

VII CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI  
UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"  
"L'INFLUENZA DEL DIRITTO EUROPEO SUL DIRITTO COMMERCIALE ITALIANO:  
VALORI, PRINCIPI, INTERESSI"  
Roma, 26-27 febbraio 2016

IACOPO DONATI

**Il *bail-in* bancario: spunti per il nuovo diritto societario della crisi**

SOMMARIO: 1. Cenni sulla nuova disciplina delle crisi bancarie. – 2. Il *bail-in* bancario. – 3. La distribuzione del controllo e del valore nelle società di capitali. – 4. (segue) Gli effetti della crisi della società. – 5. La recente societarizzazione del diritto fallimentare. – 6. Capitale di rischio e capitale di debito: una classificazione in crisi? – 7. I vincoli imposti dal diritto europeo e costituzionale. – 8. Conclusioni: spunti per il superamento della regola "ricapitalizza, trasforma o liquida".

*1. Cenni sulla nuova disciplina delle crisi bancarie*

Il 16 novembre 2015 il Governo ha recepito – con quasi undici mesi di ritardo – la direttiva 2014/59/UE sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi (*Bank Recovery and Resolution Directive* o BRRD) <sup>(1)</sup>. Questo nuovo corpo normativo – che ha fatto ingresso nel nostro ordinamento tramite due decreti legislativi <sup>(2)</sup> – non ha atteso a lungo per farsi notare.

---

<sup>(1)</sup> Per una panoramica del percorso che, partendo dai *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* elaborati dal *Financial Stability Board* (FSB) nell'ottobre 2011, ha condotto all'adozione della *Bank Recovery and Resolution Directive*, si rinvia a M. HAENTJENS, *Work of International Organizations on Bank Recovery and Resolution: An Overview*, in *Bank Recovery and Resolution*, a cura di M. Haentjens e B. Wessels, L'Aja, 2014, pp. 3 ss.

<sup>(2)</sup> Si tratta del d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 (di seguito, "Decreto Risoluzione"), che ha recepito in maniera organica le disposizioni contenute nella BRRD con riferimento ai poteri e alle competenze spettanti all'autorità di alla programmazione e alla gestione della risoluzione bancaria (su cui, *infra* in questo paragrafo), e del d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181, che ha, invece, modificato il Testo Unico Bancario (d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385) adeguandone la disciplina al nuovo quadro normativo per la gestione delle crisi bancarie (in particolare, modificando la disciplina della liquidazione coatta amministrativa), recependo le disposizioni della BRRD in tema di amministrazione straordinaria (cfr. art. 75-*bis* TUB) ed inserendo all'interno del TUB le norme in tema pianificazione della crisi da parte degli intermediari bancari e risanamento previste dalla BRRD. Entrambi questi decreti legislativi sono stati adottati nell'esercizio della delega concessa dal Parlamento al Governo con l. n. 9 luglio 2015, n. 114.

Nel giro di pochissimi giorni, infatti, il Governo ha fatto ricorso alla disciplina di recepimento della BRRD (allo scopo integrata dal d.l. 22 novembre 2016, n. 183) al fine di approntare una soluzione per la crisi di quattro banche italiane di dimensioni regionali <sup>(3)</sup>. L'intervento – avvenuto nell'arco di un *weekend*, come impone la necessità di preservare la stabilità dei mercati finanziari <sup>(4)</sup> – ha posto una parte sostanziosa dei costi del salvataggio a carico degli azionisti e dei titolari di obbligazioni subordinate <sup>(5)</sup>. Con ciò, tuttavia, non si è inteso anteporre l'interesse delle banche a quello dei risparmiatori; piuttosto, in un contesto in cui è stato impedito agli Stati membri di utilizzare fondi pubblici per salvare le banche (v. *infra*), la soluzione attuata ha permesso che la perdita complessiva fosse inferiore rispetto all'alternativa della liquidazione coatta amministrativa (in altri termini, in caso di liquidazione coatta amministrativa sarebbero stati anche i titolari di pretese non subordinate a perdere il loro investimento, non soltanto gli azionisti e i titolari di obbligazioni subordinate) <sup>(6)</sup>.

La nota vicenda, appena accennata nei suoi tratti essenziali, consente tuttavia di svolgere una fondamentale premessa. Il fatto che coloro che abbiano investito in una banca in dissesto subiscano perdite non costituisce una conseguenza dell'introduzione dei nuovi strumenti

---

<sup>(3)</sup> Per la precisione, le banche coinvolte dall'intervento sono state Banca Marche, Banca Etruria, CariChieti e Cassa di Risparmio di Ferrara.

<sup>(4)</sup> Si tratta del c.d. *resolution weekend*, termine ampiamente utilizzato durante le negoziazioni che hanno condotto all'adozione della BRRD. La definizione di un quadro che permettesse di agire in tempi rapidissimi, contenuti nella maggior parte dei casi ad un fine settimana al fine di sfruttare la chiusura dei mercati finanziari, ha rappresentato uno degli obiettivi principali del legislatore europeo.

<sup>(5)</sup> La parte residua dei costi è stata coperta da un intervento del Fondo di Risoluzione la cui dotazione, per il momento, è stata fornita, a titolo di prestito, da alcune principali banche italiane ma che, in prospettiva, sarà alimentato dai contributi delle banche stabilite nel nostro paese e progressivamente mutualizzato a livello europeo entro il 2024 in base ad un Accordo intergovernativo concluso il 21 maggio 2014 tra 26 Stati membri (tutti i paesi dell'UE, tranne Svezia e Regno Unito).

<sup>(6)</sup> Uno studio piuttosto risalente, ma da ritenere ancora attuale in questa prospettiva, evidenzia con chiarezza la volatilità del *business* bancario (C. JAMES, *The Losses Realized in Bank Failures*, in *The Journal of Finance*, 46, 1991, pp. 1223 ss. e, *ivi*, p. 1228). In particolare, prendendo in esame un campione di 412 banche dichiarate insolventi tra il 1985 e il 1988 negli Stati Uniti, emerge che il valore effettivamente realizzato è stato mediamente inferiore rispetto al valore contabile dell'attivo di circa il 34% in caso di liquidazione disaggregata e di circa il 19% in caso di cessione dell'attivo in blocco. Ciò appare facilmente comprensibile in relazione alla natura dell'attività bancaria per la quale la solvibilità è condizione imprescindibile (cfr. inciso, E.S. HARRIS, *Ben Bernanke's Fed: The Federal Reserve after Greenspan*, Harvard Business Press, 2013, p. 179, il quale afferma che «*Liquidity is the lifeblood of financial institutions*»).

per la gestione delle crisi bancarie. Ciò dipende, al contrario, da una precisa scelta di fondo del legislatore europeo volta a porre fine ai salvataggi bancari a spese dei contribuenti (cc.dd. *bail-out*), che hanno interessato molte banche europee nel corso della crisi finanziaria esplosa nel 2008 <sup>(7)</sup>. Infatti, tale garanzia sovrana dei debiti bancari – resasi in passato necessaria, stante la mancanza di strumenti idonei a consentire la gestione delle crisi bancarie senza ripercussioni sul sistema economico-finanziario <sup>(8)</sup> – presenta numerose controindicazioni in una prospettiva di sistema. Più precisamente, se da un lato un *bail-out* rappresenta il “male minore” rispetto alla liquidazione non controllata dell’attività di una banca in crisi (il caso Lehman Brothers è paradigmatico in questo senso), dall’altro, l’aspettativa di un salvataggio pubblico rappresenta un incentivo all’eccessiva assunzione di rischi da parte delle banche <sup>(9)</sup> e crea un pericolosissimo meccanismo di interdipendenza tra solidità del sistema bancario e solidità delle finanze pubbliche <sup>(10)</sup>.

---

<sup>(7)</sup> Rimanendo in ambito solo europeo, tra le principali operazioni di salvataggio di intermediari bancari degli ultimi anni possono essere citate quelle poste in essere dal Regno Unito con riferimento a Northern Rock (2008), Royal Bank of Scotland (2008), HBOS (2008) e Lloyd TSB Group (2009), quelle poste in essere dalla Germania con riferimento a Hypo Real Estate (2008) e quelle poste in essere dal Belgio con riferimento a Dexia (2008) e a Fortis (2008), in quest’ultimo caso operando congiuntamente con Olanda e Lussemburgo.

<sup>(8)</sup> Si tratta del fenomeno del c.d. *too big (or too complex) to fail*, indicato spesso unitariamente ma scomponibile in diversi ordini di problemi. Sul tema, per maggiori approfondimenti si rimanda a anche J. ARMOUR, J.N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholders Value*, in *Journal of Legal Analysis*, 6.1, 2014, pp. 35 ss.; S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, in *LSE Financial Market Group Paper Series*, 2012, reperibile all’indirizzo [www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers](http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers).

<sup>(9)</sup> Si tratta del fenomeno del *moral hazard* derivante dal fatto che, da un lato, l’attività bancaria produce profitti di cui i soci hanno l’aspettativa di appropriarsi; dall’altro, in caso di crisi, in assenza di una disciplina che ne consenta la gestione con modalità ordinate, i soci possono attendersi che la banca venga salvata dai contribuenti, alla luce delle gravissime ripercussioni che il suo fallimento incontrollato può produrre sul sistema economico-finanziario. Ciò verifica, in sostanza, è una privatizzazione dei profitti, con collettivizzazione delle perdite. Sul tema, si veda S.L. SCHWARCZ, *Misalignment: Corporate Risk-Taking and Public Duty*, 1° gennaio 2016, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>(10)</sup> In questo senso, efficacemente, il considerando n. 6 del Regolamento (UE) n. 1024/2013, che istituisce il Meccanismo unico di vigilanza: «In molti casi la stabilità di un ente creditizio è ancora strettamente legata allo Stato membro in cui è stabilito. I dubbi sulla sostenibilità del debito pubblico, sulle prospettive di crescita economica e sulla solidità degli enti creditizi hanno alimentato tendenze di mercato che si rinforzano a vicenda, con possibili conseguenze in termini sia di rischi per la solidità di alcuni enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario nella zona euro e nell’Unione nel suo complesso sia di imposizione di pesanti oneri a carico delle finanze pubbliche già in difficoltà degli Stati membri interessati». Sul tema, si veda

I nuovi strumenti per la gestione delle crisi bancarie (che il legislatore identifica come “strumenti di risoluzione”) devono, dunque, essere letti in questo senso come mezzi finalizzati a rendere possibile la gestione della crisi di una banca (anche quando essa abbia dimensioni rilevanti) senza passare per il ricorso a fondi pubblici <sup>(11)</sup> e, al contempo, assicurando la continuità dell’attività svolta dall’intermediario onde evitare ripercussioni sul sistema economico-finanziario <sup>(12)</sup>. Nel perseguire questa fondamentale scelta, il nuovo sistema per la gestione delle crisi bancarie si preoccupa altresì di assicurare che nessuno – tra gli azionisti e creditori che hanno investito nella banca – possa essere penalizzato rispetto al trattamento che avrebbe ricevuto nel caso in cui la banca fosse stata sottoposta a liquidazione mediante procedure ordinarie (si tratta del c.d. principio del *no creditor worse off*).

In sintesi, il quadro normativo derivante dalla BRRD si propone di realizzare gli obiettivi propri della procedura concorsuale (su cui *infra* al §4) offrendo agli investitori una soddisfazione complessivamente migliore (e, su base individuale, almeno pari) rispetto a quanto sarebbe loro spettato qualora la banca fosse stata liquidata con procedura ordinaria. Ciò, senza che vi sia un sussidio pubblico finalizzato alla soluzione della crisi. Dovrebbe pertanto desumersene che, almeno secondo il legislatore, gli strumenti di risoluzione consentono di preservare il valore della banca

---

più approfonditamente P. ANGELINI, G. GRANDE, F. PANETTA, *The negative feedback loop between banks and sovereigns*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 213, Banca d’Italia, 2014.

<sup>(11)</sup> Solo quando, in concreto, la stabilità del sistema non può essere tutelata nemmeno nell’ambito di una risoluzione, è consentito un limitato ricorso a fondi pubblici. Ciò è chiaramente espresso dal considerando n. 8 della BRRD che qualifica come un’«*estrema ratio [...] il ricorso a strumenti pubblici di stabilizzazione finanziaria, compresa la temporanea nazionalizzazione*». I decreti di recepimento della BRRD non hanno nemmeno disciplinato gli strumenti pubblici di stabilizzazione finanziaria, con evidente valenza segnaletica della difficoltà di ottenere tale forma di contributo che, dunque, richiederà un intervento *ad hoc* del legislatore qualora si dovesse rendere necessario (il rilievo è di L. STANGHELLINI, *The Implementation of the BRRD in Italy and its First Test: Policy Implications*, in *Oxford Journal of Financial Law*, di prossima pubblicazione).

<sup>(12)</sup> Anche in Italia, dove esisteva già da molto tempo una disciplina specifica per la gestione delle crisi bancarie (diversamente da quanto, ad esempio, accadeva sino al 2009 nel Regno Unito), si è reso in ogni caso necessario utilizzare, talvolta, fondi pubblici al fine di permettere la gestione ordinata di crisi bancarie. Si pensi a quanto accaduto negli anni ‘90 con il Banco di Napoli (ove, il Ministero Tesoro procedette alla sottoscrizione dell’aumento di capitale necessario a consentire l’operatività della banca) e, più recentemente, con il Monte dei Paschi di Siena cui nel 2012 fu concesso dallo Stato un prestito di circa 3,9 miliardi di euro, di cui una parte computabile nel patrimonio di vigilanza (c.d. Monti bonds).

in crisi in misura migliore rispetto a quanto accade nell'ambito delle ordinarie procedure concorsuali.

Nel merito della disciplina della gestione delle crisi bancarie, il legislatore ha previsto quattro strumenti di risoluzione: la vendita dell'attività di impresa ad un terzo, la creazione di un ente-ponte (c.d. *bridge bank*), la separazione di attività e il *bail-in*.

Alcuni di questi strumenti non appaiono particolarmente innovativi nei loro tratti essenziali (ad esempio, la vendita dell'attività di impresa, quando abbia ad oggetto parte del patrimonio della banca, o la *bridge bank*, che consiste nella creazione di un veicolo cui conferire parte dell'azienda bancaria) <sup>(13)</sup>. Altri strumenti, quali ad esempio il *bail-in* o la vendita dell'attività di impresa (quando abbia ad oggetto le azioni emesse dalla banca in crisi), colpiscono per il fatto di permettere il trasferimento ai creditori del controllo sul patrimonio del debitore – che è obiettivo comune a tutte le procedure concorsuali (v. *infra* §3) – senza passare dalla sua liquidazione, ma intervenendo direttamente sul soggetto debitore che, trattandosi di banca, ha sempre natura societaria <sup>(14)</sup>.

