

**L'ATTRIBUZIONE AI CREDITORI DI PARTECIPAZIONI SOCIALI
TRA PAR CONDICIO CREDITORUM
E PRINCIPIO DI EGUAGLIANZA TRA SOCI**

**DI
GIACOMO D'ATTORRE**

1. Il legislatore della riforma, innovando rispetto al previgente sistema, ha espressamente previsto la possibilità che, in sede di concordato, la soddisfazione dei crediti possa avvenire attraverso l'attribuzione ai creditori di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito. Questa peculiare forma di soddisfacimento dei creditori, introdotta per la prima volta nel nostro ordinamento concorsuale nello specifico ambito della procedura di ristrutturazione industriale delle grandi imprese in stato di insolvenza (art. 4-*bis* legge 39/2004), è stato poi esteso e generalizzato a tutte le ipotesi di concordato fallimentare (art. 124 l.fall.) e preventivo (art. 160 l.fall.).

Troppo noti i precedenti nel panorama comparativo, così come i benefici e le difficoltà applicative di questa modalità di soddisfacimento (soprattutto riguardo alla compatibilità con il rispetto dell'ordine di prelazione) perché sia necessario e possibile darne conto in questa sede¹.

Lo studio si propone unicamente di affrontare un singolo aspetto, e precisamente di verificare se ed a quali condizioni l'attribuzione ai creditori di azioni di società per azioni o quote di società a responsabilità limitata², quale modalità di soddisfazione dei crediti in sede di concordato fallimentare o preventivo (art. 124 e 160 l. fall.) possa violare il principio della *par condicio creditorum* che presiede al trattamento dei creditori appartenenti alla medesima classe.

2. La stessa legittimità della domanda sopra esposta richiede una precisazione preliminare. Potrebbe, infatti, obiettarsi che il problema in tema di concordati non è la

¹ Nella già vasta letteratura sul tema, vedi, tra gli altri, SANDULLI, *Art. 160*, in *La Riforma della Legge Fallimentare*, a cura di Alessandro Nigro e Michele Sandulli, II, Torino, 2006, 984 ss.; STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 212 ss.; FERRI JR., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 762 ss.; GUERRERA, MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «riorganizzazione»*, in *Riv. soc.*, 2008, 17 ss.; FIMMANÒ, *Il concordato straordinario*, in *Giur. comm.*, I, 2008, 991 ss.; ID., *L'allocatione efficiente dell'impresa in crisi mediante la conversione dei crediti in azioni*, in *Riv. soc.*, 2010; JORIO, *Art. 160*, in *La legge fallimentare riformata*, a cura di A. Nigro, M. Sandulli e V. Santoro, III, Torino, 2010, 242 ss.; GALLETTI, *Art. 160*, in *Commentario alla legge fallimentare*, diretto da C. Cavallini, III, Milano, 2010, 362 ss..

² Il discorso sarà limitato a questi due soli tipi sociali, sia in ragione della sostanziale identità di problemi e soluzioni, sia in ragione della scarsa (o nulla) utilizzazione pratica dell'attribuzione ai creditori di partecipazioni in altri tipi sociali.

verifica della violazione o meno della *par condicio creditorum* tra creditori appartenenti alla stessa classe, quanto il diverso problema, a monte, della legittimità della suddivisione dei creditori in classi e dell'eventuale diverso trattamento riservato a creditori appartenenti a classi diverse. Una volta accertata la correttezza della suddivisione dei creditori in classi e del trattamento diverso tra creditori di classi diverse, nonché il rispetto dell'ordine di priorità, sembrerebbe che i problemi di rispetto della *par condicio* siano esauriti: all'interno di ogni classe ogni creditore riceve un pagamento proporzionale al proprio credito, in ciò risolvendosi il rispetto della parità di trattamento tra creditori appartenenti alla medesima classe.

Ad un più attento esame, tuttavia, la risposta che precede si presenta appagante solo con riferimento all'ipotesi ordinaria del pagamento in danaro dei creditori. Quando il soddisfacimento dei creditori avviene mediante il pagamento in danaro, è semplice verificare se la *par condicio* è rispettata, perché conseguenza di una mera operazione matematica, oggettiva e non sindacabile.

Il problema si ripropone, invece, quando il soddisfacimento dei creditori passa attraverso l'attribuzione ad essi di azioni o quote di società già costituite facenti parte dell'attivo concorsuale o di società che si rendano assuntrici del concordato. Questo perché le azioni o quote sono beni di secondo grado, nel senso che essi valgono o apportano utilità non per se stesse, ma in quanto consentono di partecipare ad una impresa societaria dalla quale il titolare delle quote o azioni potrà trarre le proprie utilità finali. L'interesse economico del socio non è soddisfatto attraverso la mera attribuzione delle azioni o quote, bensì mediante l'esercizio dei diritti, amministrativi e soprattutto patrimoniali, che le stesse consentono di esercitare, nonché mediante la possibilità di vendere a terzi o liquidare le medesime azioni o quote, così conseguendo un ricavo economico. Nel momento in cui le azioni o le quote attribuiscono al loro titolare dei diritti e degli obblighi, esse vengono a definire uno *status* del socio all'interno della società³. Proprio in quanto le azioni o quote attribuiscono la qualità di socio, in forza del quale il titolare trae le proprie utilità finali⁴, il reale valore delle stesse, così come l'effettivo ammontare dei diritti che da esse conseguono, si coglie solo guardando alla

³ Il termine *status* è qui utilizzato in senso tecnico, come mera espressione risassuntiva dei diritti ed obblighi del socio all'interno della società, senza che ciò rappresenti adesione alla tesi che vedeva nella partecipazione sociale uno *status* del socio. La tesi, sostenuta da ASCARELLI (*Appunti di diritto commerciale. Società e associazioni commerciali*, Roma, 1936, 113 ss.; ID., *Principi e problemi e delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 3) non ha trovato accoglimento nella dottrina successiva. Per le critiche a questa tesi e per la discussione in ordine alla natura della partecipazione sociale, vedi, in luogo di molti, RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, 165 ss.; D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, 11 ss.; BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 170 ss.; JAEGER, *Il voto divergente nella società per azioni*, Milano, 1976, 59 ss.. Per un recente riesame del tema, vedi MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010, 1 ss.

⁴ Sul carattere strumentale della società, vedi MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, cit., 98 ss.; in precedenza vedi già, tra gli altri, RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, cit., 255 ss., il quale osserva che la funzione della società è quella della «distribuzione dei proventi sociali ai partecipanti».

totalità delle altre azioni quote ed ai diritti da esse attribuiti. La perimetrazione dello *status* di socio, inteso come espressione riassuntiva dei suoi diritti ed obblighi, si può tracciare solo all'esito di un'operazione di tipo relazionale, che guardi a quei diritti attribuiti al singolo socio in relazione a tutti gli altri diritti attribuiti agli altri soci. Per quanto banale, può essere utile un esempio: l'affermazione che il socio Tizio è titolare di n. 10 azioni che attribuiscono n. 10 voti è priva di ogni effettivo significato cognitivo se non si accompagna alla ulteriore specificazione in ordine al numero totale di azioni ed al numero totale di voti che a dette azioni sono attribuite; la "potenza di voto" di n. 10 azioni su un totale di n. 15 azioni è ben diverso da quella delle stesse 10 azioni rispetto ad un totale di 1000.

Dato per acquisito che il contenuto giuridico, ed il conseguente valore economico, delle azioni o quote si percepisce solo guardandolo in relazione alla totalità delle azioni o quote, si palesa l'inadeguatezza di una valutazione della *par condicio creditorum* nell'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori che si limiti al rispetto della mera regola aritmetica della stretta proporzione tra ammontare del credito e numero o ammontare delle azioni o quote attribuite. Pur quando tale proporzione sia rispettata (al creditore titolare di crediti pari al 40% dei crediti della categoria sono attribuite azioni in numero pari al 40% del capitale sociale ecc.) potrebbero verificarsi delle violazioni della *par condicio creditorum*, conseguenti ai differenti diritti che dalle azioni o quote conseguono ed al connesso valore delle stesse.

3. Il tema della possibile violazione della *par condicio* in conseguenza dell'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori non è nuovo, essendo stato oggetto di specifica riflessione da parte della dottrina statunitense in relazione alle modalità applicative della procedura di "*reorganization*" prevista dal Chapter 11.

Al riguardo, è stato osservato che i creditori con ammontari di credito consistenti potrebbero ottenere un numero di azioni sufficiente al controllo della società oggetto di "riorganizzazione". In tal caso, la remunerazione attribuita ai creditori potrebbe risultarne alterata, perché i cd. "pacchetti di controllo" sono di solito negoziati per un corrispettivo superiore al prezzo di mercato delle azioni considerate singolarmente⁵. In conseguenza di ciò, il corrispettivo attribuito ai creditori della classe verrebbe diviso in modo "non proporzionale", perché i creditori maggiori conseguirebbero un valore superiore al dovuto, mentre i creditori minori otterrebbero un valore inferiore⁶.

