strumenti a efficacia estesa, non scompare nella disciplina della liquidazione forzata del patrimonio dell'impresa insolvente.

In questo contesto, tuttavia, la tutela proprietaria dei creditori e dei soci (benché sia davvero difficile immaginare un loro interesse economico sul patrimonio della società insolvente), assume una veste diversa da quella, osservata sopra, del necessario rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio.

⁽⁶⁶⁾ La legittimazione dei soci a opporsi all'omologazione, quali soggetti "interessati" ex art. 180, co. 2, l.f. (v. ora art. 48, co. 2, CCI) è stata interpretata estensivamente come comprensiva anche della possibilità di richiedere la verifica del rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio è stata riconosciuta (che, invero, il dato normativo letterale riserva ai soli creditori "qualificati", cfr. art. 180, co. 4, l.f. e, adesso, art. 112 CCI), da G. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Fall.*, 2015, pp. 1163 ss. e, ivi., pp. 1170-1171 e F. BRIZZI, *Proposte concorrenti nel concordato preventivo e governance dell'impresa in crisi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, pp. 335 ss. e, ivi, p. 355, nonché dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato (v. la motivazione alla *Massima n. 58/2015 - Aumento di capitale nel concordato preventivo a seguito del d.l. n. 83/2015* reperibile all'indirizzo www.consiglionotarilefirenze.it). Non ravvisa, invece, la possibilità di riconoscere *de iure condito* la legittimazione dei soci a richiedere il sindacato di convenienza sulla proposta di concordato R. SACCHI, *Le operazioni straordinarie nel concordato preventivo*, cit., p. 43.

⁽⁶⁷⁾ L'ordinamento tedesco prevede, oltre all'*obstruktionsverbot* (§245 *InsO*) che richiede una verifica dell'assenza di pregiudizio rispetto a eventuali gruppi dissenzienti di titolari di pretese, anche il diritto individuale dei singoli creditori e soci dissenzienti di richiedere una valutazione della convenienza del trattamento loro assegnato dal piano (§ 251 *InsO*), nonché il diritto del debitore di opporsi lamentando un pregiudizio rispetto allo scenario alternativo al piano (§247 *InsO*).

Infatti, nell'ambito degli strumenti di regolazione della crisi a efficacia estesa, il principio dell'assenza di pregiudizio consente l'eventuale ingresso di interessi "altri" rispetto a quello generico dei creditori all'attuazione della responsabilità patrimoniale (l'interesse di un gruppo particolare di creditori, l'interesse dei soci, ecc.), vincolando il loro perseguimento al raggiungimento di soluzioni conformi al requisito dell'"ottimo paretiano". Il plusvalore di ristrutturazione - quantificato sulla base della soglia identificata dal rispetto del diritto di proprietà dei creditori - è a disposizione di tutti i creditori, ma può essere impiegato anche per finalità diverse o in misura non equivalente per tutti sulla base di quanto stabilito nel confronto tra debitore e maggioranza dei creditori (v. *supra* § 2).

Con riferimento alle procedure di liquidazione forzata, il diritto di proprietà svolge, invece, la funzione diametralmente opposta di argine all'ingresso di interessi diversi da quello dei creditori all'attuazione della responsabilità patrimoniale. Il perseguimento di tali interessi, se in conflitto con quello generico dei creditori, si traduce infatti nella sottrazione di valore disponibile per la soddisfazione delle loro pretese ⁽⁶⁸⁾.

Da questo angolo visuale, è facile rilevare come il rispetto del diritto di proprietà dei creditori, in ipotesi di "uso alternativo" delle procedure di insolvenza, imponga l'osservanza delle condizioni, esaminate *supra* al § 4, cui è subordinata la privazione o limitazione della proprietà. Tali condizioni, proiettate nel contesto della liquidazione forzata del patrimonio, richiedono che qualsiasi deviazione dalla funzione di attuazione della responsabilità patrimoniale tipica delle procedure di insolvenza (v. *supra* § 1), che riduca il valore delle pretese dei creditori, sia motivata dal perseguimento di un interesse di carattere generale e sia riconosciuto ai creditori pregiudicati, quantomeno *ex post*, un indennizzo tale da assicurare l'invarianza economica della loro posizione.