Il presupposto per il ricorso a tali strumenti è articolato in requisiti che riguardano sia la specifica situazione della banca, che deve trovarsi «*in dissesto o a rischio di dissesto*» <sup>(15)</sup>, sia il più ampio contesto in cui tale crisi si inserisce, che deve caratterizzarsi per l'assenza di misure alternative alla risoluzione e la presenza di un interesse pubblico alla gestione ordinata della crisi non adeguatamente tutelabile con una procedura concorsuale ordinaria <sup>(16)</sup>. L'articolazione del presupposto oggettivo della risoluzione

---

<sup>(13)</sup> Si ricordi, al riguardo, che l'art. 105, comma 8, l. fall. permette già da tempo al curatore di procedere alla liquidazione mediante il conferimento dell'azienda o di singoli cespiti ad una o più società, anche di nuova costituzione. Sul tema, si rinvia a C. MAGGI, *La liquidazione mediante conferimento: commento all'art. 105, ottavo comma, l.fall.*, in *Fallimento*, 2008, pp. 1371 ss., che ipotizza anche la possibilità di assegnare ai creditori partecipazioni a soddisfazione delle loro pretese.

<sup>(14)</sup> Ad ogni modo, con riferimento a tutti gli strumenti di risoluzione, non è richiesto vi sia il consenso degli azionisti o della banca in crisi. Non si configura, pertanto, un potere di veto degli azionisti e, dunque, si esclude il rischio che essi estraggano valore a scapito dei creditori (sul tema, si veda anche *infra* al §5).

<sup>(15)</sup> Nel Decreto Risoluzione il requisito del "rischio di dissesto" è descritto, per rinvio, dall'art. 17, comma 2, lett. e) («*elementi oggettivi indicano che una o più delle situazioni indicate nelle lettere a), b), c) e d) si realizzeranno nel prossimo futuro*»).

<sup>(16)</sup> L'assenza di «*misure alternative*» ricorre quando non si possono ragionevolmente prospettare soluzioni diverse «*che permettono di superare la situazione [dissesto o di rischio di dissesto] [...] in tempi adeguati, tra cui l'intervento di uno o più soggetti privati o di un sistema di tutela istituzionale, o un'azione di vigilanza, che può includere misure di intervento precoce o l'amministrazione straordinaria*» (art. 17, comma 1, lett. b, Decreto Risoluzione). Tra tali misure rientra, secondo il legislatore europeo, anche il *write*

riflette il bilanciamento fatto dal legislatore tra, da un lato, esigenza di anticipazione dell'intervento in considerazione degli interessi pubblici connessi alla crisi bancaria e, dall'altro, compressione della libertà di iniziativa economica e dei diritti dei titolari di pretese verso una banca che non necessariamente si trova in stato di insolvenza attuale <sup>(17)</sup>. Infatti, il legislatore ha permesso la risoluzione anche quando non vi sia uno squilibrio finanziario o patrimoniale (il "dissesto", infatti, è integrato anche dalla presenza di gravi irregolarità amministrative o statutarie) e anche quando il dissesto non sia attuale ma semplicemente prevedibile (essendo sufficiente un "rischio di dissesto", inteso come sussistenza di «*elementi oggettivi*» che indicano che il dissesto si verificherà nel prossimo futuro <sup>18</sup>). L'applicazione degli strumenti di risoluzione può, pertanto,

---

*down "ristorativo"* (su cui, v. *infra* al §2), alla cui impraticabilità il legislatore italiano ha dato dignità di autonomo requisito della risoluzione discostandosi, così, dal Regolamento n. 806/2014 (v. *infra* §2, nt. 23).

L'«*interesse pubblico*» ricorre, ai sensi dell'art. 20, comma 2, del Decreto Risoluzione, quando la risoluzione è necessaria e proporzionata al conseguimento di uno o più degli obiettivi della risoluzione (tra cui, assicurare la stabilità del sistema finanziario, contenere gli oneri pubblici, tutelare i depositanti) e la sottoposizione della banca a liquidazione coatta amministrativa non permetterebbe di raggiungere detti obiettivi in misura almeno pari.

<sup>(17)</sup> In merito, si veda la comunicazione della Commissione europea intitolata *Un quadro dell'UE per la gestione delle crisi nel settore finanziario*, ottobre 2010, reperibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52010DC0579>, secondo cui «*Ritardare l'intervento fino a che una banca abbia raggiunto tale situazione critica significa limitare con ogni probabilità la scelta di opzioni efficaci per la risoluzione o far lievitare l'importo dei fondi da impegnare a sostegno dell'opzione scelta*» (p. 8).

La scelta di anticipare il presupposto della risoluzione è comune a molti ordinamenti. Si pensi alla disciplina statunitense sulla *receivership* delle banche, che quanto al suo presupposto si accontenta del fatto che la banca è «*likely to incur losses that will deplete all or substantially all of its capital*» o, semplicemente, si trova in «*an unsafe or unsound condition to transact business*». Cfr. il Titolo 12 dello United State Code, §1821(c)(5)(C) e §1821(c)(5)(G). A ben vedere, anche in Italia, già prima del recepimento della BRRD, il presupposto della liquidazione coatta amministrativa era individuato non solo nel caso di perdite patrimoniali di «*eccezionale gravità*» (che, comunque, possono ricorrere anche quando il patrimonio netto della banca e, dunque, l'investimento dei soci non è integralmente perduto), ma anche nel caso di una «*violazione di disposizioni legislative, amministrative o statutarie [...] di eccezionale gravità*» (art. 80, comma 1, TUB).

<sup>(18)</sup> In questa sede non è possibile affrontare in maggiore dettaglio quali siano gli elementi oggettivi idonei ad identificare un "rischio di dissesto" rilevante ai fini della sottoposizione di una banca a risoluzione. Sul tema si segnala però che l'*European Banking Authority* ha adottato delle linee-guida al fine di promuovere la convergenza a livello europeo nell'interpretazione delle circostanze che integrano il dissesto o il rischio di dissesto di una banca (*Guidelines on the interpretation of the different circumstances when an institution shall be considered as failing or likely to fail under Article 32(6) of Directive 2014/59/EU*, EBA/GL/2015/07, 6 agosto 2015, reperibili all'indirizzo [www.eba.europa.eu/documents/10180/1085517/EBA-GL-2015-07+GL+on+failing+or+likely+to+fail.pdf](http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1085517/EBA-GL-2015-07+GL+on+failing+or+likely+to+fail.pdf)).

avvenire anche quando la banca abbia un patrimonio netto positivo, quantomeno a valori di continuità. La previsione di condizioni ulteriori rispetto al solo “dissesto o rischio di dissesto”, tali da rendere residuale il ricorso alla risoluzione, deve quindi essere letta come espressione dell’esigenza di non comprimere ingiustificatamente i diritti dei soci e dei creditori quando tale compressione non risulti necessaria a tutelare gli interessi pubblici coinvolti nella gestione delle crisi bancarie.

## 2. Il *bail-in* bancario

Lo strumento del *bail-in* spicca tra i vari strumenti di risoluzione come quello più innovativo. Esso infatti, più degli altri, presenta la caratteristica di consentire il trasferimento del controllo ai creditori agendo sul soggetto (*rectius*, sulla struttura finanziaria della banca in crisi), invece che sul suo patrimonio come tradizionalmente avviene nelle procedure concorsuali (v. *infra* §3).

Il termine *bail-in* nasce da un gioco di parole che mette lo strumento in esame in contrapposizione con i *bail-out*, ossia i salvataggi realizzati da parte di un soggetto esterno ad essa <sup>(19)</sup>. Nel caso del *bail-in*, infatti, le risorse necessarie per garantire la prosecuzione dell’attività bancaria (e, dunque, evitare ripercussioni sul sistema economico-finanziario) sono trovate all’interno della banca in crisi, tra coloro che vi hanno investito (in specie, azionisti e alcune categorie di creditori) <sup>(20)</sup>. Più precisamente, lo strumento del *bail-in* si compone, dal punto di vista logico, di due operazioni attuate in immediata successione: la cancellazione delle pretese

---

<sup>(19)</sup> La “paternità” del termine *bail-in* viene spesso attribuita ad un articolo apparso nel gennaio 2010 su *The Economist* (P. CALELLO, W. ERVIN, *From bail-out to bail-in*, in *The Economist*, 28 gennaio 2010, reperibile all’indirizzo [www.economist.com/node/15392186](http://www.economist.com/node/15392186)). Tuttavia, tale termine era già in precedenza di comune utilizzo, nell’ambito delle crisi sovrane, per indicare i meccanismi di coinvolgimento dei creditori (cfr. N. ROUBINI, *Bail-in, burden-sharing, private sector involvement (PSI) in crisis resolution and constructive engagement of the private sector. a primer: evolving definitions, doctrine, practice and case law*, 2000, reperibile all’indirizzo [people.stern.nyu.edu/nroubini/papers/psipaper.pdf](http://people.stern.nyu.edu/nroubini/papers/psipaper.pdf); B. EICHENGREEN, C. RUEHL, *The bail-in problem: systematic goals, ad hoc means*, in *Economic Systems*, 25, pp. 3 ss.).

<sup>(20)</sup> In questa prospettiva, appare particolarmente felice la scelta di alcuni Stati membri di tradurre il termine *bail-in*, nella rispettiva lingua ufficiale, come “salvataggio interno” (Francia e Belgio, si veda, rispettivamente, la *Ordinance* n. 2015-1024 del 20 agosto 2015 e la legge belga del 25 aprile 2014) o “ricapitalizzazione interna” (Portogallo e Spagna, si veda, rispettivamente, l’art. 145.ºU della *Loi* n. 63-A/2008, come modificata dalla *Loi* n. 23-A/2015 e la *Ley de recuperación y resolución de entidades de crédito*, approvata in data 11 giugno 2015).

degli azionisti e dei creditori fino all'azzeramento del *deficit* patrimoniale e la conversione dei crediti in azioni nella misura necessaria a dotare la banca di un patrimonio sufficiente <sup>(21)</sup>.

Nel porre in essere la sequenza di cancellazione e conversione delle pretese verso la banca in crisi, l'autorità di risoluzione segue la comune gerarchia concorsuale, assicurando la parità di trattamento tra pretese pariordinate (art. 52, comma 2, lett. a, Decreto Risoluzione). Deviazioni dal principio del trattamento *pari passu* sono limitate alle ipotesi in cui ciò sia giustificato da un interesse pubblico identificato in via generale dal legislatore o eccezionalmente rimesso alla valutazione caso per caso dell'autorità di risoluzione <sup>(22)</sup>. Ad ogni modo, le deviazioni dalla

---

(21) L'entità del *deficit* patrimoniale da colmare e del capitale che occorre ricostituire è stabilita sulla base della valutazione di un esperto indipendente che deve sempre precedere la cancellazione o conversione di strumenti di capitale (c.d. *write down*, su cui *infra* in questo paragrafo) o di crediti (c.d. valutazione *ex ante* definitiva, cfr. art. 23 Decreto Risoluzione). Quando sussistano ragioni di urgenza che non permettono di procedere ad una valutazione *ex ante* definitiva, può essere la stessa autorità di risoluzione ad effettuare provvisoriamente la valutazione (art. 25 Decreto Risoluzione) cui deve seguire, non appena possibile, una valutazione definitiva da parte dell'esperto indipendente e, se necessario, il *write up* (ossia, il ripristino) delle pretese degli azionisti e dei creditori sacrificate in misura risultata poi eccessiva in base alla valutazione dell'esperto (art. 51, comma 2, Decreto Risoluzione). Il rispetto del principio di *no creditor worse off* è infine assicurato da una valutazione successiva all'attuazione delle azioni di risoluzione, che deve accertare se vi sia stata una differenza di trattamento tra quanto in concreto ricevuto da azioni e creditori e quanto sarebbe ad essi spettato se la banca fosse stata sottoposta a liquidazione coatta amministrativa (art. 88 Decreto Risoluzione). Sul tema, si veda ampiamente G. PRESTI, *Il bail-in*, di prossima pubblicazione, §5.

(22) Tra gli interessi valorizzati dal legislatore europeo con la previsione di esenzioni di portata generale vi sono: evitare "corse agli sportelli", nel caso dei depositi protetti; contenere il rischio di contagio, nel caso delle passività interbancarie di brevissima durata; proteggere soggetti ritenuti più "deboli" e non in grado di monitorare efficacemente le condizioni finanziarie e patrimoniali della banca loro debitrice, nel caso dei crediti dei lavoratori e dei fornitori nei termini d'uso; assicurare la protezione di altri interessi di rilevanza pubblica, nel caso dei crediti verso il fisco (cfr. art. 49, comma 1, Decreto Risoluzione). Non essendo, tuttavia, possibile definire un catalogo esaustivo di interessi meritevoli di tutela e in considerazione del rischio che la cancellazione o conversione di passività contrasti con esigenze di rapidità o conduca a risultati inefficienti, si è previsto che l'autorità di risoluzione possa, eccezionalmente, concedere esenzioni *ad hoc* (art. 49, comma 2). Si noti che non costituisce, invece, una deviazione dall'ordinaria gerarchia concorsuale la previsione di una preferenza in favore dei depositi (c.d. *depositor preference*). Tale previsione, infatti, modifica in via generale la comune gerarchia concorsuale e, dunque, non può ritenersi che ve se ne discosti.

Al riguardo, si segnala che il legislatore italiano, in sede di recepimento della BRRD, ha fatto la scelta di ampliare la *depositor preference* (art. 91, comma 1-bis, TUB) includendo tra i depositi "preferiti", seppur con una gradazione inferiore, anche tutti i depositi bancari diversi da quelli espressamente indicati dall'art. 108 della BRRD (principalmente, depositi protetti e depositi non protetti a persone fisiche, microimprese e piccole e medie imprese). Tuttavia, poiché tale estensione ha l'effetto di imporre



gerarchia concorsuale devono comunque essere contenute entro limiti ben precisi: nessun azionista o creditore coinvolto dal *bail-in* può ricevere un trattamento peggiore rispetto a quanto gli sarebbe spettato in caso di liquidazione concorsuale (principio del c.d. *no creditor worse off*, di cui si è detto al precedente paragrafo).

È facile, dunque, scorgere come il meccanismo del *bail-in* abbia sostanzialmente l'effetto di riprodurre, in termini di trasferimento del valore ai creditori, le conseguenze di una liquidazione coatta amministrativa: il trattamento dei creditori riflette la gerarchia concorsuale, fatta eccezione per le esenzioni di cui si è detto. Tale risultato, tuttavia, viene raggiunto agendo sola sulla struttura finanziaria della società che esercita l'impresa bancaria, senza interferire con l'attività da essa svolta, cancellando le pretese che non possono trovare soddisfazione sul suo patrimonio e convertendo in azioni quelle pretese che, in caso di liquidazione, otterrebbero una soddisfazione solo parziale. In tal modo, oltre ad evitare di perturbare la stabilità del sistema finanziario, si rende possibile eludere la perdita secca (c.d. *deadweight loss*) che generalmente si produce in caso di passaggio dalla continuità aziendale ad una prospettiva liquidatoria e, così, assicurare una soddisfazione complessivamente migliore per i creditori.