Per risolvere questa potenziale distorsione della regola di proporzionalità tra i creditori, sono state avanzate due soluzioni. In primo luogo, si è proposto che il Tribunale imponga al creditore titolare della posizione di controllo di vendere, entro un certo periodo di tempo, un numero di azioni sufficiente a far scendere la sua quota di partecipazione al di

⁵ ROE, *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*, 83 Colum. L. Rev. 527 (1983), 575; ID.; *Bankruptcy and Corporate Reorganization: Legal and Financial Materials*, 2000, 585-586.

⁶ BEBCHUK, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, 101 Harv. L. Rev. 775 (1988), 803.

sotto di una determinata soglia di controllo⁷. In alternativa, si è ipotizzato di attribuire ai creditori maggiori un numero di azioni meno che proporzionale all'ammontare del loro credito, compensando in danaro questa riduzione del numero di azioni ad essi assegnate⁸.

A ben vedere, anche la dottrina italiana ha avuto modo di occuparsi di un tema per taluni aspetti coincidente con quello in esame, anche se legato ad una diversa fattispecie. Si tratta dell'applicazione dell'art. 726 c.c. («Fatti i prelevamenti, si provvede alla stima di ciò che rimane nella massa, secondo il valore venale dei singoli oggetti. Eseguita la stima, si procede alla formazione di tante porzioni quanti sono gli eredi o le stirpi dividendi in proporzione delle quote») nel caso di divisione ereditaria e corrispondente valutazione di un pacchetto azionario, con attribuzione a un erede di una quantità tale di azioni tali da renderlo socio di maggioranza della società. In tale ipotesi, le opinioni sono state divise tra chi ha affermato che la stima del valore debba essere effettuata atomisticamente con riferimento alle singole azioni⁹ e chi, di contro, ha ritenuto che il "plusvalore" del pacchetto di maggioranza dovrebbe aver rilievo ai fini della quantificazione del valore dei beni ed alla determinazione dei lotti¹⁰. Posizione, quest'ultima, argomentata sulla base del maggior valore economico del pacchetto di controllo rispetto al valore delle singole azioni che lo compongono e della necessità che tale plusvalore venga computato nella quota ereditaria, onde evitare che l'erede-socio possa acquisire il controllo senza pagarne il relativo prezzo. Le due fattispecie (ripartizione di partecipazioni sociali tra i creditori e divisione di partecipazioni sociali tra gli eredi) presentano rilevanti analogie, perché in ambedue i casi vi è, da un lato, la necessità di garantire che la divisione del "bene" rispetti la regola di eguaglianza proporzionale che disciplina i rapporti tra gli aventi diritto, dall'altro lato l'esigenza di conciliare questo principio con la peculiare natura di beni che mal si prestano ad una valutazione atomistico-oggettivo, ma che si apprezzano solo se visti in connessione tra di loro.

4. Il problema in esame può essere affrontato secondo diverse prospettive. Certamente legittimo è un approccio che parta dall'interrogativo sulla natura, unitaria o meno, della partecipazione sociale e, in particolare, sulla sua configurazione quale *universitas*; dall'affermazione della natura unitaria della partecipazione sociale discenderebbe l'illegittimità di una valutazione della *par condicio creditorum* che si limiti ad una considerazione meramente atomistica delle azioni attribuite ai creditori. E' questo il modo in cui è stato affrontato il problema della divisione del pacchetto azionario di maggioranza tra gli eredi. Altra possibilità, per molti versi connessa alla precedente, è

⁷ ROE, *Bankruptcy and Debt*, cit., 576; BEBCHUK, *A New Approach*, cit., 804

⁸ ROE, *Bankruptcy and Debt*, cit., 576.

⁹ MENGONI, *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, in *Riv. soc.*, 1959, 428 ss.; ID., *Ancora sulla divisione ereditaria dei pacchetti azionari di controllo*, in *ivi*, 1959, 1018 ss.

¹⁰ SIMONETTO, *Successione ereditaria e plusvalore della partecipazione azionaria di controllo*, in *Riv. soc.*, 1960, 685 ss.

quella di concentrare l'attenzione sul valore economico delle partecipazioni sociali attribuite ai soci e di confrontare tale valore con i crediti di cui ciascuno è titolare.

In questa sede, si eviterà di subordinare la risoluzione del problema in esame alla definizione a monte circa la natura della partecipazione sociale, attesa il carattere ancora largamente controverso e comunque opinabile della nozione. Dall'altro lato, non si limiterà l'attenzione al solo dato economico del valore delle partecipazioni attribuite, ma saranno valutati tutti i tre potenziali profili sotto i quali è apprezzabile la potenziale violazione della *par condicio*: giuridico, economico e fattuale.

5. Da un punto di vista giuridico dei diritti attribuiti ai creditori, può osservarsi come l'assegnazione proporzionale di azioni o quote ai creditori può condurre all'attribuzione di diritti in modo non direttamente proporzionale ai crediti vantati, nella misura in cui taluni diritti amministrativi possono essere esercitati in modo eguale da tutti i soci indipendentemente dall'entità della partecipazione sociale o, al contrario, dai soli soci che posseggano determinati *quorum* o percentuali del capitale sociale.

Mentre, infatti, i diritti patrimoniali (diritto agli utili ed alla quota di liquidazione) spettano sempre ai soci in proporzione alla propria quota di partecipazione sociale (salvo il caso di azioni speciali nelle s.p.a. o di diritti individuali nelle s.r.l.), il discorso diventa più complesso in relazione ai diritti amministrativi.

Taluni diritti amministrativi spettano in misura eguale a ciascun socio, indipendentemente dal numero di azioni possedute o dall'ammontare della quota: è il caso, nelle s.p.a., del diritto di intervento in assemblea (art. 2370 c.c.), del potere di denuncia al collegio sindacale (art. 2408, comma 1, c.c.) o del diritto di esaminare i libri sociali (art. 2422 c.c.), nelle s.r.l., del diritto di intervento (art. 2479, comma 5, c.c.), del diritto di esercitare l'azione di responsabilità (art. 2476, comma 3, c.c.) e del diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare i documenti relativi all'amministrazione (art. 2476, comma 2, c.c.). Questi diritti sono attribuiti al socio in modo indipendente dal numero delle azioni possedute o dalla misura della quota, nel secondo che basta possedere una sola azione o una quota di valore nominale minimo per poter esercitare tali diritti. Riguardo a questi diritti non cumulabili o accrescibili, vige la regola della eguaglianza assoluta tra i soci, nel senso che ad ogni socio, per il solo fatto di essere tale ed indipendentemente dall'entità della partecipazione sociale, spetta un diritto del tutto identico a quello degli altri¹¹. Per questi diritti, pertanto, la differenza di ammontare dei crediti di cui ciascun creditore è titolare non si traduce in una corrispondente diversità dei diritti esercitabili a seguito dell'assegnazione in pagamento delle quote o delle azioni.

¹¹ Per la distinzione situazioni soggettive suscettibili di accrescimento secondo un'unità multipla e situazioni che spettano ad ogni socio in quanto tale e che non sono suscettibili di variazioni dipendenti dal numero delle azioni possedute o dall'entità della quota, vedi D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, cit., 123 ss.; JAEGER, *Il voto «divergente»*, cit., 62 ss.

Per il diritto amministrativo *par excellence*, il diritto di voto, vige il diverso principio dell'eguaglianza proporzionale tra soci (salvo deroghe statutarie), nel senso che il numero dei voti attribuito a ciascun socio è proporzionale al numero delle azioni possedute (art. 2351, comma 1, c.c.) o all'ammontare della partecipazione (art. 2479, comma 5, c.c.). In relazione a questi diritti cd. accrescibili, la differenza di ammontare dei crediti si traduce in una corrispondente e speculare diversità del numero di voti attribuiti a seguito della conversione dei detti crediti in partecipazioni. Nondimeno, la situazione di eguaglianza proporzionale in cui vengono a trovarsi i creditori divenuti soci in relazione ai diritti di voto si volge subito in un effetto fortemente non egualitario, nel momento in cui si passa dal dato formale del conteggio del numero di voti attribuiti alla valutazione sostanziale dell'effettivo potere che, attraverso di esso, spetta ai soci. Si pensi, per fare un solo esempio, al potere di nomina degli organi sociali, dove il socio di maggioranza ha di fatto il potere di nominare tutti gli amministratori ed i sindaci (nelle società non quotate), lasciando la minoranza priva di ogni rappresentanza. In questo specifico ambito, l'eguaglianza proporzionale tra i soci conduce ad una soluzione caratterizzata in senso non egualitario, attribuendo solo ad un socio o ad un gruppo di soci il potere di nominare tutti gli amministratori e sindaci (salvo deroghe statutarie) e privando di fatto tutti gli altri soci della possibilità di partecipare a tale nomina.