Ne consegue non un divieto assoluto di utilizzare le procedure d'insolvenza per finalità anche contrastanti con l'interesse dei creditori, quali il mantenimento dei livelli occupazionali, la salvaguardia dell'indotto o la tutela di creditori "deboli" a scapito di altri, ma piuttosto il divieto di porre i costi del perseguimento di queste finalità, quantunque nobili, a carico dei creditori privati

⁽⁶⁸⁾ La circostanza che il diritto di credito non sia colpito in modo diretto, attraverso un'alterazione coattiva della pretesa giuridica, ma in modo indiretto, tramite il "meccanismo di trasmissione" della garanzia patrimoniale prevista dall'art. 2740 c.c., non esclude la violazione del diritto di proprietà (così F. D'ALESSANDRO, *Interesse pubblico alla conservazione dell'impresa e diritti privati sul patrimonio dell'imprenditore*, cit., p. 61). Sul tema delle espropriazioni non traslative, si vedano i riferimenti *supra* alla nt. 36.

(69). Ciò che non può realizzarsi – e che invece il quadro normativo e, ancor più la prassi, giurisprudenziale talvolta consentono – è la surrettizia espropriazione dei creditori, attuata piegando le procedure d’insolvenza a obiettivi diversi dall’attuazione della responsabilità patrimoniale, e senza che si prevedano meccanismi che, tramite risorse inevitabilmente esterne al patrimonio del debitore, assicurino un congruo indennizzo ai creditori che subiscono una privazione dei loro diritti di proprietà.

Senza voler rievocare il “rito di Avellino”, ormai fortunatamente consegnato alla storia del diritto concorsuale italiano, il pensiero va subito all’amministrazione straordinaria delle grandi e grandissime imprese in crisi. Tale procedura – introdotta, a più riprese, nell’ordinamento con i connotati dell’eccezionalità e urgenza imposti da crisi imprenditoriali specifiche di grosse dimensioni (70) – ha messo radici assumendo carattere di componente stabile nell’ordinamento concorsuale. La portata (più) generale acquisita nel tempo da tale procedura attenua, ma solo in parte, i profili di incompatibilità di tale disciplina con la tutela proprietaria dei creditori. Resta, tuttavia, la difficoltà nell’ammettere la legittimità dell’imposizione di costi a carico dei creditori anteriori all’insolvenza, per finalità che nulla hanno a che vedere con l’attuazione della responsabilità patrimoniale e che, invece, riguardano la conservazione del complesso produttivo in attività e il mantenimento dei posti di lavoro (71), senza che tali creditori vedano riconosciuto in via normativa il loro diritto a percepire un indennizzo che ripristini il valore economico che, altrimenti, avrebbe avuto la loro pretesa.

(69) In quest’ottica, si sottoscrivono integralmente le parole di F. D’ALESSANDRO, *La crisi delle procedure concorsuali e le linee della riforma: profili generali*, in *Giust. civ.*, 2006, II, pp. 329 ss., secondo il quale «Se i “salvataggi” ci devono essere, in altri termini, essi non possono essere fatti a spese dei creditori (e su questo credo si debba essere molto rigidi e molto vigili). Il (presunto) interesse pubblico alla conservazione dell’impresa, concepita come indiretto ammortizzatore occupazionale, andrebbe dunque semmai perseguito utilizzando risorse finanziarie ugualmente pubbliche» (p. 331). Lo stesso A., in un altro scritto, segnala come l’imposizione di costi sui singoli privati al fine di perseguire interessi pubblici di carattere generale equivale a un «prelievo tributario indiretto, occulto o camuffato» la cui incostituzionalità si pone sul piano aggiuntivo, rispetto a quello della violazione del diritto di proprietà, dell’art. 53 Cost., che impone che l’obbligo di tutti i cittadini di concorrere alle spese pubbliche debba essere parametrato alla rispettiva capacità contributiva di ciascuno (ID., *Interesse pubblico alla conservazione dell’impresa e diritti privati sul patrimonio dell’imprenditore*, cit., p. 59, p. 64).

(70) Dapprima il decreto-legge Donat Cattin (d.l. n. 602/1978, mai convertito in legge), poi la legge Prodi (d.l. n. 26/1979, conv. con l. 95/1979) e la successiva legge Prodi-bis (d.lgs. n. 270/1999); infine, la legge Marzano (d.l. n. 347/2003, conv. con l. n. 39/2004).

(71) La convinzione che l’amministrazione straordinaria – anche dopo la (prima) risistemazione attuata con la legge Prodi – sarebbe stata utilizzata non per attuare la responsabilità patrimoniale nell’interesse dei creditori, ma per salvare imprese decotte nel perseguimento di interessi diversi, è espressa, con delusa rassegnazione, da B. LIBONATI, *La riforma dell’amministrazione straordinaria*, in *Dir. fall.*, 1986, I, ora in *Scritti giuridici*, Milano, 2013, II, p. 819, ivi p. 824.