È bene notare che, sinora, si è parlato di *bail-in* come di uno strumento unitario che consente la cancellazione e la conversione delle azioni e dei crediti verso la banca in crisi. Tuttavia, da un punto di vista giuridico, occorre distinguere - in relazione alla natura delle pretese su cui si interviene - tra potere di *write down* (definito dal nostro legislatore come "riduzione o conversione", cfr. art. 29 Decreto Risoluzione) e *bail-in* in senso tecnico. Infatti, con il potere di *write down* è possibile cancellare o convertire in azioni soltanto gli elementi computabili nel patrimonio di vigilanza della banca in crisi (riserve, azioni, strumenti finanziari e obbligazioni subordinate); con il *bail-in*, invece, è possibile cancellare o

---

maggiori perdite in caso di *bail-in* ai titolari di passività diverse dai depositi bancari (per lo più, obbligazioni ordinarie), è stato ritenuto opportuno ritardare l'entrata in vigore della *depositor preference* "estesa" al 1° gennaio 2019 (art. 3, comma 9, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181). Nel nostro paese, infatti, una quota rilevante di obbligazioni ordinarie si trova in mano a risparmiatori (si veda L. GUIZO, L. ZINGALES, *L'Italia chiedi la moratoria sul bail-in*, in *Sole 24 Ore*, 30 dicembre 2015, p. 1 e 6).

In relazione alla *depositor preference*, non è possibile, in questa sede, affrontare alcune delle criticità che essa determina in relazione alla possibilità di intervento dei sistemi di garanzia dei depositi a supporto della risoluzione. Sul tema, si rimanda quindi a S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, Wolter Kluwers, 2015, p. 131.

convertire in azioni tutte le altre pretese diverse da quelle computabili nel patrimonio di vigilanza (obbligazioni ordinarie, depositi non protetti, ecc.).

Tale distinzione tra *write down* e *bail-in* è espressione della percezione di una maggiore incisività dell'operazione di cancellazione/conversione quando riguarda pretese facenti capo a soggetti che - diversamente dai titolari di elementi computabili nel patrimonio di vigilanza - non hanno espressamente accettato di subire le perdite derivanti dall'attività di impresa. Ciò si riflette anche sulla relativa disciplina, dal momento che, quando la crisi di una banca può essere superata tramite il solo potere di *write down*, non è necessario sottoporre la banca a risoluzione <sup>(23)</sup>. Quando invece non basta agire sugli elementi computabili nel patrimonio di vigilanza al fine di ricapitalizzare la banca in dissesto o a rischio di dissesto, il rispetto della gerarchia concorsuale impone, in primo luogo, di esercitare il potere di *write down* sulle azioni e sugli altri elementi computabili nel patrimonio di vigilanza della banca in crisi e, in immediata successione, sottoporre le altre passività ad un *bail-in* <sup>(24)</sup>. Ad ogni modo, dal momento che il trattamento delle pretese sottoposte a *write down* e a *bail-in* risulta sostanzialmente corrispondere

---

<sup>(23)</sup> Il *write down* è, in questo caso, di per sé "ristorativo" poiché consente di superare la crisi della banca senza ricorrere al *bail-in* o ad altri strumenti di risoluzione (art. 27, comma 1, lett. a, Decreto Risoluzione). Coerentemente, il legislatore ha inserito espressamente l'impossibilità di procedere ad un *write down* ristorativo tra le condizioni che integrano il presupposto oggettivo della risoluzione.

Al riguardo, deve tuttavia segnalarsi una differenza sostanziale tra il testo della BRRD e il Decreto Risoluzione. Infatti, l'art. 32, par. 1, lett. b), della BRRD ha incluso il *write down* tra le "misure alternative" che, quando idonee a risolvere la crisi, escludono la sussistenza del presupposto oggettivo della risoluzione. Diversamente, il legislatore italiano nel recepire la BRRD ha enucleato il presupposto dell'inidoneità di un *write down* a risolvere la crisi, conferendogli autonomia rispetto al presupposto, più generale, dell'assenza di misure alternative idonee e prevedendo che esso debba essere valutato soltanto in un momento successivo al positivo accertamento dell'assenza di misure alternative (art. 20, comma 1, lett. b). La soluzione "italiana" limita maggiormente l'ambito di possibile applicazione del potere di *write down* rispetto a quanto discenderebbe dal diritto europeo (esso, infatti, diviene lecito solo quando le altre misure alternative non sono, di per sé, in grado di risolvere la crisi) e pone dubbi legittimità in considerazione della circostanza che il Regolamento n. 806/2014 (direttamente applicabile anche nel nostro ordinamento) riproduce il testo dell'art. 32, par. 1, lett. b), della BRRD. Il contrasto potrebbe più facilmente emergere quando a svolgere la funzione di autorità di risoluzione per una banca in crisi stabilita in Italia sia il *Single Resolution Board*; in tal caso, infatti, la risoluzione è disciplinata dalla disciplina nazionale di recepimento della BRRD, ma si applica altresì il Regolamento n. 806/2014.

<sup>(24)</sup> Il *write down* riveste, in tale ipotesi, una funzione "preparatoria" alla risoluzione (art. 27, comma 1, lett. b, Decreto Risoluzione).

(<sup>25</sup>), è possibile configurare la cancellazione e conversione delle azioni e dei crediti (ossia, il *write down* preparatorio immediatamente seguito da un *bail-in*) come un'unica operazione di ricapitalizzazione "interna". È dunque con il solo termine *bail-in* che ci si riferirà a tale complessiva operazione nel resto di questo scritto.

### 3. *La distribuzione del controllo e del valore nelle società di capitali*

Le modalità con cui il *bail-in* trasferisce il controllo sul patrimonio del debitore ai creditori sembrano offrire diversi spunti anche in una prospettiva generale. Non sarebbe, in fondo, la prima volta che il diritto bancario svolge la funzione di "apripista" per il diritto commerciale (<sup>26</sup>). In questa prospettiva, al fine di poter identificare le caratteristiche per cui è possibile ipotizzare una capacità espansiva verso il diritto comune, occorre in primo luogo soffermarsi sulla distribuzione del controllo e del valore nella società di capitali e su come su di essa incida l'eventuale crisi della società.

La società di capitali, il cui prototipo è la società per azioni, costituisce un artificio organizzativo finalizzato a rendere possibile l'efficiente gestione collettiva di un'attività economica alla quale possono partecipare anche numerosi soggetti. Caratteristiche indefettibili del modello, presenti in tutti gli ordinamenti moderni, sono la creazione di un centro di imputazione dei rapporti giuridici e l'attribuzione del potere di controllo sull'impresa a coloro che – tra i soggetti che apportano risorse finanziarie all'impresa – vantano una pretesa di carattere "residuale" (<sup>27</sup>).

---

(<sup>25</sup>) Una differenza nel trattamento delle pretese sottoposte a *write down* o a *bail-in* può, tuttavia, ravvisarsi in materia di gruppi. Infatti, sia quando il *write down* abbia natura "ristorativa", sia quando esso abbia natura "preparatoria" alla risoluzione, vi sono maggiori margini di flessibilità per l'autorità di risoluzione che può convertire pretese computabili nel patrimonio di vigilanza non solo in azioni emesse «dalla società nei cui confronti è stata disposta la riduzione o la conversione, [ma] anche da altre componenti del gruppo, inclusa la società posta al vertice del gruppo» (art. 31, comma 1, Decreto Risoluzione).

(<sup>26</sup>) Si pensi, ad esempio, a quanto accaduto in occasione della riforma organica del diritto societario del 2003, che ha attribuito portata generale a molti dei principi e doveri previsti per il collegio sindacale delle banche (cfr. F. D'ANGELO, *Il collegio sindacale nelle società bancarie*, in *Il collegio sindacale: le nuove regole*, a cura di R. Alessi, N. Abriani, U. Morera, Milano, 2007, pp. 557 ss. e, ivi, pp. 563 ss.) e, in materia di gruppi, ha introdotto nel diritto societario comune la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento già disciplinata dal d.lgs. 20 novembre 1990, n. 356 e poi confluita agli artt. 61 ss. del TUB.

(<sup>27</sup>) Sul tema, in chiave comparatistica, si veda J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *What is Corporate Law?*, in (Aa.Vv.) *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2009, pp. 5 ss. che individuano cinque fondamentali caratteristiche strutturali delle società commerciali comuni ai vari ordinamenti: personalità giuridica,

La prima caratteristica, realizzata mediante la creazione di un soggetto artificiale (denominato “persona giuridica”), serve ad evitare di dover imputare i rapporti giuridici dell’impresa a tutti coloro che vi partecipano, in regime di contitolarità <sup>(28)</sup>. Un simile assetto, infatti, si rivelerebbe estremamente gravoso per tutti coloro che entrano in contatto con la società, i quali dovrebbero contrattualmente vincolarsi verso tutti coloro che partecipano alla società, e finirebbe, inoltre, per limitare la possibilità di dismettere in qualsiasi momento l’investimento effettuato nell’impresa collettiva <sup>(29)</sup>. La creazione di un autonomo soggetto di diritto, insieme al suo corollario della limitazione della responsabilità patrimoniale, consente di rendere le sorti dell’impresa collettiva indifferenti all’identità dei soci, agevolando la raccolta dei capitali <sup>(30)</sup>.

---

responsabilità limitata, trasferibilità delle partecipazioni, gestione accentrata in capo agli amministratori, e titolarità dell’impresa da parte degli investitori.

<sup>(28)</sup> La centralità della questione della determinazione del soggetto titolare dei rapporti giuridici relativi all’impresa viene rilevata anche da U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082 ss. e, ivi, p. 1102. In argomento, si veda anche P. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003, pp. 201 ss.

<sup>(29)</sup> In questo senso, si veda C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 11 (nt. 21), il quale correttamente afferma che «è fuori dalla realtà pensare che tutti i protagonisti dei molteplici rapporti contrattuali mediante i quali [l’attività sociale] si pongano in diretta relazione con ciascuno degli altri», rendendosi quindi imprescindibile l’individuazione di un centro di imputazione dei rapporti. Sul tema, anche J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *What is Corporate Law?*, cit., p. 6; H. HANSMANN, *Firm Ownership and Organizational Form*, in *The Handbook of Organizational Economics*, a cura di R. Gibbons and J. Roberts, Princeton University Press, 2012, p. 892, che evidenziano come la società debba essere intesa come un *nexus for contracts*, non come diffusamente è stato fatto nella letteratura statunitense quale un *nexus of contracts* (per tutti, si veda A. ALCHIAN, H. DEMSETZ, *Production, information costs, and economic organization*, in *The American economic review*, 1972, pp. 777).

<sup>(30)</sup> La libera trasferibilità della partecipazione, offrendo una prospettiva di *exit* ai soci, rimuove uno dei possibili disincentivi all’iniziale investimento e, una volta che l’investimento sia effettuato, permette di adeguare nel tempo lo stesso al livello di diversificazione ritenuto ottimale, cfr. J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *What is Corporate Law?*, cit., pp. 11 ss. In questa prospettiva, è fondamentale la creazione di un patrimonio autonomo da quello dei soci.

In difetto di tale autonomia, inoltre, sarebbe infatti particolarmente oneroso, e spesso addirittura impossibile, per un potenziale acquirente determinare il valore della partecipazione, cfr. P. HALPERN, M. TREBILCOCK, S. TURNBULL, *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law*, 30 *University of Toronto Law Journal* 117, 1980, p. 136; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, p. 42.

La possibilità di una rapida dismissione del proprio «investimento senza che perciò venga alterata la consistenza del patrimonio sociale» era già riconosciuta dalla *Relazione al codice civile* (n. 941) e, ancor prima, ha costituito, insieme alla responsabilità limitata (che, come detto, ne costituisce opportuno presupposto), una delle ragioni principali - dal

La seconda caratteristica si fonda, in primo luogo, sull'esigenza di individuare un *decision maker*. Non è, infatti, possibile pensare che tutte le decisioni concernenti l'esercizio dell'impresa siano compiutamente predeterminate in via contrattuale dai partecipanti al momento della costituzione della società<sup>(31)</sup>. La scelta, poi, di attribuire tale potere di controllo agli investitori titolari di una pretesa residuale poggia le proprie basi su una valutazione normativa basata sul contenimento dei costi dell'organizzazione imprenditoriale e sull'obiettivo della definizione di incentivi all'adozione di scelte volte alla massimizzazione del valore dell'impresa collettiva.

Più precisamente, la scelta di attribuire il controllo a coloro che apportano fattori produttivi consente di ridurre i costi connessi ai c.d. *market failures* (ad esempio, asimmetrie informative e problemi di opportunismo contrattuale)<sup>(32)</sup>. Non potendosi tuttavia attribuire efficacemente il potere di controllo a tutti coloro che apportano risorse all'impresa collettiva (finanziatori, lavoratori, fornitori, ecc.) poiché ciò

---

punto di vista storico - della successo e della diffusione del modello societario (G. ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, in *Riv. soc.*, 2006, I, pp. 890 ss.). Sul tema, si veda anche C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 7.

(31) La constatazione dell'inevitabile incompletezza dei regolamenti contrattuali destinati a disciplinare relazioni che si svolgono in un arco di tempo non ristretto (e tra queste, l'esercizio di un'impresa collettiva) e della conseguente necessità di allocare ad uno o più soggetti i «*residual rights of control*» in merito al rapporto si deve soprattutto a O.D. HART, *Incomplete Contracts and the Theory of the Firm*, in *J. of Law, Economics, & Organizations*, Oxford University Press, 1988, pp. 119 ss. e, ivi, p. 123.

A ciò occorre aggiungere che, anche laddove astrattamente possibile, la predisposizione di un regolamento contrattuale con ambizioni di completezza comporta altissimi costi di transazione (O. WILLIAMSON, *Transaction-cost economics: the governance of contractual relations*, in *Journal of law and economics*, 1979, pp. 233 ss.; M. KLAES, *Transaction costs, history of*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, a cura di S.N. Durlauf e L.E. Blume, London e New York, 2008) e di esecuzione (talvolta identificati come costi di transazione *ex post*), che consistono nel costo necessario per acquisire le informazioni necessaria al fine di provocare l'adempimento forzato della previsione contrattuale non spontaneamente adempiuta (cfr. J. ARMOUR, M.J. WHINCOP, *The Proprietary Foundations of Corporate Law*, cit., p. 435; K. SPIER, *Incomplete Contracts and Signalling*, in *The RAND Journal of Economics*, 23, 3, 1992, pp. 432 ss. e, ivi, p. 439).