Vi sono, infine, altri diritti amministrativi per i quali l'esercizio è subordinato al possesso, da parte del socio, di determinate percentuali del capitale sociale. Gli esempi sono vari e spaziano dal diritto di chiedere il rinvio dell'assemblea (art. 2374 c.c.), alla legittimazione alla domanda di annullamento di delibere assembleari (art. 2377 c.c.), dal diritto di opporsi alla rinuncia o transazione dell'azione sociale di responsabilità (art. 2393, 2476, comma 5, c.c.) alla legittimazione ad esercitare l'azione sociale in via surrogatoria (art. 2393 *bis* c.c.), dagli effetti della denuncia al collegio sindacale (art. 2408, comma 2, c.c.) al diritto di presentare denuncia al tribunale (art. 2409 c.c.), dal diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea (art. 2367 e 2479, comma 1, c.c.) al diritto di pretendere la deliberazione assembleare (art. 2479, comma 4, c.c.). In relazione a queste fattispecie, al creditore-socio che integra le percentuali richieste dalla legge vengono ad essere attribuiti taluni diritti che, invece, non sono attribuiti ai creditori-soci che non integrano le dette percentuali (salvo che "sommino" le rispettive percentuali), con evidente effetto non egualitario e potenziale violazione della *par condicio*. Da una formale eguaglianza dei creditori nell'assegnazione delle quote ed azioni si passa ad una diseguaglianza soggettiva dei soci nell'attribuzione dei conseguenti diritti sociali. Qui non vi è luogo ad una diversità di ammontare dei diritti che si ponga come conseguenza di un diverso ammontare dei crediti, ma vi è, piuttosto, attribuzione a taluni creditori di diritti che sono invece negati ad altri creditori; la proporzionalità tra i crediti cede il passo ad una differenziazione tra creditori-soci cui il diritto è attribuito e creditori-soci cui il medesimo diritto viene negato.

In tutti e tre i casi sopra esposti, viene ad essere scisso il legame “proporzionalità nell’attribuzione delle partecipazioni-proporzionalità nell’attribuzione dei diritti da esse conseguenti” e questa scissione sembra travolgere la stessa *par condicio creditorum* che su di essa pare fondarsi. Per i diritti non accrescibili, la proporzionalità è spezzata in senso meno favorevole per i creditori maggiori, per gli altri diritti amministrativi è, invece, superata in senso più favorevole per i creditori maggiori.

6.- Le risposte alla sopra descritta disegualianza soggettiva nei diritti attribuiti ai creditori possono essere di diverso tipo.

Una prima opzione interpretativa potrebbe essere quella che, valorizzando il principio della *par condicio creditorum*, affermi la radicale inammissibilità della attribuzione di partecipazioni ai creditori perché questa modalità di soddisfacimento potrebbe condurre ad una assegnazione di diritti sociali ai creditori non proporzionale alle rispettive partecipazioni sociali. Il mancato rispetto della eguaglianza proporzionale tra i creditori in relazione ai diritti sociali ad essi attribuiti sembra integrare una violazione della *par condicio creditorum* e, pertanto, condurre questa peculiare modalità di soddisfacimento dei crediti fuori del perimetro consentito ai proponenti di un concordato.

Una soluzione di questo tipo, per quanto apparentemente necessitata e rispondente ai principi generali del sistema concorsuale, non può essere condivisa.

Anzitutto, è immediata l’osservazione secondo cui l’opzione in esame si risolve, di fatto in una interpretazione *abrogans* delle norme che consentono espressamente questa modalità di soddisfacimento dei creditori: già per questo solo motivo la soluzione andrebbe respinta. Nel momento in cui il legislatore prevede espressamente l’ammissibilità di una determinata modalità di soddisfacimento dei crediti, l’interprete non può affermarne l’inammissibilità per contrasto con generali principi dell’ordinamento che urterebbero contro la facoltà concessa. Con specifico riferimento alla *par condicio creditorum*, poi, è ormai acquisita la consapevolezza che essa non sia «un principio assoluto, ispirato e interessi superiori, di carattere economico, sociale o ideologico», ma «risponde, piuttosto, a criteri di ordine nelle procedure concorsuali, che passano in secondo piano di fronte al riconoscimento di interessi prevalenti meritevoli di tutela»¹². Anche laddove si accerti che l’assegnazione di partecipazioni ai creditori possa risolversi in una lesione della *par condicio creditorum* (ma il dato non è per niente pacifico, vedi *infra*), non si dovrebbe concludere nel senso dell’inammissibilità della prima modalità, quanto prendere atto della esistenza di una ulteriore deroga all’operatività del principio di parità di trattamento tra i creditori, deroga che non

¹² Jaeger, «Par condicio creditorum», in *Giur. comm.*, 1984, I, 104 ss. Per la relatività e derogabilità del principio di *par condicio creditorum* vedi anche BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 570; SANDULLI, *La crisi dell’impresa*, Torino, 2009, 41 ss.; BASSI, *Lezioni di diritto fallimentare*, Bologna, 35 ss.; COLESANTI, *Mito e realtà della «par condicio»*, in *Fallimento*, 1984, 46 ss.

costituirebbe la prima e unica nel sistema concorsuale¹³. D'altra parte, se il legislatore consente l'utilizzo di strumenti societari per il soddisfacimento dei creditori e la salvaguardia dei complessi produttivi, non può ritenersi incompatibile con il sistema il dispiegarsi di principi tipicamente ed intimamente societari come quello della disegualianza soggettiva tra soci (che non è altro che il riflesso della eguaglianza proporzionale tra gli stessi)¹⁴ e del prevalere dei poteri della maggioranza (a sua volta espressione del corrispondente principio di conservazione dell'impresa societaria)¹⁵.

Una seconda soluzione, meno radicale ma per molti versi affine alla precedente, potrebbe essere quella che neghi l'ammissibilità dell'attribuzione di partecipazioni ai creditori non già in linea astratta e preventiva, ma solo quando in concreto, in virtù dei rispettivi crediti, alcuni creditori-soci raggiungono i *quorum* rilevanti ai fini dell'esercizio di taluni diritti sociali, mentre altri non possono raggiungerli. In questa prospettiva, la valutazione circa la compatibilità dell'attribuzione di partecipazioni ai creditori con il principio della *par condicio* andrebbe compiuta, di volta in volta, con riferimento al contenuto del piano di concordato e, soprattutto, prendendo in considerazione lo specifico ammontare dei crediti spettante a ciascun creditore della classe. Se, per effetto dell'assegnazione, a taluni creditori spetta il diritto di esercitare tutti o taluni dei cd. diritti della minoranza, mentre altri creditori, in ragione della loro quota di partecipazione, non raggiungono il *quorum* minimo per l'esercizio di tutti o taluni di detti diritti, si verrebbe a creare una situazione di potenziale incompatibilità con il principio della *par condicio*; se, al contrario, l'esame dell'ammontare dei rispettivi crediti consente di escludere il verificarsi della situazione sopra descritta, non vi sarebbe motivo per impedire l'assegnazione di partecipazioni ai creditori.

Anche questa soluzione non convince, perché rischia comunque, nella massima parte dei casi, di impedire la realizzazione pratica del risultato. Attesa la grande varietà di percentuali richieste dalle varie norme per l'esercizio di diritti sociali (nelle società non quotate si spazia dal 5% richiesto per la richiesta di annullamento di delibere assembleari al terzo del capitale sociale necessario per chiedere il rinvio dell'assemblea), appare largamente probabile che, comunque, venga a crearsi una qualche disegualianza tra alcuni creditori nell'attribuzione dei diritti sociali, così che anche questa interpretazione rischia di tradursi in un'abrogazione di fatto dell'istituto in esame. Sotto altro profilo, non può trascurarsi di considerare che, indipendentemente dall'ammontare dei crediti di cui ciascun creditore è titolare, l'assegnazione di partecipazioni produce sempre, *a contrario*,

¹³ Per un esame delle norme che realizzano esigenze contraddittorie con la *par condicio*, vedi, ancora, JAEGER, «*Par condicio creditorum*», cit., 102 ss., nonché, più di recente, NIGRO, VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Bologna, 2009, 42.

¹⁴ Sulla eguaglianza tra soci come «proporzionalità», nella quale l'elemento di riferimento è rappresentato dalla misura della partecipazione sociale detenuta dall'azionista, vedi BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, cit., 556.