A riprova della necessaria funzionalizzazione della disciplina delle procedure di liquidazione forzosa all'interesse dei creditori all'attuazione della responsabilità patrimoniale, occorre evidenziare il collegamento che, per il tramite del principio dell'assenza di pregiudizio, si instaura tra tali procedure e la tutela proprietaria dei creditori e dei soci nell'ambito degli strumenti di regolazione della crisi a efficacia estesa. Il principio dell'assenza di pregiudizio - in ragione del suo operare tramite una comparazione di scenari - trova, infatti, il suo parametro di comparazione quasi sempre nella procedura concorsuale liquidatoria ordinaria (v. *supra* § 6). L'idoneità del principio dell'assenza di pregiudizio a fungere da presidio del diritto di proprietà dei soci e dei creditori nel contesto degli strumenti a efficacia estesa presuppone l'esistenza di vincoli per il legislatore ordinario nel definire il parametro di comparazione, ossia la procedura concorsuale liquidatoria. In altri termini, se si ritenesse che il legislatore ordinario fosse libero di perseguire nelle procedure d'insolvenza qualsiasi interesse, anche a scapito della soddisfazione dei creditori, lo stesso finirebbe di "riflesso" per non essere vincolato nemmeno nella definizione della soglia minima di trattamento dei creditori e dei soci negli strumenti a efficacia estesa. L'intera costruzione concettuale che garantisce la compatibilità con il diritto di proprietà di questi strumenti di regolazione della crisi d'impresa poggerebbe su fondamenta mobili e non potrebbe certamente reggerne il peso.

10. Considerazioni conclusive

L'intero diritto della crisi d'impresa e dell'insolvenza è compenetrato dal valore fondamentale della proprietà. In tale contesto, riguardante essenzialmente i rapporti patrimoniali tra debitore e creditori, esso si declina come incompressibile tutela del valore economico della pretesa.

In passato, data la natura principalmente liquidatoria degli strumenti di gestione della crisi d'impresa, questa specificazione del diritto di proprietà ha contribuito a collocare in un cono d'ombra la sua rilevanza all'interno del diritto concorsuale. A ciò si aggiunga che - pur in assenza di un'elaborazione concettuale commisurata all'importanza del tema - molti dei vincoli imposti dal diritto di proprietà nel contesto della crisi d'impresa sono stati avvertiti in modo istintivo e perciò recepiti (pur senza definirli come vincoli "proprietary") nel dato normativo, dovendosi probabilmente ritenere che essi siano connaturati nel senso comune di "giustizia".

La ormai compiuta evoluzione verso un diritto della crisi d'impresa che consente (e pretende) la conservazione dei valori organizzativi fa sì che questa tutela "frammentaria" del diritto di proprietà non basti più. Nel pur aggiornatissimo quadro normativo risultante dall'emanazione del CCI, infatti, si

annidano violazioni della tutela proprietaria dei soci e dei creditori (si pensi a quanto osservato in ordine alla definizione normativa del parametro di comparazione del principio dell'assenza di pregiudizio o, ancora, alle indebite limitazioni al diritto a un "ricorso effettivo" rispetto ad alcuni dei soggetti interessati dagli effetti del concordato preventivo).

Oltre a ciò, il diritto di proprietà – soprattutto nel suo operare nel contesto delle procedure di insolvenza – costituisce un presidio fondamentale di fronte alle tentazioni del legislatore di cedere al dirigismo economico, da tutti screditato ma sempre pronto a riaffiorare sotto la spinta delle istanze particolari coinvolte dalla crisi industriale del momento. L'adesione piena e fedele al diritto di proprietà riveste, come si è visto, essenziale importanza non solo nella prospettiva immediata della tutela dei titolari di pretese destinatari degli illegittimi effetti espropriativi, ma anche – in misura ancor più rilevante – per l'intero sistema normativo di regolazione della crisi d'impresa che, attraverso il meccanismo di trasmissione del principio dell'assenza di pregiudizio, poggia le sue fondamenta logiche e giuridiche sulla corretta attuazione della responsabilità patrimoniale nelle procedure concorsuali di liquidazione forzata, sia in modo diretto quando questo sia l'esito, sia come parametro di comparazione di soluzioni che non prevedano invece la liquidazione del patrimonio.