(32) Coinvolgendo coloro che apportano fattori produttivi nell'organizzazione dell'impresa si rende, infatti, possibile "sospendere il mercato". Tale fenomeno - definito "integrazione verticale" - è stato posto in evidenza, per primi da S. GROSSMAN, O. HART, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, 94 *Journal of Political Economy*, 1986, pp. 691 ss. Il rilievo della struttura organizzativa societaria come alternativa all'approvvigionamento dei fattori produttivi sul mercato mediante la negoziazione di contratti compare anche in M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale.*, in *RDS*, 2008, pp. 198 ss. e, ivi, p. 212.

aumenterebbe i problemi di azione collettiva <sup>(33)</sup>, il modello della società di capitali limita il controllo a coloro che hanno apportato uno specifico fattore produttivo specifico, ovverosia il capitale <sup>(34)</sup>. Tra questi soggetti sono, infine, individuati i soci in virtù della natura residuale della loro pretesa da cui discende l'allineamento tra l'interesse individuale di cui essi sono portatori e l'interesse collettivo dell'ordinamento alla creazione di ricchezza (in questo caso, perseguito tramite la massimizzazione del valore dell'impresa).

Tale allineamento si realizza in quanto i soci, da un lato, non possono ricevere alcunché fintanto la società non abbia soddisfatto (o disponga di risorse sufficienti per soddisfare), tutti i creditori; dall'altro, i soci hanno il diritto di fare proprio tutto ciò che avanza dalla soddisfazione dei creditori, anche se superiore a quanto originariamente conferito. In altri termini, la pretesa dei soci è legalmente postergata a tutte le altre pretese che possono essere vantate verso la società e da queste ultime si differenzia per non essere predeterminata nel *quantum*, avendo ad oggetto tutto ciò che residua dalla remunerazione stabilita in misura fissa degli altri fattori di produzione. In virtù di ciò, i benefici e le perdite conseguenti alle decisioni imprenditoriali producono effetti direttamente sotto forma di accrescimento o diminuzione dell'ammontare della pretesa dei soci verso la società. Pertanto, i soci, essendo direttamente toccati dagli effetti della gestione dell'impresa, sono in una situazione ottimale per assumere scelte efficienti: la massimizzazione del loro beneficio individuale massimizza, al contempo, il valore complessivo

---

<sup>(33)</sup> Non mancano, tuttavia, eccezioni alla regola. Tra queste, la più rilevante è rappresentata dal modello tedesco della codeterminazione (*mitbestimmung*), che vede la partecipazione dei rappresentanti dei lavoratori all'interno degli organi deputati all'adozione di decisioni strategiche di "alta amministrazione" (consigli di sorveglianza). In merito all'efficienza di tale modello, gli studi empirici hanno riportato risultati ambivalenti e, pertanto, non decisivi, cfr. M. OSTERLOH, S.B. FREY, H. ZEITOUN, *Voluntary Co-determination produces sustainable competitive advantage*, in *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: The Contribution of Economic Theory and Related Disciplines*, a cura di Aa.Vv., International Economic Association, 2011, pp. 332 ss.

<sup>(34)</sup> La sostanziale omogeneità degli interessi perseguiti dagli investitori – tendenzialmente riconducibili alla massimizzazione del valore del loro investimento – riduce il rischio che si formino opinioni divergenti tra i soggetti cui è co-attribuito il potere di controllo e, dunque, assicura il contenimento dei costi connessi con i problemi di azione collettiva. Sul tema, si veda H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, 1996, p. 62, il quale evidenzia che «*it is important to recognize that the very high homogeneity of interest among the owners of a business corporation is neither a necessity nor an accident, but instead the product of design*».

della società<sup>(35)</sup>. Non potendo tale esercizio del potere di controllo essere esercitato direttamente dai soci, in ragione dei maggiori costi di informazione che ne discenderebbe, questo è affidato agli amministratori che assumono la posizione di fiduciari dei soci e gestiscono l'impresa collettiva nel loro interesse<sup>(36)</sup>.

Le valutazioni di carattere economico appena svolte sono tradizionalmente racchiuse sinteticamente nel nostro ordinamento all'interno del principio di correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa<sup>(37)</sup>. Sebbene la portata attuale di tale principio nel nostro ordinamento sia stata più volte messa in discussione, anche alla luce di alcuni recenti interventi del legislatore<sup>(38)</sup>, esso pare resistere come regola

---

<sup>(35)</sup> Nei termini essenziali appena esposti, la teoria dei *residual claimants* ricorre in tutte le principali teorie che provano a ricostruire il fondamento del potere degli azionisti: per la teoria dei *property rights*, si veda O. Hart, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford, 1996, pp. 63 ss.; per la teoria del *nexus-of-contracts*, si veda F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, pp. 67 ss.; per le teorie istituzionalistiche, si veda E.G. FURUBOTH, R. RICHTER, *The New Institutional Economics: An Assessment*, in *The New Institutional Economics*, a cura di E.G. Furuboth e R. Richter, Tübingen, 1991, pp. 1 ss.

La teoria dei *residual claimant* può dirsi, ormai, ampiamente accettata anche nella letteratura. Si veda sul tema, L. STANGHELLINI, *Directors' duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the "ricapitalize or liquidate rule"*, in *Il diritto delle società oggi*, dir. da Benazzo, Cera, Patriarca, Milano, 2011, p. 734; ID., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, p. 37; B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2001, I, pp. 327 ss. e, ivi, p. 332; G. GUIZZI, *Responsabilità degli amministratori e insolvenza: spunti per una comparazione tra esperienza giuridica italiana e spagnola*, in *Riv. dir. impr.*, 2010, pp. 227 ss. e, ivi, p. 232; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, p. 22; G.M. BUTA, *Tutela dei creditori e responsabilità gestoria all'approssimarsi dell'insolvenza: prime riflessioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, dir. da Campobasso, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Milano 2014, pp. 2541 ss. e, ben sessanta anni fa, già T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 1952, I, p. 385 ss.

<sup>(36)</sup> Tale delega riduce i costi connessi con i problemi di azione collettiva e di apatia razionale che discenderebbe da un esercizio diretto del controllo da parte di numerosi soci, ma non è priva di un suo costo (di regola, comunque, inferiore) derivante dal "problema di agenzia" esistente tra deleganti e delegati (ossia, del rischio che i delegati perseguano interessi propri, in luogo degli interessi dei rappresentati deleganti). Sul tema, in luogo di molti, si segnala M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Springer Netherlands, 1979.

<sup>(37)</sup> La coincidenza tra potere e rischio di impresa è stata considerata, a partire dall'adozione del Codice Civile del 1942, essenziale alla natura della società di capitali, cfr. T. ASCARELLI, *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 52, p. 185. Per una ricostruzione storica del principio di correlazione tra potere e rischio, anche con riferimento alla situazione precedente al Codice civile del 1942, si rinvia a G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, pp. 15 ss. e M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, cit., pp. 221 ss.

<sup>(38)</sup> Il principio è parso a taluni essere tramontato con la riforma organica del 2003, per effetto del superamento del principio di proporzionalità tra conferimento e

di *default* derogabile dall'autonomia privata soltanto entro limiti ben definiti <sup>(39)</sup>. Il tipo della società per azioni vede ancora il controllo saldamente nelle mani della categoria dei soci, cui tuttavia è concesso di negoziare tra loro una ripartizione del potere di controllo non proporzionale (si pensi, ad esempio, al voto plurimo); ciò al fine di consentire ai soci di correggere le interferenze che possono, in taluni casi, alterare il concreto operare degli incentivi secondo il modello astratto descritto sopra (apatia razionale, diversità di orizzonte di investimento, ecc.) <sup>(40)</sup>.

#### 4. (segue) Gli effetti della crisi della società.

Gli stessi incentivi appena esaminati, che giustificano l'attribuzione del controllo sull'impresa ai soci, ne rendono opportuna la sottrazione quando la società diviene incapiente. Lo schermo della responsabilità limitata fa sì che i soci, in caso di dissesto, si trovino a beneficiare

---

azioni assegnate al socio, della possibilità di emettere azioni senza voto o a voto limitato senza alcun privilegio patrimoniale nella distribuzione degli utili e del residuo di liquidazione, dell'ammessa legittimità delle azioni postergate e dell'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi. In tal senso, per tutti, P. SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, pp. 1 ss. e, ivi, p. 7. Più recentemente, il superamento del principio *one share, one vote* avvenuto nel 2014 ha rinvigorito il dibattito sul tema della permanente vigenza del principio di correlazione tra potere e rischio.

<sup>(39)</sup> In tal senso, si veda M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, pp. 519 ss. e, ivi, p. 520; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., p. 150; E. BARCELLONA, *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «golden shares» di s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadesse*, dir. da Campobasso, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Milano 2014, pp. 175 ss. e, ivi, p. 227; M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contratto e impresa*, 2014, pp. 221 ss. e, ivi, p. 247, p. 253.

<sup>(40)</sup> L'efficienza, in taluni casi, di un'allocazione non paritaria dei poteri di controllo tra i soci è sostenuta anche da M. BURKART, L. SAMUEL, *One share-one vote: The theory*, in *Review of Finance*, 12, 1, 2008, pp. 1 ss.; L. ENRIQUES, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interest of Shareholders as a Class*, in (Aa.Vv.) *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2009, p. 60; Z. GOSHEN, A. HAMDANI, *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*, in *Columbia Law and Economics Working Paper*, 2013, e, in Italia, da A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, cit., p. 538; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 8, p. 15.

Sebbene in via generale favorevoli al principio *one share, one vote*, F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 70, riconoscono che gli «shareholders do not always have equal powers [and t]his is beneficial [...] because it alleviates the collective action problem. It is not troublesome if the gains from corporate action are divided proportionally among all shareholders».



dell'eventuale successo delle proprie scelte imprenditoriali, senza però sopportarne i costi di un insuccesso. Questo in quanto gli eventuali costi finiscono per gravare in tutto o in parte sui creditori, che non potranno trovare all'interno del patrimonio sociale risorse sufficienti per soddisfare integralmente la loro pretesa. Conseguentemente, viene meno l'allineamento di cui si è detto tra interesse individuale e interesse generale dell'ordinamento e i soci sono, in ragione della loro posizione, incentivati ad assumere rischi eccessivi <sup>(41)</sup>.

Le valutazioni di carattere economico appena svolte con riferimento alle crisi societarie trovano collocazione nel nostro ordinamento nella regola "ricapitalizza, trasforma o liquida" (per la società per azioni, dall'art. 2447 c.c.) e nella disciplina delle procedure concorsuali <sup>(42)</sup>. Al fine di ripristinare la tendenziale corrispondenza tra potere di controllo e rischio, l'ordinamento preveda che - quando il patrimonio della società diviene insufficiente - il patrimonio sociale venga trasferito ai creditori

---

<sup>(41)</sup> Si tratta del fenomeno del c.d. *gambling for resurrection*: i soci sono disposti ad assumere rischi eccessivi, non dovendone sopportare i costi, quando ciò offre anche una minima prospettiva di guadagno per essi. Tale tendenza, ampiamente riconosciuta in dottrina (L.M. LOPUCKI, *A General Theory of the Dynamics of the State Remedies/Bankruptcy System*, in *Wis. L. Rev.*, 1982, pp. 311 ss. e, ivi, pp. 321-322; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 24 e 41 ss.) e dimostrata empiricamente (R. DANIELS, *Must boards go overboard? an economic analysis of the effects of burgeoning statutory liability on the role of directors in corporate governance*, in *Current Developments in International and Comparative Corporate Insolvency Law*, a cura di J. Ziegel, Oxford, 1994, pp. 549 ss.), può essere meglio evidenziata ricordando la vicenda della società di spedizioni FedEx. Tale società nacque nel 1973, prendendo spunto da un progetto universitario che il fondatore (Fred Smith) aveva sviluppato quando era uno studente di Yale. Nei primi anni, FedEx attraversò numerosi momenti di difficoltà finanziaria e, in una di queste occasioni, Fred Smith si trovò a dover pagare una fornitura di carburante per \$24.000, disponendo solo di \$5.000. Quando gli fu rifiutato un finanziamento bancario, decise di volare a Las Vegas e giocare a *blackjack* tutta la residua cassa della società. Vinse \$27.000, sufficienti per pagare la fornitura e coprire i costi operativi per un'altra settimana. È evidente, tuttavia, che - se la sorte non fosse stata così benevola - a pagarne le spese sarebbero stati i creditori di FedEx, che non avrebbero trovato nemmeno \$5.000 nel patrimonio della società. In quel momento, Fred Smith aveva solo da guadagnare da un "investimento" ad altissimo rischio, ma potenzialmente molto redditizio (salve le eventuali conseguenze penali della sua condotta). Ciò, anche se - come in questo caso - il valore attuale dell'investimento era negativo (d'altronde, si sa che "alla lunga, il banco vince sempre") e, dunque, non si trattava di una scelta efficiente nella prospettiva di massimizzazione del valore dell'impresa. La vicenda è riportata da R. FROCK, *Changing How the World Does Business: Fedex's Incredible Journey to Success - The Inside Story*, San Francisco, 2006, p. 101.

<sup>(42)</sup> Il rilievo è condiviso da G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 605 ss. e, ivi, pp. 609 ss. Sul tema, si veda anche in senso analogo A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007, pp. 515 ss. e, ivi, p. 517.

tramite una liquidazione *in bonis* o concorsuale <sup>(43)</sup>. I creditori, infatti, sono coloro nei cui confronti, ormai, si producono gli effetti della gestione dell'impresa in termini di accrescimento o riduzione della soddisfazione della loro pretesa. Tuttavia, i soci dispongono del potere di impedire la liquidazione ripristinando la loro posizione di *residual claimants* tramite una ricapitalizzazione della società o trasformando la stessa in un diverso tipo sociale che preveda la responsabilità illimitata dei soci (e, dunque, esponendosi comunque ai costi delle loro scelte imprenditoriali, anche laddove l'iniziale apporto sia andato perduto) <sup>(44)</sup>.

In attesa che i soci decidano se intervenire per impedire la liquidazione, gli amministratori – che come detto sono nominati dai soci e ad essi sono legati da un rapporto fiduciario – vedono mutare lo *standard* cui orientare la propria gestione dell'impresa collettiva: dalla massimizzazione dell'interesse dei soci, alla gestione conservativa dell'impresa nell'interesse dei creditori <sup>(45)</sup>. Tale *shifting* – operato in attesa

---

<sup>(43)</sup> Sul tema generale della funzione delle procedure concorsuali di trasferimento del controllo dai soci ai creditori si veda In tal senso, si veda L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 54 ss.; H. EIDENMULLER, *Die Eigenverwaltung im System des Restrukturierungsrechts*, in *ZHR*, 2011, pp. 12 ss. e, ivi, pp. 14 ss.; L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, cit., p. 84; E. BARCELLONA, *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «golden shares» di s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, dir. da Campobasso, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Milano 2014, pp. 175 ss. e, ivi, p. 219; B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi di impresa*, cit., p. 332; F. ZENDER, *Optimal Financial Instruments*, in *Journal of Finance*, 46, 1991, pp. 1645 ss. e, ivi, p. 1656.