¹⁵ Sul principio di conservazione dell'impresa societaria dopo la riforma vedi RIVOLTA, *Ragioni dell'impresa e principio di conservazione nel nuovo diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 561 ss.

un effetto non egualitario nella misura in cui “parifica” i creditori in relazione ai cd. diritti non accrescibili, che spettano a tutti i soci in misura eguale, indipendentemente dall’ammontare del credito da ciascuno vantato. Pur nella ipotesi (alquanto improbabile) in cui tutti i creditori-soci vengano a trovarsi esattamente nella medesima situazione in ordine alla titolarità dei cd. diritti della minoranza, sarebbe insuperabile comunque il trattamento diseguale di senso opposto, che si presenta nel trattare in modo eguale i creditori-soci malgrado il diverso ammontare dei crediti di cui ciascuno è portatore¹⁶. La soluzione in esame, quindi, si avvicina, fin quasi a confondersi, a quella sopra esaminata e della stessa ne condivide, in ultima analisi, l’intima insostenibilità.

Altra possibile soluzione alla dedotta diseguaglianza nell’attribuzione dei diritti sociali potrebbe essere rappresentata dall’introduzione di un vincolo al proponente del concordato, nel senso che l’attribuzione di partecipazioni ai creditori è compatibile solo nel caso in cui si introducano nella società le cui partecipazioni sono destinate ai creditori, delle clausole statutarie che consentano di temperare il dispiegarsi degli effetti della diseguaglianza soggettiva. Varia è la tipologia di clausole statutarie che consentono di perseguire questa strada: si va dalla riduzione o, addirittura, eliminazione in via statutaria dei *quorum* legali richiesti per l’esercizio dei diritti sociali, alla previsione del voto di lista, che consente anche alla minoranza di poter nominare uno o più consiglieri, dalla introduzione del cd. voto scalare (art. 2351, comma 3, c.c., limitato alle sole società chiuse) fino alla previsione del voto capitario. Mediante queste clausole, da un lato si cerca di evitare che taluni soci diventino titolari di alcuni diritti sociali che ad altri sono preclusi, dall’altro lato si attenua l’esplicarsi della regola capitalistica in base alla quale il socio di maggioranza ha il potere di nominare tutti i consiglieri, privando di ogni facoltà tutti gli altri soci.

Questa proposta, a differenza delle altre, presenta il merito di non cedere alla facile nostalgia del passato, che si presenta sotto forma di richiamo a principi generali per abrogare previsioni legali sgradite, ma non pare idonea a costituire una solida base per delineare una risposta soddisfacente. L’imposizione di clausole statutarie che limitino gli effetti della diseguaglianza soggettiva non apporta, infatti, un contributo decisivo al problema evidenziato, sia perché non lo risolve, sia perché, sotto altri profili, lo accresce e lo rende ancora più evidente.

In fatto, è largamente probabile che vi sia almeno un socio che, malgrado la previsione statutaria del voto di lista, del voto a scalare o del voto capitario non riuscirà ad eleggere nemmeno un consigliere o, all’opposto, che vi sia un socio che riesca in ogni caso ad eleggerne più di uno.

L’obiezione decisiva è un’altra.

¹⁶ Questa violazione del principio di proporzionalità non si verificherebbe nel solo caso, meramente ipotetico, in cui tutti i creditori siano titolari esattamente dello stesso ammontare di crediti; si tratta, tuttavia, di ipotesi di mera scuola.

Queste clausole statuarie, nella misura in cui attribuiscono ai soci di minoranza più diritti di quelli che ad essi spetterebbero sulla base della partecipazione sociale posseduta, ne sottraggono specularmente ai soci di maggioranza. In tal modo, si attenua la disegualianza soggettiva tra i soci ma, allo stesso tempo, si viola l'eguaglianza proporzionale tra i soci stessi, che si declina appunto nell'attribuzione di maggiori diritti ai soci che abbiano una maggiore quota di partecipazione, proiezione del principio di corrispondenza tra potere e investimento economico¹⁷.

Con particolare riferimento al diritto di voto, eguaglianza proporzionale tra soci significa che ad ogni socio è attribuito un numero di voti proporzionale al numero delle azioni (nel caso di s.p.a.) o alla misura della quota (nella s.r.l.)¹⁸. Nel momento in cui si introduce, ad esempio, la previsione del voto a scalare, il socio che detenga un numero di azioni superiore al limite fissato statutariamente non può esercitare il diritto di voto per le azioni eccedenti tale limite: in questo caso, la discriminazione si verifica tra creditori-soci che possono esercitare il diritto di voto per tutte le azioni assegnate (perché al di sotto del limite) e creditori-soci che possono esercitare il diritto di voto solo per una parte delle azioni assegnate (perché la partecipazione complessiva supera il limite statutario). La violazione del principio di corrispondenza tra ammontare del credito e numero di voti attribuito viene così violato a detrimento dei creditori maggiori, i quali, per effetto dell'assegnazione, possono esercitare un numero di voti non proporzionale (*in peius*) rispetto all'ammontare dei propri crediti. Questa lesione diventa ancora più evidente nel caso di introduzione statutaria del voto capitarario (nei limiti in cui lo si ritenga ammissibile, tanto nelle s.p.a.¹⁹, quanto nelle s.r.l.)²⁰, mediante il quale la regola capitalistica della proporzione tra partecipazione e numero di voti viene ad essere non già derogata, quanto sovvertita. Qui, i creditori, divenuti soci, ottengono un numero di voti eguale, indipendentemente dall'ammontare dei propri crediti, che cessano di essere la misura per calcolare i diritti di voto. L'introduzione del voto a scalare o del voto capitarario

¹⁷ Per la corrispondenza tra potere e investimento economico, è sufficiente il richiamo a BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, cit., 556; RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, cit., 294; FERRI, *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 35 ss. In un'ottica comparativa e di analisi economica vedi HANSMANN, KRAAKMAN, *Che cos'è il diritto societario*, in R. KRAAKMAN, P. DAVIES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K.J. HOPT, H. KANDA, E. ROCK (a cura di), *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006, 21 ss.. Per una relativizzazione e svalutazione del principio, già prima della riforma, vedi DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973, 239 ss.; OPPO, *Sui principi generali del diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, I, 486.

¹⁸ Sul principio di proporzionalità tra partecipazione e voto sancito nelle s.r.l. dall'art. 2479, comma 5, c.c. e sui limiti alla sua derogabilità in via statutaria (fermo restando la possibilità di deroga mediante la previsione dei "diritti particolari"), vedi, con posizioni differenti, ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile. Commentario* diretto da F. Busnelli, II, Milano, 2010, 1301 ss.; ROSAPEPE, *Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 482; LUPETTI, *Deroga al criterio di proporzionalità tra partecipazione sociale e diritto di voto nelle s.r.l. tra vecchio e nuovo diritto societario*, in *Riv. not.*, 2004, 1548 ss..

¹⁹ Per l'ammissibilità del voto capitarario nelle s.p.a., vedi SANTORO, *Art. 2351*, in *La riforma delle società* a cura di M. Sandulli, V. Santoro, I, Torino, 2003, 151 ss.

²⁰ In dottrina è dibattuta la questione circa l'ammissibilità del voto capitarario nelle s.r.l.. Per una rassegna delle varie opinioni vedi BENAZZO, *Art. 2479*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. Abriani e M. Stella Richter, II, Torino, 2010, 2479; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1302.

non elimina così il problema, ma lo sposta, tutelando alcuni creditori-soci ma pregiudicandone altri. Ne consegue che dette previsioni statutarie, lungi dal garantire la *par condicio creditorum*, possono diventare esse stesse causa della lesione di detto principio. Questa potenziale violazione non si verifica nel caso di voto di lista, ove il principio capitalistico di proporzionalità viene mantenuto, anche se spuntato dei suoi più penetranti effetti antiegalitari; questa clausola può, pertanto, ritenersi certamente ammissibile, ma, per le ragioni esposte, essa non è doverosa ai fini della tutela della parità di trattamento tra creditori.

L'ultima possibile risposta al problema è quella che si risolve nell'affermare che l'attribuzione di partecipazioni ai creditori in misura proporzionale rispetto all'ammontare dei crediti non costituisce una violazione della *par condicio creditorum* sotto il profilo giuridico.