<sup>(44)</sup> Il legame tra rispetto delle norme in tema di rapporti tra soci e creditori e beneficio della responsabilità limitata è profondamente radicato nell'evoluzione degli ordinamenti societari moderni. Cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., pp. 27 ss.

Sul tema della sostanziale equivalenza, nella prospettiva qui adottata, tra ricapitalizzazione e trasformazione in un tipo societario che preveda la responsabilità illimitata, si veda ampiamente E. BARCELLONA, *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «golden shares» di s.p.a.*, cit., pp. 198 ss. Si segnala che, ai fini del discorso, è stata volutamente trascurata l'ipotesi di trasformazione in un tipo societario che preveda, comunque, la responsabilità limitata dei soci (nella specie, la trasformazione da società per azioni a società a responsabilità limitata). Quando ciò sia sufficiente ad evitare la liquidazione della società, il patrimonio netto è, infatti, ancora positivo (pari almeno a 10.000 euro o, se si ritiene possibile la trasformazione in una società a responsabilità limitata semplificata, pari almeno ad un euro).

<sup>(45)</sup> In l'ipotesi di riduzione del capitale sociale al disotto del minimo legale, gli amministratori debbano intraprendere una gestione conservativa orientata alla «conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale» nell'interesse dei creditori della società (artt. 2486 e 2484, comma 1, n. 4 c.c.). L'esigenza di anticipazione della tutela dei creditori ha spinto la dottrina e la giurisprudenza ad anticipare il cambiamento dello *standard* di gestione ad un momento antecedente lo scioglimento della società, cfr. B.

che si attui il trasferimento del controllo ai creditori o che i soci ripristino la loro posizione tramite una ricapitalizzazione o una trasformazione – comporta tuttavia una gestione dell’impresa non conforme all’interesse dell’ordinamento alla creazione di ricchezza <sup>(46)</sup>. Malgrado i diversi tentativi di estensione in via interpretativa della discrezionalità degli amministratori in tale fase <sup>(47)</sup>, la società sembra tenuta a rinunciare ad opportunità imprenditoriali anche quando esse abbiano un valore atteso positivo. L’ordinamento, a ben vedere, sembra riporre una legittima sfiducia in ordine alla possibilità che soggetti fiduciari dei soci possano perseguire efficacemente l’interesse dei creditori (spesso in contrasto con quello dei soci che li hanno nominati e che dispongono ancora del potere di revoca) e, dunque, ne limita la discrezionalità gestionale <sup>(48)</sup>. In altri termini, a fronte di tale circostanza fattuale, la gestione conservativa dell’impresa in attesa che essa venga ricapitalizzata, trasformata o liquidata appare il “male minore” <sup>(49)</sup>.

---

LIBONATI, *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III, Torino, 2007, pp. 623 ss. e, ivi, p. 625. Questo mutamento dello *standard* di gestione della società è indicato come *shifting* degli obblighi fiduciari degli amministratori, anche se la nostra dottrina ha preferito talvolta descrivere il fenomeno in termini di “capovolgimento” (cfr. R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell’impresa societaria*, in *Giur. comm.* 2014, I, pp. 304 ss. e, ivi, p. 320). Sebbene il tema non sia suscettibile di essere compiutamente affrontata in queste poche pagine, l’utilizzo di questo termine non convince del tutto lasciando alludere ad una contrapposizione ontologica tra azionisti e creditori che non si condivide.

<sup>(46)</sup> In questo senso, L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, in *Società*, 2014, pp. 83 ss. e, ivi, p. 87, il quale, tuttavia, tenta in via interpretativa di superare il parametro «della conservazione dell’integrità e del valore del patrimonio sociale» previsto dall’art. 2486 c.c. allineandolo a quello della «massimizzazione del valore dell’azienda nell’interesse dei creditori».

<sup>(47)</sup> Tentativi il più delle volte finalizzati a giustificare in via interpretativa l’applicazione della *business judgment rule* anche in un contesto di crisi. Cfr. R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell’impresa societaria*, cit., p. 314; R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, pp. 670 ss.; A. VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 128 ss. e, ivi, pp. 129 ss.; A. NIGRO, “Principio” di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a., in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 457 ss. e, ivi, p. 477; G. GUIZZI, *Responsabilità degli amministratori e insolvenza: spunti per una comparazione tra esperienza giuridica italiana e spagnola*, in *Riv. dir. impr.*, 2010, pp. 227 ss. e, ivi, p. 245.

<sup>(48)</sup> È evidente la difficoltà di “cambiare cappello” da un giorno ad un altro per gli amministratori nominati dai soci. La felice espressione è di L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 45, che evidenzia come ciò risulti particolarmente complicato soprattutto quando «non vi è alcuna scissione nemmeno formale fra proprietà e controllo, come nel caso della società a ristretta base sociale».

<sup>(49)</sup> Sebbene infatti il perseguimento di un vero e proprio scopo di lucro vada, in questa fase, a beneficio dei creditori sociali in ragione della natura sostanzialmente

In conclusione, il quadro tratteggiato in merito agli effetti della crisi sulla distribuzione del controllo e del valore all'interno delle società di capitali consente di mettere in luce un aspetto importante. La perdita del patrimonio della società innesca un processo che costituisce applicazione del citato principio di correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa. Tale principio - pur come visto tollerando deviazioni nell'attribuzione del potere di controllo all'interno categoria dei soci (v. *supra* §3) - non ammette che il controllo sia affidato a soggetti diversi da coloro che sopportano in prima battuta il rischio di impresa, se non per il tempo strettamente necessario a ripristinare la posizione di *residual claimants* dei soci o a consentire il trasferimento del controllo ai creditori che hanno assunto posizione "residuale" per effetto delle perdite subite dalla società.

##### 5. *La recente societizzazione del diritto fallimentare*

Come visto nel precedente paragrafo, il trasferimento del controllo dai soci ai creditori avviene solitamente tramite la liquidazione del patrimonio della società. Tale liquidazione si è detto poter avvenire *in bonis*, se il patrimonio netto della società appare sufficiente a garantire la soddisfazione di tutti i creditori, oppure tramite una procedura concorsuale, quando sia necessario organizzare il concorso dei creditori su un patrimonio insufficiente a soddisfare interamente le loro pretese.

Nel caso della liquidazione *in bonis*, i creditori - avendo l'aspettativa di una soddisfazione integrale - sono tendenzialmente indifferenti rispetto alle modalità con cui avviene la liquidazione del patrimonio sociale (la pretesa dei creditori è, infatti, predeterminata nel *quantum*). In queste ipotesi, il trasferimento del controllo ai creditori non è innescato dall'insufficienza attuale del patrimoniale sociale, ma dal rischio - valutato in astratto dal legislatore - che il principio di correlazione tra potere e rischio possa essere violato in una prospettiva dinamica di continuazione dell'attività. La riduzione del patrimonio netto al di sotto del "cuscinetto" minimo fissato dal legislatore determina un rischio -

---

residuale della loro pretesa, non sembra possibile per gli amministratori nominati dai soci orientare la gestione dell'impresa sociale a tale parametro prima che i creditori abbiano potuto esprimersi al riguardo. Sul tema, si veda anche A. ROSSI, *La governance dell'impresa in fase di ristrutturazione*, in *Fallimento*, 2015, pp. 253 ss. e, *ivi*, p. 266.

giudicato dall'ordinamento eccessivo – di esposizione dei creditori ai costi di un insuccesso della gestione dei soci <sup>(50)</sup>.

Più di frequente il trasferimento del controllo dai soci ai creditori avviene tramite una procedura concorsuale. Poiché qui i soci non sono più titolari, da un punto di vista sostanziale, di una pretesa di carattere residuale e, pertanto, sono ormai esposti ad un sistema di incentivi distorto ed inefficiente, il processo necessario al fine di attuare il trasferimento del controllo è sottratto alla loro gestione. In questo caso, i soggetti esposti ad incentivi ottimali sono i creditori “residuali” (ossia quei creditori che, pur essendo formalmente titolari di una pretesa predeterminata nel *quantum*, hanno diritto ad un pagamento variabile in relazione alla consistenza del patrimonio sociale). Appare, tuttavia, limitato il ruolo riconosciuto ai creditori nelle forme organizzative volte a trasferire ai creditori il controllo su un patrimonio incapiente. In particolare, la procedura di fallimento – che costituisce il modello organizzativo base di tale transizione nel controllo – sembra porre i creditori in secondo piano, malgrado gli interventi dell'ultimo decennio abbiano tentato di aumentarne il coinvolgimento <sup>(51)</sup>. Con riferimento alla procedura di concordato preventivo, sebbene il ruolo dei creditori appaia di gran lunga maggiore, occorre notare che ad essi non è data facoltà di avviare la procedura e, sino a pochissimo tempo fa (v. *infra* in questo paragrafo), non potevano nemmeno formulare una proposta alternativa rispetto a quella presentata dalla società (ossia, degli amministratori

---

<sup>(50)</sup> Non si intende, in questa occasione, addentrarsi oltre sul tema della funzioni assolute dal capitale sociale e alla necessità che il capitale sia determinato in misura “congrua” rispetto alle specifiche caratteristiche della società. Ciò sebbene sia immanente all'analisi qui condotta una concezione del capitale sociale come presidio del principio di correlazione tra potere e rischio, realizzata tramite la creazione di un conflitto artificiale tra soci e creditori al fine di innescare la transizione del controllo. Sul tema, per alcuni spunti in questa direzione, si veda G. FERRI JR, *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, I, pp. 26 ss. e, ivi, pp. 30 ss. e P. SPADA, *Un numero che detta regole: ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, pp. 437 ss. e, ivi, p. 446.

<sup>(51)</sup> Più precisamente, la gestione dell'impresa spetta al curatore fallimentare, il quale gestisce sostanzialmente l'intera procedura, sotto il controllo indiretto dei creditori cui è attribuito un limitato potere di disciplina (cfr. art. 37-bis, comma 1, art. 40 e artt. 35, 72 e 104 l. fall.) e la supervisione – a diversi livelli – del giudice delegato e del tribunale fallimentare. Un ruolo maggiore dei creditori emerge, tuttavia, nell'ipotesi in venga proposto un concordato fallimentare (artt. 124 ss. l. fall.). In ogni caso, la disciplina della procedura di fallimento riduce significativamente margini di discrezionalità gestoria (ad esempio, i creditori, nominando un curatore diverso, non potrebbero certo sollecitare una gestione dell'impresa non orientata alla liquidazione e finalizzata alla prosecuzione *sine die* dell'attività nell'interesse dei creditori).

nominati dai soci), in tal modo trovandosi di fronte alla rigida alternativa tra accettare la proposta del debitore o rifiutarla (aprendo, così, la strada alla liquidazione fallimentare) <sup>(52)</sup>.

Rispetto a questo quadro, che evidenzia un ruolo limitato dei creditori nel processo di trasferimento verso di loro del valore del patrimonio sociale, occorre aggiungere che la struttura delle nostre procedure concorsuali pare ancora risentire fortemente dell'origine processualistica <sup>(53)</sup>. Tale origine sembra aver svolto un ruolo essenziale nel conformare le nostre procedure concorsuali come strumenti che agiscono solo sul patrimonio del debitore, anche quando questi abbia natura di società <sup>(54)</sup>. Per effetto di tale caratteristica, il trasferimento del controllo ai creditori avviene, quasi sempre, mediante la liquidazione del patrimonio <sup>(55)</sup>. Nei rari casi in cui è stato possibile trasferire il controllo dell'impresa collettiva ai creditori utilizzando lo strumento societario (ad esempio, mediante una conversione dei crediti in capitale o una fusione), ciò si è reso possibile poiché i creditori hanno superato il potere di veto dei soci accettando che questi estraessero valore a discapito dei creditori <sup>(56)</sup>.

---

<sup>(52)</sup> Sono stati esclusi da questa analisi gli altri strumenti per la gestione della crisi di impresa previsti dal nostro ordinamento, in quanto presuppongono il consenso individuale di alcuni dei creditori (accordi di ristrutturazione e piani di risanamento) oppure destinati a gestire la trasmissione del controllo su imprese aventi caratteristiche particolari (liquidazione coatta amministrativa, amministrazione straordinaria *ex d.lgs. n. 270/1999* e *ex l. n. 39/2004*).

<sup>(53)</sup> Si pensi che, solo poco più di quaranta anni fa, F. FERRARA JR., *Il fallimento*, Milano 1974, affermava, nella prefazione alla sua monografia, che il fallimento «*per un verso è sanzione personale e per un verso è una esecuzione collettiva*».

<sup>(54)</sup> In questo senso ha, inoltre, contribuito una concezione della posizione dei soci in termini di proprietà che non appare più pienamente condivisibile (v. *infra* §5).

<sup>(55)</sup> Il diritto societario e il diritto fallimentare sono stati tradizionalmente sempre percepiti, nella nostra esperienza giuridica, come due sistemi che operano su piani diversi: per il primo, quello dello strumento societario; per il secondo, quello del patrimonio. Sul tema, si veda G. FERRI JR., *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *RDS*, 2012, pp. 477 ss. e, *ivi*, p. 478; U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Diritto societario e crisi di impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014, pp. 5 ss. e, *ivi*, p. 6; M. FABIANI, *Diritto fallimentare. Un profilo organico.*, Bologna, 2011, pp. 505 ss.; F. GUERRERA, M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni di «riorganizzazione»*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 17 ss. e, *ivi*, pp. 33 e 42; M. MIOLA, *Sub art. 182-sexies*, in *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Commento per articoli*, a cura di A. Nigro, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2014, p. 481; L. BOGGIO, *Amministrazione e controllo delle società di capitali in concordato preventivo (dalla domanda all'omologazione)*, in (Aa.Vv.) *Amministrazione e controllo nel diritto dell'impresa*, Torino, 2010, pp. 870 ss. e, *ivi*, pp. 883 ss.

<sup>(56)</sup> È bene precisare che, talvolta, l'attribuzione di valore ai soci non è risultato di un utilizzo "estorsivo" del potere di veto dei soci, ma riflette il valore della collaborazione del "vecchio" gruppo di controllo. Cfr. L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 56 ss.

Tale assetto appare evidentemente irragionevole alla luce delle considerazioni svolte nei paragrafi che precedono in merito alla ripartizione del controllo e del valore nelle società di capitali e all'incidenza della crisi societaria su tale ripartizione.

Prendendo atto di queste considerazioni e sfidando il peso della tradizione, il legislatore ha intrapreso, negli ultimi anni, un processo di "societarizzazione" del diritto fallimentare<sup>(57)</sup>. Tale processo può essere, a ben vedere, inserito nell'ambito di una più ampia tendenza internazionale<sup>(58)</sup>. In particolare, i recenti interventi di riforma del nostro diritto fallimentare sembrano spingere il tradizionale assetto delle procedure concorsuali (in particolare, la disciplina del concordato preventivo) verso un coordinamento con il diritto societario.

Il primo atto di tale percorso sembra essere stato l'introduzione nel 2012 dell'art. 182-*sexies*, l. fall., con il quale si è previsto che gli obblighi di ricapitalizzazione nelle s.p.a. e nelle s.r.l. vengano sospesi in caso di deposito di una domanda di concordato o di una proposta di accordo di

---

<sup>(57)</sup> La recente letteratura ha coniato, per tale fenomeno, il termine di "diritto societario della crisi" (definizione che si deve, in particolare, a U. TOMBARI, *I finanziamenti dei soci e i finanziamenti infragruppo dopo il decreto sviluppo: prededucibilità o postergazione? Prime considerazioni di diritto societario della crisi*, pubblicato il 20 dicembre 2012 su [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it)). Deve tuttavia rilevarsi che, più che la nascita di un diritto societario della crisi, ciò a cui si sta assistendo sembra essere una "societarizzazione del diritto fallimentare". Sempre più spesso vengono inserite, nel corpo del diritto fallimentare, disposizioni che prendono in considerazione il debitore avente natura societaria e che adeguano la disciplina concorsuale alle caratteristiche e alle opportunità conseguenti tale natura.

<sup>(58)</sup> Tale processo di coordinamento sembra inserirsi nell'ambito di una ampia tendenza, che sembra potersi identificare a a livello internazionale, volta a prevedere meccanismi che consentano il superamento del potere di controllo dei soci sullo strumento societario nell'ambito delle riorganizzazioni di società in crisi.

Al riguardo, si veda in particolare: la riforma introdotta nel 2006 in Repubblica Ceca, con cui si è previsto che, in caso di procedura concorsuale, i poteri dell'assemblea siano sospesi ed attribuiti al curatore, il quale li esercita conformemente a quanto deciso dai creditori e dai soci (che votano in classi separate) con l'approvazione del piano di riorganizzazione; la riforma tedesca, approvata il 7 dicembre 2011 ed entrata in vigore nel 2011, con cui si è introdotta la possibilità di un *cram down* dei soci quando ricevono un trattamento non deteriore rispetto all'alternativa liquidatoria (Sec. 245 Insolvenzordnung); l'intervento attuato in Francia con l'*Ordonnance* n. 2014-326 del 12 marzo 2014, che ha previsto che il voto in assemblea per la deliberazione di ricapitalizzazione di una società in crisi possa essere esercitato da un *mandataire en justice* in luogo dei soci; e, infine, lo modifica della *Ley Concursal* spagnola prevista un'ipotesa espressa di responsabilità dei soci per l'insuccesso dell'accordo di ristrutturazione quando, non adottando una deliberazione assembleare, abbiano impedito senza giustificazione la conversione di passività in capitale sociale o l'emissione di strumenti convertibili (artt. 165 e 172).

ristrutturazione <sup>(59)</sup>. Nella stessa direzione, ma con ancora più decisione, si è mosso l'ultimo intervento del legislatore sulla legge fallimentare (d.l. n. 27 giugno 2015, n. 83, conv. in l. 6 agosto 2015, n. 132) che, tra le altre cose, ha previsto la possibilità per i creditori di presentare una proposta di concordato preventivo alternativa a quella del debitore, quando quest'ultima offra ai creditori chirografari una soddisfazione inferiore al 40% o, in caso di proposta di concordato con continuità, al 30% (art. 163, commi 4 e ss., l. fall.). Tale proposta alternativa, quando il debitore ha natura di società per azioni o a responsabilità limitata, può anche prevedere un aumento di capitale della società con esclusione o limitazione del diritto d'opzione dei "vecchi" soci (art. 163, comma 5) e, ove approvata dai creditori e omologata, può essere eseguita "in forma specifica" surrogando un amministratore giudiziario agli amministratori o ai "vecchi" soci della società, ai fini della convocazione dell'assemblea e dell'adozione della deliberazione (art. 185, comma 6).

La rilevanza sistematica di quest'ultimo intervento di riforma appare imponente. In primo luogo, si è rotto il monopolio del debitore nella definizione dei termini secondo cui può essere realizzata una soluzione concordata della crisi (in altre parole, si è impedito che il debitore metta i propri creditori di fronte ad una situazione di "prendere o lasciare" rispetto alla proposta di concordato da egli formulata) <sup>(60)</sup>. In secondo luogo, in maniera ancora più rilevante nella prospettiva che qui interessa, si è reso lo strumento societario disponibile per i creditori, i quali – senza necessità del consenso della maggioranza dei soci – possono escludere la precedente compagine sociale e sostituirsi ad essa tramite la

---

<sup>(59)</sup> Invero, è possibile rivenire un precedente più risalente di coordinamento normativo tra diritto fallimentare e diritto societario nell'art. 106 del d.lgs. n. 58/1998 che, al comma 5°, ha consentito alla Consob di escludere, con proprio regolamento, l'obbligo di proporre un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione quando il superamento della soglia di partecipazione rilevante si verifica per effetto di «operazioni dirette al salvataggio di società in crisi». In attuazione di tale previsione, l'art. 49, comma 1, lett. b, n. 1(i), Reg. Consob n. 11971 ha disposto che non vi sia obbligo di OPA quando l'acquisto è «compiuto in presenza di una ricapitalizzazione della società quotata ovvero altro intervento di rafforzamento patrimoniale e la società versa in una situazione di crisi attestata da ammissione a una procedura concorsuale prevista dal R.D. n. 267 del 16 marzo 1942 o da altre leggi speciali».

<sup>(60)</sup> Il debitore conserva, tuttavia, l'iniziativa esclusiva in merito all'avvio della procedura di concordato preventivo. È previsto, tuttavia, nello schema di legge delega per la riforma organica delle procedure concorsuali elaborato dalla "Commissione Rordorf" che tale legittimazione venga attribuita anche al «terzo [...] nel rispetto del principio del contraddittorio e con adozione di adeguati strumenti di tutela del debitore» (art. 6, comma 1, lett. b, Schema di legge delega).



conversione delle loro pretese in partecipazioni sociali <sup>(61)</sup>. A garanzia del fatto che non si realizzi, in tal modo, un esproprio illegittimo, le proposte concorrenti sono ammissibili, come visto, solo quando il debitore abbia sostanzialmente “confessato”, con la sua proposta, lo stato di incapienza patrimoniale in cui versa <sup>(62)</sup>.

Il d.l. n. 27 giugno 2015, n. 83, sembra dunque aver definitivamente sancito il superamento nel nostro ordinamento della netta divisione tra diritto societario e diritto fallimentare. In tale ottica, il recepimento della disciplina europea sul risanamento e la risoluzione delle crisi bancarie (direttiva 2014/59/UE) – che come si è visto contempla modalità di trasferimento del valore che agiscono anche (o soltanto, come nel caso del *bail-in*) sul soggetto – non può che contribuire al consolidamento di questa acquisizione <sup>(63)</sup>. Non solo: vista la coerenza del substrato concettuale che caratterizza l'intervento del legislatore nazionale ed europeo e la conforme tendenza ravvisabile anche in altri ordinamenti <sup>(64)</sup>, potrebbero esservi i presupposti per un ripensamento della tradizionale distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito. Di questo si occuperà il prossimo paragrafo.

---

<sup>(61)</sup> Il meccanismo previsto dal nostro legislatore ricorda, per alcuni aspetti, la soluzione adottata in Francia (v. *supra* nt. 58). In effetti, come evidenziato espressamente dalla relazione illustrativa al disegno di legge di conversione, nel predisporre l'istituto delle proposte concorrenti il legislatore nazionale ha avuto contezza del *trend* internazionale («La soluzione proposta in tema di debitori con natura societaria risponde ad un'esigenza sempre più avvertita in ambito internazionale») e ha esaminato quanto previsto negli ordinamenti tedesco, francese e spagnolo.

<sup>(62)</sup> Ci si riferisce al requisito di ammissibilità previsto per le proposte concorrenti dall'art. 163, comma 5, l. fall., ove si richiede che la proposta presentata dal debitore offra ai creditori chirografari una soddisfazione inferiore al 40% o, in caso di proposta di concordato con continuità, al 30%. Il tema della compatibilità costituzionale della disciplina delle proposte concorrenti è stato, recentemente, oggetto di ampio dibattito in dottrina, cfr. G. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Fall. 2015*, pagg. 1163 ss. e, ivi, p. 1164; M. FABIANI, *L'ipertrofica legislazione concorsuale fra nostalgie e incerte contaminazioni ideologiche*, in *IlCaso.it*, 6 agosto 2015, p. 9; G. BOZZA, *Le proposte e le offerte concorrenti*, in *FallimentieSocietà.it*, 2015, p. 6. Sul tema, si veda anche quanto si dirà *infra* al §6.

<sup>(63)</sup> La scelta di superare il tradizionale limite di indisponibilità del soggetto è frutto, oltre che delle peculiarità dell'attività bancaria e delle fondamentali istanze pubbliche volte alla tutela della stabilità del sistema finanziario, anche da considerazioni di tipo diverso. Confronto con la corrispondente disciplina del Dodd-Frank Act. È indubbio che tale interesse pubblico, dovendosi ritenere prevalente rispetto ai diritti degli azionisti e dei creditori, offra un più ampio margine di azione nella gestione delle crisi bancarie.

<sup>(64)</sup> Si veda quanto detto sopra alla nt. 58.

## 6. Capitale di rischio e capitale di debito: una classificazione in crisi?

Occorre chiedersi se, nel nuovo contesto normativo, la consueta classificazione tra capitale di rischio e capitale di debito abbia ancora significato. La riforma operata dal recente legislatore fallimentare e, ancor più, l'ingresso nel nostro ordinamento dello strumento del *bail-in* – che tratta indistintamente le pretese qualificabili come capitale di rischio e di debito <sup>(65)</sup> – potrebbero aver fornito, infatti, ulteriore impulso ad un processo di crisi di tale classificazione iniziato ormai diversi anni fa <sup>(66)</sup>. Ciò rileva ai fini che interessano poiché, qualora non vi fosse più spazio per una caratterizzazione qualitativa della posizione dei soci e dei creditori, l'estensione generale di alcuni dei tratti essenziali del meccanismo di *bail-in* potrebbe senz'altro trovare minore resistenza da parte del sistema.

Al riguardo, occorre in primo luogo segnalare che non solo i soci, ma anche i creditori di una società di capitali sono sottoposti al rischio di impresa <sup>(67)</sup>. Ovviamente, rispetto ai soci, i creditori sopportano il rischio di impresa in seconda battuta e, pertanto, in misura necessariamente inferiore. In altri termini, dal punto di vista della sopportazione del rischio di impresa, la differenza tra soci e creditori non sembrerebbe avere natura qualitativa, ma riguarderebbe soltanto il profilo quantitativo del grado di aleatorietà della promessa di rimborso che la società ha prestatato nei loro confronti. Quanto detto appare semplice da dimostrare in una prospettiva economica: dopo che le perdite derivanti dell'attività d'impresa abbiano

---

<sup>(65)</sup> Sul tema, si veda G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., §9.

<sup>(66)</sup> Già prima della riforma organica del diritto societario attuata con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, pp. 192 ss. e, ivi, p. 197, rilevava come tra capitale di rischio e capitale di debito si fossero inserite delle forme ibride «che tendono a costituire una linea pressoché continua di passaggio fra i due estremi, e che molto difficilmente consentono divisioni dicotomiche».

<sup>(67)</sup> Si tratta di un'opinione ormai sempre più diffusa, cfr. M. NOTARI, *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, pp. 497 ss.; G. FERRI JR, *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, cit., p. 33; P. MONTALENTI, *Il diritto commerciale all'epoca della crisi*, relazione introduttiva al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti Del Diritto Commerciale", 2014, p. 9, reperibile all'indirizzo [http://rivistaodc.eu/media/32351/odc\\_-\\_montalenti\\_relazione\\_pm\\_17\\_03\\_14\\_.pdf](http://rivistaodc.eu/media/32351/odc_-_montalenti_relazione_pm_17_03_14_.pdf); M. NOTARI, A. GIANNELLI, *Commento all'art. 2346, comma 6, c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, pp. 87 ss. e, ivi, pp. 115 ss. La letteratura sviluppata sul tema oltre i confini nazionali è giunta a conclusioni corrispondenti, si veda H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, cit., p. 47.

eroso il margine di patrimonio netto esistente, esse incidono sulle pretese dei creditori riducendone la soddisfazione; di tale eventualità i creditori volontari sono (o, comunque, dovrebbero essere) ben consapevoli e possono, pertanto, conseguentemente parametrare la loro remunerazione in relazione all'entità del rischio da essi percepito (mediante la previsione di interessi o, quando non siano creditori finanziari, con l'applicazione di condizioni economiche che tengano conto del rischio di insoluto) <sup>(68)</sup>. Sembrerebbero tuttavia esserci indizi sufficienti per confermare che – anche in una prospettiva giuridica – il rischio di impresa grava sia sui soci, sia sui creditori (seppur in termini quantitativamente diversi). Il passaggio dalla responsabilità illimitata (dove i soci sopportano integralmente il rischio d'impresa) alle responsabilità limitate (dove i soci sopportano il rischio di impresa nei limiti del proprio conferimento) non può incidere sull'entità sostanziale del rischio di impresa, che l'ordinamento non può modificare, essendo un dato materiale, e che, dunque, accetta implicitamente che ricada sui creditori nel caso delle società di capitali <sup>(69)</sup>. Inoltre, un indice della sopportazione del rischio di impresa anche da parte dei creditori sembrerebbe potersi identificare nel sistema delle revocatorie fallimentari che, nell'attuare la *par condicio creditorum*, pare volto a redistribuire equamente tra i creditori, in relazione alla gradazione della rispettiva pretesa, il rischio di impresa che su di essi grava <sup>(70)</sup>.

Non sembrerebbe nemmeno possibile distinguere tra capitale di debito e capitale di rischio riconducendo quest'ultimo agli schemi della proprietà. Al riguardo, se si pretende infatti di riferire il diritto di

---

<sup>(68)</sup> La possibilità per i creditori volontari di remunerare il rischio d'impresa sopportato e, dunque, di porre a carico della società un costo determinato in considerazione dell'entità di tale rischio (per come da essi percepito) rende non condivisibile la tesi secondo cui tale fenomeno di traslazione del rischio di impresa sui creditori costituisce un'esternalità negativa (tale tesi è sostenuta da F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, p. 6; G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS.*, Torino, 2009, pp. 12 ss.). Sulla nozione di "esternalità", si veda F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, p. 28.