Questa soluzione si impone anzitutto perché nessuna delle altre appare convincente e, quindi, si presenta come la sola in grado di salvaguardare la lettera della norma e l'operatività dell'istituto. La diversità dei diritti esercitabili dai soci è il portato della regola della eguaglianza proporzionale, che caratterizza le società di tipo capitalistico e che, a sua volta, costituisce la proiezione della diversità di investimento effettuata dai soci. Nel momento in cui il soddisfacimento dei creditori avviene mediante una forma di *datio in solutum*²¹, attraverso l'attribuzione ad essi di partecipazioni sociali, il credito concorsuale dei creditori può essere parificato, da un punto di vista sostanziale, ad un conferimento²², perché esso costituisce il "corrispettivo" pagato dai creditori per l'acquisto della partecipazione sociale o, in altri termini, il prezzo pagato per divenire soci della società. Parificando il credito concorsuale dei creditori al conferimento dei soci, l'eguaglianza proporzionale tra i soci costituisce il riflesso della eguaglianza proporzionale tra i creditori, che a sua volta rappresenta l'essenza della *par condicio*. Se i creditori, nel rispetto della regola maggioritaria che presiede alla formazione della volontà dei creditori in sede concordataria, approvano un piano che preveda l'attribuzione di partecipazioni sociali (a tutti i creditori o solo ai creditori appartenenti ad una o più classi), acconsentono anche ad assoggettarsi, una volta divenuti soci, alle regole tipiche dell'organizzazione corporativa societaria e, tra queste, al principio secondo cui non tutti i diritti sociali operano allo stesso modo (distinzione tra diritti accrescibili e diritti non accrescibili) e non tutti i diritti sono attribuiti ad ogni socio (i cd. diritti della minoranza legati al possesso di determinati *quorum*).

A sostegno della soluzione che precede milita un ulteriore argomento. L'affermazione secondo cui l'assegnazione ai creditori di taluni diritti sociali che sono negati ad altri si

²¹ SANDULLI, *Art. 160*, cit., 986.

²² Fermo restando che, da un punto di vista operativo, l'attribuzione di partecipazioni ai creditori in sede di concordato può avvenire secondo diverse modalità. Per una esaustiva rassegna delle varie tecniche e delle problematiche a ciascuna connessa, vedi GALLETI, *Art. 160*, in *Commentario alla legge fallimentare*, diretto da C. Cavallini, III, Milano, 2010.

traduce in una lesione della *par condicio* potrebbe essere condivisa solo nei limiti in cui si ritenga di accogliere una ben definita nozione di tale principio, ovvero una nozione, di tipo matematico-oggettivo, secondo cui ai creditori deve essere attribuito sempre un numero di diritti sociali strettamente proporzionale rispetto all'ammontare dei propri crediti. Questa nozione della *par condicio* non può essere, tuttavia, accolta perché pretende di rendere assoluto ed estendere un significato che, al contrario, mantiene una propria validità solo nel caso di soddisfacimento mediante pagamento in danaro, ove l'assoluta fungibilità che caratterizza il danaro stesse rende doverosa un'attribuzione di utilità monetarie in modo strettamente proporzionale rispetto all'ammontare del credito. Quando, invece, il soddisfacimento avviene mediante una *datio in solutum*, la verifica dell'effettivo rispetto della *par condicio* non può prescindere da una valutazione specifica del "bene" che viene attribuito ai creditori, delle sue caratteristiche, delle sue modalità d'uso. In questo caso, le regole di funzionamento dell'organizzazione societaria non possono rimanere prive di rilievo, ma concorrono a definire pienamente il quadro di riferimento, giustificando un'attribuzione di diritti sociali non strettamente proporzionale, laddove ciò sia espressione necessaria dell'operare delle regole medesime, salvo valutare la conseguenza di tale attribuzione non proporzionale sul piano conseguente ma connesso del valore di mercato delle partecipazioni attribuite (vedi *infra*).

7. Proprio l'ultima considerazione esposta conduce, tuttavia, a non considerare chiuso il problema, ma a procedere ulteriormente nella ricerca, guardando sotto un altro e concorrente profilo al rapporto tra *par condicio creditorum* e regole societarie.

La relazione tra azioni o quote e, soprattutto, tra i diritti e gli obblighi spettanti ai titolari di dette azioni (che, come sopra visto, determina il sorgere del problema della possibile violazione della *par condicio*) è, infatti, proprio il campo di elezione di una tipica regola societaria, il cd. principio di eguaglianza tra soci, che appunto sul profilo relazionale si basa e si esprime. Sorge così l'ulteriore esigenza di porre a raffronto *par condicio creditorum* e principio di eguaglianza tra soci, sulla base della considerazione secondo cui un'attribuzione di azioni o quote ai creditori non potrà mai essere rispettosa del primo principio se, contemporaneamente, non integra anche il secondo. Se anche i due principi operano in campi differenti, rispondono a diverse esigenze e si fondano su differenti presupposti normativi, nel momento in cui la soddisfazione dei creditori passa attraverso lo strumento societario, la *par condicio* è rispettata solo quando anche l'eguaglianza tra soci è rispettata, perché i due campi vengono a sovrapporsi. Se si condivide quanto sopra detto, circa il ruolo centrale che le regole di funzionamento societario hanno nel definire il rispetto della *par condicio creditorum* in caso di attribuzioni di partecipazioni ai creditori, una eventuale violazione del principio di eguaglianza tra soci non potrà che tradursi in una corrispondente violazione del principio di parità di trattamento tra i creditori.

Il confronto tra queste due regole è certo delicato, perché non solo la *par condicio creditorum* è principio che si presta ad assumere diversi significati nelle varie norme di riferimento, ma anche il principio di eguaglianza tra soci ha natura polisemica, nel senso che costituisce nozione dotata di una pluralità di significati²³.

Il primo dei vari significati che il principio di eguaglianza assume si identifica nella regola che afferma la legittimità delle sole diseguaglianze tra i soci che siano fondate sulla diversità quantitativa e qualitativa nel possesso delle azioni o quote e nel conseguente divieto di attribuzioni di diritti sulla base di criteri soggettivi²⁴. Questa nozione assume carattere tipologico ed inderogabile nelle s.p.a., mentre, invece, può essere derogata nelle s.r.l., ove è espressamente consentito all'atto costitutivo di prevedere l'attribuzione ai soci di «diritti particolari» (art. 2468, comma 3, c.c.). Non pare dubbio, tuttavia, che anche nelle s.r.l. l'eventuale attribuzione a taluni creditori-soci di «diritti particolari», se pur astrattamente consentita dall'ordinamento societario, urterebbe inevitabilmente con il principio della *par condicio creditorum*, differenziando il trattamento tra creditori appartenenti alla stessa classe ed attribuendo beni differenziati non solo da un punto di vista quantitativo, ma anche qualitativo. Qui la diversità dei diritti attribuiti ai soci non sarebbe conseguenza dell'operare del principio di eguaglianza proporzionale tra soci (e quindi giustificata), ma frutto di una scelta volontaria, legittima sotto il profilo contrattuale del diritto societario, ma illegittima sotto il profilo del diritto concorsuale. Il rispetto della *par condicio creditorum* passa, quindi, per il rigoroso rispetto della prima nozione del principio di eguaglianza, con conseguente divieto di prevedere, tanto nelle s.p.a. (ove, tra l'altro, è vietato dalle stesse regole societarie) che nelle s.r.l., diritti particolari in favore di singoli soci individuati nominalmente.

La seconda nozione del principio di eguaglianza tra soci è quella che si identifica nella formula “eguaglianza proporzionale o relativa”, nel senso che ai soci sono attribuiti diritti in modo proporzionale alla quantità e qualità delle azioni e quote possedute. Questa regola, che traduce il principio capitalistico della corrispondenza tra misura dell'investimento e potere, non ha carattere imperativo, bensì meramente dispositivo e residuale, tanto nelle s.p.a., quanto nelle s.r.l., potendo essere derogato in via statutaria, sia a monte, sotto il profilo della proporzionalità tra misura del conferimento e misura della partecipazione attribuita, sia a valle, sotto il profilo della proporzionalità tra entità della partecipazione e misura del potere di gestione della società²⁵. Ma se ciò è consentito

²³ BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, cit., 553 ss.. Sul punto sia consentito il richiamo a D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, 14 ss.

²⁴ ROBIGLIO, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1987, 838; PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3, 2, Torino, 1993, 37; SCIUTO, SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, I, 1, Torino, 2004, 32 (in nota); D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 103 ss.