<sup>(69)</sup> La circostanza che i creditori partecipino «anche giuridicamente, al rischio di impresa» è peraltro riconosciuto dalla *Relazione al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6* (in *Riv. soc.*, 2003, pp. 112 ss. e, ivi, p. 132), con riferimento alla disciplina dei prestiti obbligazionari introdotta all'art. 2411 c.c. dalla riforma organica del diritto societario.

<sup>(70)</sup> La tesi della natura antindennitaria (o redistributiva) del sistema delle revocatorie fallimentari, ormai pressoché pacifica, ha evidenziato la vocazione della revocatoria fallimentare alla socializzazione del rischio di impresa. Sul tema, si veda G. MINUTOLI, *In difesa dell'istituto revocatorio (brevi riflessioni sulle nuove revocatorie fallimentari ex d.l. 14 marzo 2005 n. 35)*, in *Dir. fall.*, 2005, I, pp. 809 ss.

proprietà dei soci al patrimonio sociale, tale tentativo deve immediatamente arrestarsi nella personalità giuridica che connota in maniera distintiva le società di capitali: la proprietà del patrimonio sociale spetta alla società, che è un soggetto di diritto autonomo e distinto da coloro che vi partecipano (v. *supra* §3) <sup>(71)</sup>. Se quindi si vuole utilizzare il concetto di “proprietà” con riferimento al rapporto tra soci e patrimonio sociale, occorre avere consapevolezza che esso inevitabilmente viene ad assumere un’accezione ben diversa da quella tradizionalmente riconosciutagli in via generale dal diritto civile <sup>(72)</sup>. Il socio non è titolare di alcun diritto assoluto sui beni sociali in considerazione della sua partecipazione alla società, ma vanta un diritto verso la società a partecipare proporzionalmente al valore del patrimonio sociale, se e nella misura in cui esso abbia un valore positivo <sup>(73)</sup>.

È invece possibile riferire il diritto di proprietà dei soci sul bene “azione”, tenendo tuttavia a mente che la configurazione di un diritto di proprietà sull’azione è il prodotto di un processo di artificiale oggettivizzazione dei diritti sociali. Tale processo è, storicamente, servito al fine di rendere fungibile la partecipazione, permettendo così che essa potesse circolare come un bene e, più in generale, consentendo di isolare la società e i diritti dei soci verso di essa dalle vicende relative alla persona

---

<sup>(71)</sup> Si veda, in questo senso, G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio di impresa*, Milano, 1967, p. 19, ove si legge «i beni dell’impresa, non ‘appartengono’ agli azionisti, che su di essi non possono esercitare nessuna di quelle facoltà che si compendiano nel diritto di proprietà». Una conferma dell’impossibilità di configurare il diritto dei soci come un diritto di proprietà sui beni ricompresi nel patrimonio sociale viene anche dalla giurisprudenza, che ha negato tutela *ex art.* 1497 c.c. all’acquirente di una partecipazione sociale il cui valore si sia dimostrato inferiore in ragione delle carenze o dei vizi relativi ai beni oggetto del patrimonio della società: si è argomentato, infatti, che oggetto dell’acquisto è il “bene” partecipazione sociale, non i beni rientranti nel patrimonio sociale la cui titolarità spetta alla società. Cfr. Cass. 21 giugno 1996, n. 5773, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, 18 e, più recentemente, Cass. 13 dicembre 2006, n. 26690, in *Giur. comm.*, 2008, II, 948.

<sup>(72)</sup> Si tratta di un’accezione di “proprietà” di tipo economico, non giuridico, riconducibile al fatto che, in condizioni normali, i soci godono del patrimonio sociale come se fosse oggetto di proprietà indivisa. Al fine di dar conto del fatto che la proprietà del patrimonio sociale, dal punto di vista giuridico, non spetta ai soci, si è parlato in passato di proprietà “mediata”, cfr. V. SALANDRA, *Società commerciali*, Torino, 1938, p. 59.

<sup>(73)</sup> Il tema è stato oggetto di un’approfondita disamina da parte di C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 23, pp. 33 ss. In argomento, si rimanda anche a M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, pp. 39 ss., il quale rileva come rispetto alla posizione dei soci si possa al più parlare di proprietà «non in senso “formale” (facente capo cioè alla persona giuridica) [ma di] proprietà in senso “sostanziale” o “economico” (ossia dei soci) per la quale non vi è spazio secondo le categorie giuridiche generali» (p. 48).

dei singoli soci <sup>(74)</sup>. Tale artificio, tuttavia, non può mutare la natura dei diritti incorporati nell'azione, analogamente a come l'emissione di un'obbligazione, ad esempio, non muta la natura obbligatoria del diritto al rimborso in essa incorporato. Pertanto, al fine di appurare se l'investimento in capitale di rischio possa essere inquadrato nei rapporti di tipo proprietario (e, su tale base, distinto dalle pretese dei creditori, che hanno senz'altro natura obbligatoria) non ci si può concentrare sul rapporto tra socio e bene-azione, ma occorre prendere in esame i diritti sociali in essa incorporati e verificare se questi abbiano le caratteristiche fondamentali che connotano i diritti reali. L'elemento che, a questo scopo, sembra doversi valorizzare è rappresentato dal tipo di tutela approntata dall'ordinamento che, per insegnamento tradizionale, è di tipo reale (o c.d. invalidante) con riferimento al diritto di proprietà e di tipo, invece, obbligatorio (o c.d. risarcitorio) con riferimento alle pretese aventi natura obbligatoria <sup>(75)</sup>.

Ebbene, sotto questo profilo, i diritti sociali sembrano beneficiare di una tutela "mista", che presenta aspetti di entrambi i modelli ma che, tuttavia, nella sua cifra essenziale appare di tipo obbligatorio. Paradigmatica in questo senso è la disciplina dell'invalidità delle deliberazioni assembleari che prevede il risarcimento del danno come unico rimedio indefettibile, che ciascun azionista può sempre esercitare a prescindere dal numero di azioni di cui risulta titolare (art. 2377 c.c.) <sup>(76)</sup>. Analogamente, la natura essenzialmente obbligatoria della tutela dei diritti sociali sembra emergere anche dalla disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento <sup>(77)</sup> e dalla disciplina, di derivazione

---

<sup>(74)</sup> Così, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 36, pp. 37 ss.

<sup>(75)</sup> Tale carattere è stato accentuato dalla riforma organica del diritto societario attuata con d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, come rilevato da L. ENRIQUES, A. ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, pp. 1 ss., ai quali si rinvia per una più estesa analisi della riconducibilità dei rimedi previsti per i diritti sociali nell'ambito delle *property rules* o *liability rules*. Sul tema si veda anche U. MATTEI, *Tutela inibitoria e tutela risarcitoria*, Milano, 1987, oltre a G. CALABRESI, A.D. MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in 85 *Harvard Law Review*, 1972, pp. 1089 ss., cui per primi si deve l'analisi economica della classificazione della tutela dei diritti tra *property rules* e *liability rules*.

<sup>(76)</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., pp. 67 ss. e, in specie, p. 73, al quale si rimanda.

<sup>(77)</sup> L'art. 2497 c.c. prevede, infatti, che - in caso di abuso nell'attività di eterodirezione - ai soci della società eterodiretta spetti soltanto il diritto al risarcimento del pregiudizio subito (pregiudizio che deve essere misurato in termini oggettivi quale danno «arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale»).

europea (direttiva 2004/25/CE), della c.d. *breakthrough rule* (art. 104-bis TUF) e dello c.d. *squeeze-out* (art. 111 TUF) <sup>(78)</sup>.

In sostanza, l'ordinamento non prevede, in via generale, una tutela reale (o invalidante) rispetto ai diritti dei soci. Tali diritti sono infatti, almeno in alcuni casi, assoggettati alla volontà della società o del terzo che può disporne dovendosi "soltanto" fare carico di corrispondere ai soci ciò che, sulla base di vari meccanismi, è considerato il valore oggettivo della partecipazione. Conseguentemente, diversamente da un "proprietario", l'azionista può essere privato del proprio potere di decidere sulle sorti del patrimonio sociale (*rectius*: contribuire a tale decisione con modalità assembleari), senza che egli possa impedire questo "spossessamento" mediante una tutela di tipo demolitorio. In buona sostanza, ciò che viene immancabilmente tutelato è solo il valore oggettivo della partecipazione, senza rilievo per l'interesse personale del socio all'effettiva conservazione dei suoi diritti <sup>(79)</sup>. Quanto detto, dunque, rende perlomeno legittimo dubitare della possibilità di inquadrare i diritti sociali all'interno degli schemi tipici del diritto di proprietà e, su tale base, impostare una distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito.

---

<sup>(78)</sup> Nelle società quotate che hanno inserito nel loro statuto la regola di neutralizzazione (c.d. *breakthrough rule*) prevista dall'art. 104-bis, commi 2 e 3, TUF, in caso di presentazione di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, non si applicano i limiti statutari o parasociali previsti per il trasferimento delle azioni, i privilegi e i limiti previsti in tema di voto nelle assemblee chiamate a decidere eventuali misure difensive e, quando l'offerente sia arrivato a detenere almeno il 75% del capitale, anche i diritti speciali in tema nomina o revoca degli amministratori. In caso di esito positivo dell'offerta, l'offerente è tenuto a versare un equo indennizzo in favore dei soci per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito; tale indennizzo è determinato sulla base, principalmente, di parametri oggettivi, senza che l'ordinamento abbia riguardo agli interessi particolari dei singoli soci coinvolti (cfr. art. 104-bis, comma 5, TUF, che richiede venga fatto, a tal fine, un «*raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'offerta e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'offerta*»).

In ipotesi di *squeeze out*, è consentita l'estromissione dei soci di minoranza che non abbiano aderito all'offerta totalitaria di acquisto che abbia portato l'offerente a detenere il 95% del capitale di una società quotata. Ai soci estromessi è riconosciuto soltanto il pagamento del valore della loro partecipazione, senza alcuna protezione reale del loro interesse a conservare la partecipazione nella società. In questa prospettiva, il diritto dei soci a partecipare alla società è chiaramente tutelato solo in via risarcitoria: i soci di minoranza si trovano, infatti, in uno stato di soggezione rispetto al potere dell'offerente, che può liberamente escluderli riconoscendo ad essi soltanto il valore oggettivo della loro partecipazione (artt. 111, comma 2, e 108, commi 3, 4 e 5, TUF), che appare incompatibile con la natura assoluta del diritto di proprietà.

<sup>(79)</sup> In questo senso, con più ampie argomentazioni, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., pp. 67 ss. e, in specie, p. 73, al quale si rimanda.

A ciò va aggiunto che l'introduzione nel 2003 della possibilità per le società per azioni di emettere strumenti finanziari (artt. 2346, comma 6, e 2411, comma 3, c.c.) ha ulteriormente sfumato la distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito. Questi strumenti infatti, in virtù della loro flessibilità, hanno colmato lo spazio vuoto in precedenza esistente tra azioni e pretese creditorie, consentendo che tra di esse si frapponessero strumenti di investimento che possono presentare combinazioni variabili delle caratteristiche dell'una e dell'altra categoria. Conseguentemente, la struttura finanziaria della società per azioni sembrerebbe ormai rappresentabile, almeno a fini descrittivi, come una gradazione continua dello stesso fenomeno, piuttosto che in termini di netta contrapposizione tra capitale, da un lato, e debito, dall'altro <sup>(80)</sup>.

In conclusione, tirando le fila di quanto detto, sembrerebbe esistere una tendenza nell'ordinamento nazionale ed europeo verso l'abbandono di forme di tutela dei diritti sociali aventi carattere invalidativo (o "reale"), in favore dei rimedi risarcitori ritenuti più efficienti <sup>(81)</sup>. La parziale "finanziarizzazione" dell'investimento si è, poi, accompagnata alla crescente consapevolezza del fatto che anche i creditori sopportano, seppure in termini meno intensi, il rischio di impresa. L'avvicinamento tra capitale di rischio e capitale di debito – reso ancora più percepibile dalla creazione di strumenti finanziari di tipo "ibrido" – appare poi recentemente ribadito da un trattamento normativo delle pretese dei soci e dei creditori in caso di crisi della società che tende sempre più a sovrapporsi, sino quasi a confondersi nel caso del *bail-in* <sup>(82)</sup>.

Sebbene il tema del rapporto tra capitale di rischio e capitale di debito non costituisca punto centrale di questa analisi e, in ogni caso, non possa certo essere compiutamente limitato ai pochi rilievi schematici sin qui svolti, quanto detto vale a mettere in luce l'esistenza di un contesto che appare concettualmente non in contrasto con l'introduzione di norme che

---

<sup>(80)</sup> Sul tema, in questo senso si rinvia, per tutti, a M. NOTARI, A. GIANNELLI, *Commento all'art. 2346, comma 6, c.c.*, cit., pp. 87 ss., pp. 115 ss..

<sup>(81)</sup> Per un'analisi delle ragioni che sottendono la valutazione dei rimedi risarcitori in termini di maggiore efficienza, si rimanda a L. ENRIQUES, A. ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, cit., pp. 1 ss.

<sup>(82)</sup> Al riguardo, con riferimento al *bail-in*, si veda G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., §9. In generale, con riferimento al comune diritto societario della crisi, si veda A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, cit., pp. 511 ss. e, ivi, p. 549, secondo cui «è sufficiente che il contesto della crisi presenti certe caratteristiche o che la crisi evolva verso determinati esiti perché le differenze formali del contratto di investimento in obbligazioni e del contratto di investimento in azioni si attenuino e, comunque, rimangano diversità interne a uno stesso genus di capitale finanziario d'impresa».

prevedano, in caso di crisi delle società di capitali, forme di trasferimento del controllo sul patrimonio sociale alternative alla liquidazione. Ciò purché venga tutelato il valore oggettivo della partecipazione dei soci (che, però, in caso di insolvenza della società, è verosimilmente pari a zero) e salva la necessità di verificare se vi siano, a tal riguardo, ostacoli di tipo costituzionale o di diritto europeo che impediscano al legislatore ordinario di approntare simili soluzioni per la gestione della crisi delle società di capitali. Quest'ultimo tema è oggetto del prossimo paragrafo.

## 7. I vincoli imposti dal diritto europeo e costituzionale

Nella prospettiva del legislatore, un ripensamento dei meccanismi tradizionalmente previsti per il trasferimento del controllo sul patrimonio di una società in crisi deve necessariamente confrontarsi con il diritto europeo e con i diritti garantiti dalla Costituzione Italiana e da altre carte dei diritti aventi rango costituzionale.

In relazione al diritto europeo, la generalizzazione di alcuni degli aspetti della disciplina del *bail-in* per tutte le società per azioni potrebbe, infatti, contrastare con la II Direttiva comunitaria in materia di armonizzazione del diritto societario (direttiva 77/91/CEE, ora rifiuta nella direttiva 2012/30/UE). In particolare, deve valutarsi se, quando una società per azioni si trovi in stato di crisi <sup>(83)</sup>, sia legittima ai sensi della II direttiva la sottrazione agli azionisti del potere di decidere sulle operazioni sul capitale sociale, con l'obiettivo di trasferire il controllo ai creditori senza liquidare il patrimonio <sup>(84)</sup>.