²⁵ Sulla residualità del principio «plutocratico» o «proporzionale» nella s.r.l., vedi, per tutti, SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir.civ.*, 2003, I, 502.

ai soci in forza dell'autonomia privata loro concessa, non diventa più possibile (salvo quanto si dirà *infra*) quando l'attribuzione delle azioni o quote avviene quale modalità di soddisfacimento dei creditori in ambito concorsuale. Non è consentito né a monte, nel senso che l'ammontare del credito deve tradursi in una proporzionale attribuzione di partecipazioni sociali (salvo l'ipotesi di seguito esaminata della "partecipazione di controllo"), né a valle, nel senso che la diversità di partecipazione deve riflettersi in una diversità di diritti e poteri esercitabili all'interno della società. Con riferimento a quest'ultimo profilo, è evidente che, attribuire ai soci azioni o quote in modo proporzionale ai propri crediti (rispettando così la regola di proporzionalità a monte) e poi prevedere statutariamente dei temperamenti alla regola secondo cui i soci possono esercitare diritti in proporzione alle proprie partecipazioni sociali (così derogando alla regola a valle) significa violare la *par condicio creditorum*. Come già sopra rilevato, infatti, ciò che rileva non è tanto il numero delle azioni o il valore nominale della quota attribuita ai soci, quanto lo *status* che da esso deriva ed i diritti che, in forza di esse, i titolari possono esercitare. Nel momento in cui ad un creditore titolare di un credito di maggiore ammontare sono attribuite azioni in numero proporzionalmente maggiore rispetto a quelle attribuite al creditore titolare di un credito di minore ammontare, ma, allo stesso tempo, lo statuto della società priva il primo di taluni diritti normalmente incorporati nelle azioni o comunque limita la possibilità di esercizio dei medesimi, la diversità di posizione iniziale dei creditori non si traduce in una proporzionale diversità di *status* all'interno della società. Il discorso è, ovviamente, analogo con riferimento alle s.r.l. ed ai diritti che la quota attribuisce al socio. Tali deroghe al principio di eguaglianza proporzionale nei diritti dovranno ritenersi ammissibili solo nei limiti in cui esse si presentano come strumento necessario per assicurare l'eguaglianza proporzionale tra i creditori sotto il profilo economico del valore delle partecipazioni attribuite.

Devono pertanto ritenersi tendenzialmente vietate (salvo che esse assolvano alla funzione sopra descritta), perché lesive dalla *par condicio*, tutte le previsioni statutarie che, per quanto astrattamente ammissibili in ambito societario, derogano al principio della eguaglianza proporzionale tra soci. Si pongono, quindi, in posizione di incompatibilità con il principio della *par condicio creditorum* la previsione di categorie speciali di azioni (salva la possibilità che ai creditori appartenenti a classi diverse siano attribuite azioni di categorie diverse) o di categorie speciali di quote (laddove si ritengano ammissibili nelle s.r.l.)²⁶, perché attraverso di esse viene scisso il principio in base al quale i diritti amministrativi e patrimoniali dei soci dipendono unicamente dal numero delle azioni o dalla misura della quota (qui rileva non solo il numero delle azioni, ma anche la categoria cui appartengono; lo stesso avviene, con le dovute differenze, per la quota di s.r.l.). Analogamente, come già sopra visto, sono inammissibili le clausole che

²⁶ L'ammissibilità di categorie di quote nella s.r.l. è alquanto dubbia. Per un ampio esame del problema, vedi BLANDINI, *Categorie di quote e categorie di soci*, Milano, 2009, *passim*, spec. 203 ss.

prevedono limitazioni al diritto di voto, legate al numero delle azioni possedute o all'ammontare della quota (voto scalare, voto capitario) perché attraverso di esse si scinde il binomio partecipazione sociale-voti esercitabili e si relega tale proporzionalità a criterio residuale, operante solo laddove l'ammontare della partecipazione posseduta dal socio non ecceda la soglia stabilita statutariamente.

Sono, viceversa, da ritenersi ammissibili previsioni statutarie di sistemi elettorali per la nomina di organi sociali che tendano ad introdurre profili di maggiore proporzionalità, consentendo, in vario modo, anche a gruppi di soci di minoranza la facoltà di designare membri dell'organo amministrativo. E' questa una possibilità consentita espressamente nelle s.p.a. dall'art. 2368, comma 1, c.c., a norma del quale «per la nomina alle cariche sociali lo statuto può stabilire norme particolari», e che, probabilmente, è consentita anche nelle s.r.l. malgrado l'assenza di una esplicita norma autorizzativa. La rassegna di sistemi elettorali è vasta: si va dal voto di lista, al cd. sistema proporzionale puro, al voto cumulativo, al voto unico²⁷, così come variegato è il risultato cui l'applicazione di queste clausole può condurre. L'introduzione di queste clausole soggiace, comunque, al rispetto di taluni limiti, volti sia al rispetto di norme imperative del diritto societario²⁸, sia al rispetto del principio della *par condicio creditorum*. Con particolare riferimento a quest'ultimo aspetto, sono da valutare con particolare attenzione e rigore meccanismi statutarie che consentano di “sovvertire” il rapporto tra ammontare della partecipazione sociale del socio di maggioranza e numero di amministratori dallo stesso eleggibili, ad evitare un rovesciamento della regola capitalistica che lega il potere di voto all'ammontare della partecipazione. Probabilmente, una risposta in termini astratti potrebbe peccare di eccessiva opinabilità, così che appare più opportuno rimettere la soluzione al caso concreto, affidando all'autorità giudiziaria, in sede di ammissione e omologazione della proposta di concordato, il compito di valutare, sulla base dell'effettivo ammontare reciproco dei crediti vantati dai creditori e delle partecipazioni ad essi attribuiti, se la clausola statutaria possa effettivamente pregiudicare il principio di *par condicio creditorum*.

Rimane, invece, estraneo al problema della possibile violazione della *par condicio* il diverso tema della parità di trattamento tra soci, che attiene non già all'aspetto statico e iniziale della determinazione iniziale dei diritti attribuiti a ciascun socio, quanto al profilo dinamico del trattamento degli appartenenti al gruppo sociale sulla base dei diritti loro spettanti²⁹. La *par condicio*, infatti, deve essere rispettata al momento iniziale dell'attribuzioni delle azioni o quote e della fissazione delle posizioni giuridiche di

²⁷ Per una rassegna di queste clausole vedi SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società nelle società quotate*, Torino, 2000, 9 ss.; BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni dopo la riforma*, Milano, 2004, 72.

²⁸ Su questi problemi sia consentito il rinvio a D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., 185 ss.

²⁹ La distinzione tra parità dei diritti e parità di trattamento dei soci è da tempo acquisita in dottrina. Sul punto vedi già PASETTI, *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, 1970, 70 ss.

partenza, mentre il successivo svolgimento della vita sociale ed il trattamento che gli organi riservano ai creditori ormai divenuti soci non possono avere un rilievo concorsuale, restando assoggetti alla ordinaria disciplina societaria. Da ciò consegue l'ammissibilità anche di successive modifiche statutarie che introducano quelle previsioni statutarie di cui si è sanzionata l'inammissibilità nella fase iniziale (categorie di azioni, diritti particolari ecc.), fermo restando il rispetto dei limiti legali inderogabili e dei principi di buona fede e correttezza, nonché del principio della parità di trattamento tra soci (laddove applicabile).

8. Esaminata la possibile violazione della *par condicio creditorum* sul piano dei diritti sociali attribuiti ai creditori-soci, si può passare all'esame del diverso profilo, rappresentato dal rispetto del principio di eguaglianza tra soci in relazione al valore economico delle azioni o quote assegnate. I due profili, qui affrontati separatamente per esigenze di chiarezza espositiva, sono ovviamente connessi tra di loro, perché il valore economico della partecipazione è conseguenza proprio dei diritti che attraverso di essa il socio può esercitare.

Data per assunta la distinzione tra valore nominale delle azioni (e delle quote) e valore di mercato di mercato delle stesse, potrebbe verificarsi che ai creditori siano attribuite azioni o quote che abbiano ciascuna un valore nominale uguale e, quindi, complessivamente proporzionale all'ammontare del proprio credito, ma che, allo stesso tempo, abbiano un valore di mercato differente, tale da attribuire al complesso della partecipazione sociale assegnata al creditore un valore non proporzionale all'ammontare del proprio credito. Questo perché, per le ragioni già sopra richiamate, il valore di mercato delle azioni o quote è conseguenza anche dell'ammontare complessivo della partecipazione sociale di cui le stesse sono parte, dal quale dipende la facoltà effettiva del socio di poter esercitare tutti o parte dei diritti incorporati nelle singole azioni. Proprio in virtù di ciò, è a tutti noto che il valore della partecipazione del socio di controllo è più elevato della somma del valore delle singole azioni che la compongono, perché comprende anche il cd. premio di maggioranza, che prezza la possibilità di estrarre benefici, di vario genere, dall'esercizio del potere di controllo³⁰. Evidentemente, stessa situazione si verifica anche nelle s.r.l., ove il valore di mercato della quota del socio di controllo è maggiore in misura più che proporzionale rispetto alla quota del socio di minoranza. Si tratta di una evidenza empirica ben nota anche al legislatore, che, anche al fine di tutelare il socio di minoranza, prevede lo strumento dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria nelle società quotate (artt. 101 ss. d.lgs. n. 58/1998), onde

³⁰ L'esistenza del cd. "premio di maggioranza" o "premio di controllo" è unanimemente riconosciuta sia dalla dottrina giuridica, che da quella aziendalistica, essendo quest'ultima impegnata solo a quantificare l'entità dello stesso, piuttosto che ad accertarne l'esistenza. Sul punto vedi, in luogo di molti, STELLA RICHTER, "Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci, Milano, 1996, 104 ss.; GUATRI, BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 2005, 896 ss.

consentire a tutti i soci di condividere il premio di maggioranza altrimenti riservato al socio di minoranza.

Dal riconoscimento dell'esistenza di un premio di controllo, e della conseguente diversità di valore di mercato delle azioni o quote, all'affermazione della violazione della *par condicio creditorum* il passo è breve.

Nell'ambito delle procedure concorsuali, i creditori appartenenti alla medesima classe devono ricevere un pagamento proporzionale all'ammontare del proprio credito; nel caso di attribuzione di azioni, ogni creditore deve ricevere un numero di azioni proporzionale al credito vantato (e lo stesso discorso opera anche con riferimento alla quota di s.r.l.); il valore complessivo della partecipazione sociale attribuito ai creditori non è, tuttavia, direttamente e strettamente proporzionale al numero delle azioni o all'ammontare della quota sociale; di conseguenza, alcuni soci (il socio di controllo) potrebbero ottenere, in sede di concordato, un bene (la partecipazione sociale) avente un valore effettivo più che proporzionale rispetto al proprio credito, mentre altri creditori potrebbero conseguire un bene con un valore effettivo meno che proporzionale. In ciò si annida la violazione della regola di proporzionalità tra creditori, che anche in sede di concordato e di soddisfazione mediante *datio in solutum* deve trovare applicazione³¹.

Una risposta radicale al problema evidenziato potrebbe condurre ad affermare che l'attribuzione di azioni o quote ai creditori è sempre incompatibile con la *par condicio* perché il valore di mercato delle singole azioni attribuite ai soci è sempre differente. Questa soluzione va respinta, per le stesse ragioni sopra evidenziate con riferimento al profilo giuridico della questione, in quanto si risolverebbe nell'abrogazione implicita dell'istituto.

Parimenti, non può essere condivisa la soluzione specularmente opposta, che svaluta sempre e comunque il problema, sulla base dell'assunto secondo cui l'unica nozione giuridica e rilevante sarebbe quella del valore nominale delle azioni o quote, relegando il valore di mercato sul piano meramente fattuale e metagiuridico. Si tratterebbe, infatti, di

³¹ Un esempio, per quanto di scuola, può illuminare icasticamente la potenziale violazione della *par condicio*. Una classe è formata da due soli creditori; il creditore Tizio è titolare di crediti pari al 51% dell'ammontare complessivo dei crediti della classe, mentre il creditore Caio è titolare di crediti pari al 49%. In esecuzione di un concordato preventivo o fallimentare, il creditore Tizio riceve azioni pari al 51% del capitale sociale della società ed il creditore Caio riceve azioni pari al 49%. Per quanto formalmente rispettata la parità di trattamento, appare evidente come il valore effettivo della partecipazione sociale assegnata a Tizio, incorporando il premio di controllo, sia molto più che proporzionale rispetto al proprio credito, mentre il valore effettivo della partecipazione di Tizio sia men che proporzionale. L'esempio, si badi, si limita ad applicare alla fattispecie concorsuale in esame una considerazione formulata da autorevole dottrina già prima dell'entrata in vigore dell'attuale codice civile: «Il valore commerciale di un pacchetto azionario, tale da assicurare il controllo della società, non si riduce a quello della somma delle azioni che lo compongono, appunto perché ... esso assicura il controllo della società. Il proprietario di 51 azioni su 100 azioni di una società è in una situazione la cui diversità economica dal proprietario di 49 azioni su 100 non è certo misurata dal valore di due azioni; le due azioni assicurano il controllo della società e perciò economicamente le due situazioni sono profondamente diverse» (ASCARELLI, *In tema di vendita di pacchetto di azioni*, in *Foro it.*, 1935, I, c. 1027; poi in *Studi in tema di società*, cit., 63 ss.).

una finzione, che assicura la *par condicio* sul piano formale, ma non su quello sostanziale ed economico, che non può rimanere estraneo o indifferente per i creditori.

Anche in questo caso, l'interpretazione deve essere guidata dal riferimento alla peculiare fattispecie del soddisfacimento mediante *datio in solutum*, ove ciò che rileva è l'idoneità del bene attribuito a soddisfare l'interesse del creditore. Quando il bene è rappresentato da azioni o quote, il soddisfacimento del creditore non passa dal mero valore nominale della partecipazione, quanto dai diritti sociali che la stessa consente di esercitare e dal valore complessivo ad essa connesso e che può essere monetizzato attraverso la vendita a terzi. Con particolare riferimento alle azioni di società per azioni, senza che ciò significhi una ipostatizzazione o reificazione della partecipazione sociale, non pare dubbio che la valutazione della *par condicio* non possa fermarsi a livello di valore nominale della azione, ma debba allargarsi al piano del valore di mercato della medesima, quale dipendente dal complesso della partecipazione sociale. L'accoglimento della proposta interpretativa che precede non richiede necessariamente adesione alle tesi che afferma l'unitarietà della partecipazione sociale in luogo delle singole azioni (problema che, per la sua complessità, non può trovare nemmeno un tentativo di soluzione in questa sede), ma semplicemente presuppone che, ai fini della *par condicio*, occorre guardare al valore di mercato della singola azione e prendere atto che esso dipende anche dal complesso della partecipazione di cui quel socio è titolare.

Più corretta è, quindi, una soluzione di compromesso che distingua in base alla differente situazione in fatto che viene a crearsi a seguito dell'assegnazione delle azioni. La valutazione del rispetto della *par condicio creditorum* deve essere compiuta non già con riferimento al numero delle azioni o alla misura della quota attribuita al socio, ma in relazione all'effettivo valore economico delle azioni o della quota³², tenendo presente che esso dipende anche dall'entità della partecipazione sociale complessiva del socio e dagli assetti proprietari della società.

La *par condicio* sarà, pertanto, violata quando, per effetto della proporzione reciproca tra i crediti, ad un creditore è attribuita una partecipazione sociale che, indipendentemente dal numero delle azioni che la compongono o dal suo valore nominale, abbia un valore economico più che proporzionale rispetto al credito concorsuale vantato, in ragione del "plusvalore" o "premio" legato al possesso di una determinata quota del capitale sociale.

Tale situazione si verificherà certamente quando, per effetto dell'attribuzione, il creditore conseguirà il controllo della società, così beneficiando del cd. premio di maggioranza (l'esempio sopra riportato del creditore cui viene attribuito il 51% del capitale sociale della società). Dubbio è, invece, il rilievo connesso all'eventuale riconoscimento di un "premio" legato non già al controllo, quanto alla possibilità che l'ammontare della partecipazione consenta il ricorso ai cd. diritti della minoranza; ciò in

³² In questo modo, si manifesta adesione alle opinioni già espresse dalla dottrina statunitense sopra richiamata nonché dalla dottrina italiana che si è occupata del tema della divisione del pacchetto azionario di controllo tra i coeredi.

quanto, da un lato, l'esistenza effettiva di un "premio" in queste situazioni non è affatto pacifica³³, e, dall'altro lato, vi è l'effettivo rischio di andare incontro ad una opinabilità di valutazioni tale da rendere sostanzialmente impossibile procedere ad un effettivo controllo in sede giurisdizionale. Per lo stesso motivo, si deve escludere la rilevanza, ai fini della valutazione del valore delle partecipazioni attribuite, dei cd. "sconti di liquidità", in virtù dei quali si applica alle partecipazioni di minoranza uno "sconto" tanto maggiore quanto è più elevata la partecipazione medesima, in ragione delle maggiori difficoltà di procedere ad una liquidazione sul mercato.

Va, comunque, sottolineato che l'esistenza di un "premio" legato ad una partecipazione non si verifica sempre e necessariamente in caso di attribuzioni di azioni o quote, essendo probabilmente più comuni nella prassi fattispecie nelle quali la polverizzazione del numero dei creditori ed il limitato peso percentuale di ciascuno di essi impediscano, per effetto dell'attribuzione di partecipazioni sociali, il formarsi di una posizione di controllo o, comunque, di sostanziali differenze di peso azionario, così escludendosi in radice il problema del diverso valore di mercato delle azioni o delle quote.

Il non agevole compito di verificare l'osservanza del principio di *par condicio creditorum*, nell'accezione ora descritta, spetterà agli organi della procedura. In caso di concordato fallimentare, il controllo spetterà preliminarmente al curatore in sede di esame della proposta ai sensi dell'art. 125, comma 1, l.fall., al giudice delegato nell'ambito del vaglio sulla ritualità della proposta *ex art. 125, comma 2, l.fall.*³⁴ e, soprattutto, al tribunale nell'ambito del giudizio di omologazione *ex art. 129 l.fall.* In caso di concordato preventivo, il controllo dovrà essere effettuato dal Tribunale in sede di valutazione dei presupposti di ammissibilità della proposta *ex art. 162 l.fall.* ed in sede di giudizio di omologazione *ex art. 180 l.fall.*, essendo il principio di *par condicio* una delle regole legali inderogabili la cui violazione preclude l'omologazione del concordato. Non rimane estraneo a questo compito di valutazione anche il commissario giudiziale, il quale, ove ravvisi una violazione della regola di eguaglianza, dovrà farne oggetto di relazione ai sensi dell'art. 173 l.fall., configurandosi il rispetto della regola di eguaglianza quale condizione per l'ammissibilità del concordato.

Anche il proponente il concordato preventivo o fallimentare, in sede di proposta di concordato, dovrà adeguatamente esaminare il profilo dell'effettivo rispetto del principio di eguaglianza tra creditori sotto il profilo dell'effettivo valore di mercato della partecipazione attribuita a ciascun creditore, opportunamente modulando il piano onde evitare il rischio di trattamento diseguali. Laddove l'ammontare reciproco dei crediti sia tale da determinare l'insorgere di una posizione di controllo, il proponente dovrebbe procedere, già in sede di piano, ad un tentativo di quantificazione del premio di controllo

³³ In argomento, MASSARI, ZANETTI, *Valutazione finanziaria*, Milano, 2004, 365 ss.

³⁴ Sulla distribuzione delle competenze decisionali fra gli organi nella fase iniziale, vedi, di recente, DI CECCO, *Art. 125*, in *La legge fallimentare riformata*, a cura di Alessandro Nigro, Michele Sandulli e Vittorio Santoro, II, Giappichelli, Torino, 2010, 1709 ss.

e del corrispondente “sconto di minoranza”, onde attribuire ai creditori non già un numero di azioni strettamente proporzionale ai propri crediti (o una quota dal valore strettamente proporzionale al credito), ma un numero di azioni il cui valore economico complessivo rispetti il principio di proporzionalità (per esempio, attribuendo al creditore di maggioranza un numero di azioni meno che proporzionale e tale da compensare il loro maggior valore). In alternativa, si può prevedere l'introduzione di clausole statutarie che incidano sul modo in cui i diritti sociali vengono esercitati (voto di lista, voto scalare) e, quindi, sull'effettivo valore di mercato della partecipazione. Si tratta, certo, di operazioni dal contenuto e dagli esiti non oggettivi, caratterizzati da elevata opinabilità, ma, d'altra parte, esse costituiscono il viatico necessario per impedire che il principio della *par condicio* possa essere ridotto a mero simulacro formale o, al contrario, divenire un feticcio tale da impedire ogni e qualsiasi proposta di attribuzione di partecipazioni ai creditori.

9. Resta da esaminare l'ultimo profilo. L'assegnazione proporzionale di azioni o quote ai creditori sembra condurre ad una violazione della *par condicio creditorum* anche sul piano fattuale degli interessi perseguiti o realizzati dai creditori.

Indipendentemente dalle questioni sopra esaminate dei diritti nascenti dalle azioni o quote e del loro effettivo valore di mercato, le partecipazioni sociali possono avere una maggiore o minore utilità per i singoli creditori in ragione della loro differente condizione soggettiva, qualifica professionale, situazione economica, ecc.. Ad esempio, l'attribuzione di partecipazioni in una società operativa può avere una maggiore utilità per creditori che operano nello stesso campo piuttosto che per creditori di tipo finanziario, interessati solo ad una monetizzazione dell'investimento; analogamente, l'interesse all'acquisto della qualità di socio può modularsi variamente in ragione della diversa propensione al rischio dei creditori. Il tema, si badi, è differente da quello sopra affrontato, perché qui il possibile diverso valore della partecipazione attribuita è legato al dato soggettivo legato della persona del creditore che diviene socio, non al dato oggettivo dell'ammontare della partecipazione sociale.

Questa diversità di utilità rimane, tuttavia, sul piano meramente fattuale, senza poter assumere un rilievo giuridico. Di essa terrà conto il creditore quando dovrà valutare la convenienza del concordato al momento della votazione, ma da questo diverso impatto non può certo derivarsi un'asserita violazione della *par condicio*, che attiene al dato oggettivo della natura e del valore di mercato del bene assegnato al creditore, non certo all'apprezzamento della utilità che il medesimo creditore potrà trarre da esso.

D'altra parte, la diversa utilità della proposta di concordato per i creditori in ragione della loro differente condizione soggettiva è fenomeno sempre ricorrente in tutti i concordati preventivi e fallimentari. Si pensi, a mò di esempio, al concordato fallimentare che preveda una soddisfazione in percentuali minori ma in tempi più rapidi di quelli

richiesti dalla liquidazione fallimentare: la proposta potrà avere una utilità differente per i diversi creditori in forza della loro condizione soggettiva, senza che questo determini certo una violazione della *par condicio*. Siamo nel campo, appunto, della convenienza, sulla quale i creditori si esprimono attraverso il voto e la conseguente soggezione al principio maggioritario, ferme restando le garanzie apprestate dal legislatore per immunizzare il conflitto d'interessi in cui possono trovarsi taluni creditori ed i potenziali abusi della regola di maggioranza³⁵. Se questo è vero per il caso di pagamento in danaro, non si ravvisa il motivo perché dovrebbe cessare di essere valido nel caso di soddisfacimento mediante assegnazioni di partecipazioni, ove il principio di maggioranza tiene luogo del consenso del singolo creditore previsto, nell'ambito del diritto comune, per le ipotesi di *datio in solutum*³⁶.

10. In conclusione, dei tre potenziali profili di incompatibilità tra la modalità di soddisfacimento dei crediti mediante attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori ed il principio di *par condicio creditorum* (giuridico, economico e fattuale) assume un effettivo rilievo solo il secondo.

La diversità dei diritti attribuiti ai soci in conseguenza del differente ammontare della partecipazione assegnata non costituisce violazione della *par condicio*, ma solo il portato della coerente applicazione delle ordinarie regole del diritto societario. Resta ferma l'inammissibilità di previsioni statutarie derogatorie del principio di eguaglianza tra soci che, per quanto ammissibili sul piano strettamente societario, si traducano in una violazione della regola di proporzionalità tra i creditori; tali clausole potranno superare il vaglio di ammissibilità solo nella misura in cui siano necessarie per salvaguardare la *par condicio* sul piano del valore economico delle partecipazioni attribuite.

Allo stesso modo, la diversa utilità che le partecipazioni sociali possono apportare ai creditori in ragione della loro differente condizione soggettiva assume rilievo unicamente sul piano della convenienza della proposta e del conseguente voto.

³⁵ Su fondamento e limiti del principio maggioritario nei concordati, nonché sullo specifico tema dei conflitti d'interessi dei creditori, vedi SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, Giuffrè, 1984, *passim* e spec. 261 ss.; ID., *Concordato preventivo, conflitto di interessi fra creditori e sindacato dell'autorità giudiziaria*, in *Fallimento*, 2009, 32 ss.; ID., *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *ivi*, 1062 ss.; JAEGER, «Par condicio creditorum», *cit.*, , 88 ss.; D'ALESSANDRO, *Sui poteri della maggioranza del ceto creditorio e su alcuni loro limiti*, in *Fallimento*, 1990, 189 ss.; FABIANI, *Brevi riflessioni su omogeneità degli interessi ed obbligatorietà delle classi nei concordati*, in *Fallimento*, 2009, 437 ss.; ID., *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, Utet, 2009, 164 ss.; STANGHELLINI, *Creditori «forti» e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2006, 381; PATTI, *Crisi di impresa e ruolo del giudice*, Milano, Ipsoa, 2009, 209 ss.; D'ATTORRE, *Il conflitto d'interessi tra creditori nei concordati*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 392 ss.

³⁶ Cfr. GUERRERA, *Il "nuovo" concordato fallimentare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 539, il quale osserva che «nel nuovo concordato (preventivo e fallimentare), i creditori non vantano neanche un diritto intangibile al soddisfacimento pecuniario. ... I diritti dei creditori sono quindi virtualmente destinati ad essere, non soltanto incisi, com'è fisiologico nel concordato, ma anche novati per effetto dei poteri d'iniziativa che attivano il processo di ristrutturazione economico-patrimoniale-finanziaria-societaria dell'impresa insolvente».

Diversamente, sul piano economico, la valutazione del rispetto della *par condicio creditorum* deve essere compiuta non già con riferimento al mero numero delle azioni o alla misura della quota attribuita al socio, ma in relazione all'effettivo valore economico delle azioni o della quota, tenendo presente che esso dipende anche dall'entità della partecipazione sociale complessiva del socio e dagli assetti proprietari della società.

Tenuto conto della complessità e relativa novità del tema, la risposta che precede si presenta comunque provvisoria ed opinabile; si confida che l'incontro possa fornire utili spunti per una prosecuzione della ricerca.