---

<sup>(83)</sup> Le società a responsabilità limitata non rientrano nell'ambito di applicazione della II Direttiva e, dunque, il diritto europeo non pone ostacoli per esse al trasferimento del controllo sul patrimonio sociale tramite la conversione coattiva dei crediti in quote. Resta tuttavia il dubbio se, in ragione dell'accentuato elemento personalistico caratterizzante la società a responsabilità limitata, sia opportuno estendere anche con riferimento a questo tipo sociale meccanismi analoghi al *bail-in*.

<sup>(84)</sup> Invero, la II direttiva potrebbe venire in rilievo, al fine qui considerato, anche per i limiti da essa imposti in tema di esclusione del diritto di opzione degli azionisti (art. 33). Come si dirà nel prossimo paragrafo, la possibilità di escludere il diritto di opzione dei "vecchi" soci non è elemento essenziale al fine di rendere possibili meccanismi di trasferimento del controllo alternativi alla liquidazione. Pur nell'impossibilità di affrontare compiutamente in questa sede il tema della legittimità dell'esclusione del diritto di opzione, si segnala che essa è stata ritenuta legittima quando finalizzata a garantire la sopravvivenza della società mediante un'operazione che preveda l'assegnazione della totalità delle azioni di nuova emissione ai creditori nell'ambito di una procedura concorsuale o al fine di evitare il ricorso a tale procedura (così, L. STANGHELLINI, sub art. 2447 c.c., in *Codice delle società per azioni*, a cura di G.B. Portale e P. Abbadessa, in corso di pubblicazione). Tale tesi risulta avvalorata dalle modifiche



La II direttiva (espressamente derogata per il *bail-in* dalla BRRD) prevede che la competenza deliberativa in merito alle operazioni sul capitale delle società per azioni spetti sempre ai soci in sede assembleare, salva l'ipotesi della riduzione coattiva del capitale ad opera dell'autorità giudiziaria <sup>(85)</sup>. La II direttiva non prevede, tuttavia, alcunché in merito all'ipotesi in cui la società si trovi in stato di crisi e, dunque, si pone il dubbio se, anche in tale contesto, gli azionisti debbano essere titolari esclusivi della competenza a deliberare operazioni sul capitale <sup>(86)</sup>. Tale dubbio interpretativo è stato, in passato, vagliato dalla giurisprudenza europea che, tuttavia, non ha compiutamente chiarito la questione, lasciando vivo un ampio dibattito dottrinale recentemente rinvigorito dalla sospetta incompatibilità di alcune riforme attuate da alcuni Stati membri <sup>(87)</sup>. In sostanza, la Corte di Giustizia – con le pronunce cui ci si riferisce, che risalgono agli anni novanta e hanno avuto ad oggetto la normativa ellenica per la gestione delle crisi bancarie <sup>(88)</sup> – ha affermato

---

apportate con il d.l. n. 83/2015, conv. in l. n. 132/2015, con cui sono state introdotte le proposte concorrenti è si è consentito che esse prevedano «un aumento di capitale della società con esclusione o limitazione del diritto d'opzione» (art. 163, comma 5, l. fall.).

<sup>(85)</sup> La II Direttiva dispone che «in caso di perdita grave del capitale sottoscritto, l'assemblea deve essere convocata nel termine previsto dalla legislazione degli Stati membri, per esaminare se sia necessario sciogliere la società o prendere altri provvedimenti» (art. 19), prevedendo poi che «qualsiasi riduzione del capitale sottoscritto, eccettuata quella disposta con decisione giudiziaria, deve almeno essere subordinata a una decisione dell'assemblea» (art. 34) e che «gli aumenti di capitale sono decisi dall'assemblea» (art. 29, comma 1; in precedenza, art. 25).

<sup>(86)</sup> Come visto in precedenza al §4, l'attribuzione ai soci di diritti amministrativi in caso di insolvenza contrasta, infatti, con i principi che si pongono alla base della distribuzione del controllo e del valore nella società per azioni.

<sup>(87)</sup> Il riferimento è alle recenti riforme introdotte in Germania, Francia, Repubblica Ceca e, da ultimo, Italia (cfr. nt. 58) che hanno sottratto ai soci il potere di deliberare operazioni sul capitale nell'ambito della riorganizzazione di società in crisi. Sul tema, si veda in dottrina T. RICHTER, *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, in *European Company and Financial Law Review*, 6, 2009, pp. 358 ss. e, ivi, pp. 358 ss.; T. ARIANI, L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, in *RDS*, 2013, pp. 721 ss. e, ivi, pp. 726 ss.; B.J. ATTINGER, *Crisis management and bank resolution: Quo vadis, Europe?*, in *Legal Working Paper Series*, European Central Bank, 2011, p. 29; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 210 (nt. 49).

<sup>(88)</sup> La normativa ellenica prevedeva che – nel caso di gravi difficoltà finanziarie di una banca – fosse nominato un amministratore temporaneo con tutti i poteri degli organi sociali, tra cui anche quello di ricapitalizzare la banca in crisi. Cfr. i seguenti casi: (a) C-441/93, *Panagis Pafitis and others v. Trapeza Kentrikis Ellados A.E. and others* del 12 marzo 1996 ("Pafitis"); (b) C-381/89, *Syndesmos Melon tis Eleftheras Evangelikis Ekklessias and others v. Greek State and others* del 24 marzo 1992 ("Syndesmos Melon"); (c) C-19/90 a C 20-90, *Marina Karella and Nicolas Karellas v Minister for Industry, Energy and Technology and Organismos Anasygkrotiseos Epicheiriseon AE* del 30 maggio 1991 ("Karella").

che gli azionisti non possono essere privati della loro competenza in materia di operazioni sul capitale sociale «*finché non vi sia stato spossessamento degli azionisti e degli organi normali della società*»<sup>(89)</sup>. Ne dovrebbe discendere la possibilità di sottrarre tale competenza agli azionisti (attribuendola, ad esempio ai creditori o all'autorità giudiziaria) quando ciò avvenga nel contesto di una procedura fallimentare o di concordato preventivo, dal momento che tali procedure comportano senza dubbio lo spossessamento parziale o totale del debitore (come confermato dallo stesso legislatore europeo, che le ha ricomprese nell'ambito di applicazione del Regolamento UE n. 2015/848)<sup>(90)</sup>. Inoltre, occorre notare che, nei casi esaminati dalla Corte di Giustizia, l'autorità amministrativa ellenica aveva disposto l'aumento del capitale sociale, senza previo azzeramento, con l'effetto di mantenere in vita la partecipazione dei vecchi azionisti, benché diluita all'esito dell'operazione. Poiché la II direttiva non impedisce una riduzione del capitale per decisione dell'autorità giudiziaria (art. 34), in caso di azzeramento del capitale ad opera del giudice (con conseguente esclusione dei "vecchi" soci), sembrerebbe essere consentita l'attribuzione del potere di deliberare il successivo aumento di capitale a soggetti diversi dai soci, senza con ciò violare la II direttiva. Infine, oltre a tali considerazioni di diritto, non può trascurarsi che l'accresciuta consapevolezza, anche a livello politico, della funzione economica delle procedure concorsuali (riflessa anche nei recenti interventi normativi che, in molti Stati membri, hanno privato gli azionisti del potere di decidere operazioni sul capitale di una società in crisi)

---

(<sup>89</sup>) In questo senso, si veda *Karella*, paragrafi 28 e 30 e, in maniera sostanzialmente coincidente, in *Syndesmos*, paragrafo 27. In misura parzialmente diversa e apparentemente più restrittiva *Pafitis*, secondo cui «*la direttiva continua ad applicarsi in caso di semplice disciplina di risanamento destinata ad assicurare la sopravvivenza della società, anche se questa disciplina comporta uno spossessamento temporaneo degli azionisti e degli organi normali della società*» (par. 57).

(<sup>90</sup>) L'art. 1, comma 1, lett. a, del Regolamento (UE) n. 2015/848, in cui è stato rifiuto il Regolamento CE n. 1346/2000, definisce il proprio ambito di applicazione come limitato alle «*procedure concorsuali [...] in cui, a fini di salvataggio, ristrutturazione del debito, riorganizzazione o liquidazione, [...] un debitore è spossessato, in tutto o in parte, del proprio patrimonio*» (sottolineatura aggiunta) e, con riferimento all'ordinamento italiano, identifica espressamente tra queste il fallimento, il concordato preventivo, la liquidazione coatta amministrativa, l'amministrazione straordinaria, gli accordi di ristrutturazione e le procedure di composizione della crisi da sovraindebitamento del consumatore (Allegato A, Reg. n. n. 2015/848). Per una lettura analoga, anche se non specificamente riferita al fallimento e alla procedura di concordato preventivo, si veda T. RICHTER, *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, cit., p. 363.

consente di ritenere non improbabile che la Corte di Giustizia dell'Unione Europea - se fosse chiamata nuovamente a decidere sull'argomento - possa discostarsi dal proprio risalente orientamento e restringere ulteriormente l'ambito di applicazione della II direttiva nel caso di crisi societaria.

Passando adesso al piano dei diritti costituzionali, l'introduzione di meccanismi di trasferimento del controllo ai creditori alternativi alla liquidazione potrebbe, in astratto, incontrare limiti nella tutela del diritto di proprietà dei soci e della libertà di iniziativa economica dei creditori. In relazione al diritto di proprietà, vengono in rilievo l'art. 42 della Costituzione italiana e, per il tramite dell'art. 117 Cost., anche l'art. 1 del Primo Protocollo della Convenzione per la salvaguardia dei Diritti dell'Uomo e delle Libertà Fondamentali. Tali norme esprimono principi comuni che possono essere sintetizzati nel (i) dovere negativo di non interferire nel rapporto tra il titolare del diritto di proprietà e i beni oggetto della stessa, e (ii) nella possibilità per il legislatore di limitare l'esercizio di tale diritto, finanche a prevederne la privazione mediante esproprio, solo tramite previsione di legge e per motivi di interesse generale.

Al riguardo, occorre in primo luogo ricordare quanto detto in merito alla riconducibilità della partecipazione sociale agli schemi della proprietà: i soci non vantano diritti di tipo reale verso la società e il suo patrimonio, ma sono proprietari di un "bene complesso", di secondo grado rispetto al patrimonio sociale, frutto dell'artificiosa oggettivizzazione della partecipazione sociale (v. *supra* §6). È il bene-partecipazione ad essere oggetto del diritto di proprietà dei soci e, dunque, ad essere tutelato costituzionalmente, non i diritti verso la società che tale bene attribuisce. In altri termini, l'insolvenza della società potrebbe non essere sufficiente a legittimare la privazione del socio del bene-partecipazione, ma potrebbe legittimamente svuotare tale bene del suo contenuto, escludendo che al socio debba riconoscersi una pretesa residuale su un patrimonio ormai incapiente e, pertanto, il diritto di amministrare tale patrimonio <sup>(91)</sup>.

---

<sup>(91)</sup> In questo senso, si veda T. ARIANI, L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, cit., pp. 730; T. RICHTER, *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, cit., p. 367 e, sembrerebbe, M. FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Milano, 2009, pp. 50 ss. (spec. p. 55), seppur con riferimento alla perdita del controllo dell'imprenditore individuale.

Ciò, tuttavia, se pare sufficiente ad escludere che la privazione dei diritti patrimoniali ed amministrativi dei soci in caso di insolvenza della società contasti con l'art. 42 Cost., non consente di escludere un'incompatibilità di tale ipotesi rispetto alla tutela del diritto di proprietà così come sancita dall'art. 1 del Primo Protocollo addizionale della CEDU. Infatti, la giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'Uomo ha sempre ricostruito la tutela della proprietà in termini molto ampi, valutando talvolta come "beni" anche rapporti qualificati come contrattuali negli ordinamenti nazionali<sup>(92)</sup>. Ciò è accaduto anche nel caso dei diritti sociali, che tuttavia sono stati ritenuti oggetto di tutela "proprietaria" nei limiti in cui ad essi possa attribuirsi un valore economico<sup>(93)</sup>. In una pronuncia recente, la Corte di Strasburgo ha escluso che possa rilevare un'eventuale valore economico della partecipazione risultante dall'aspettativa o dalla realizzazione di un intervento pubblico di sostegno<sup>(94)</sup>; lo stesso ragionamento sembra potersi estendere all'ipotesi in cui il valore economico della partecipazione non dipenda dal patrimonio sociale, ma dall'aspettativa di estrarre valore a scapito dei creditori sfruttando la rendita di posizione derivante dalla conservazione dei diritti amministrativi sulla società<sup>(95)</sup>. In base a tali considerazioni, l'esclusione dei soci di una società insolvente rappresenterebbe una privazione del diritto di proprietà legittima in ragione del fatto che il

---

<sup>(92)</sup> In questo senso, si veda *Brosset-Triboulet v. France*, decisione n. 34078/02 del 29-3-2010.

<sup>(93)</sup> In questi termini si veda le decisioni della Corte europea dei diritti dell'uomo *Company S. and T. v. Sweden*, decisione n. 11189/84 del 11-12-1986, in *Décisions et rapports*, 50, pp. 138 ss. e *Sovtransaoto Holding v. Ukraine*, decisione n. 48553/99, in *Recueil des arrêts et décisions*, 2002-VII, pp. 95 ss.

<sup>(94)</sup> Così in *D. Grainger and others v. the United Kingdom*, decisione n. 34940/10 del 10-7-2012, con riferimento al noto caso Northern Rock, in *RDS*, 2013, pp. 721 ss., con nota di T. ARIANI, L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, cit.

<sup>(95)</sup> In considerazione del fatto che i soci potrebbero altrimenti sfruttare il proprio potere di veto su meccanismi di trasferimento del patrimonio alternativi alla liquidazione con l'intento di estrarre valore a scapito dei creditori (v. *supra* §4), si potrebbe persino sostenere che la tutela dei diritti dei creditori, anch'essa ancorabile per opinione diffusa al diritto di proprietà (C. PROTO, *Evoluzione delle procedure concorsuali ed analisi degli interessi tutelati*, in *Fallimento*, 1998, pp. 869 ss. e, ivi, p. 871), presuppone l'esclusione dei diritti amministrativi dei soci in caso di insolvenza. In questa prospettiva, la privazione dei diritti dei soci sembrerebbe conforme allo statuto della proprietà previsto dalla Carta fondamentale dei diritti dell'Unione Europea secondo cui il diritto di proprietà potrebbe subire solo limitazioni rispondenti «a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza di proteggere i diritti e le libertà altrui» (artt. 17 e 52 della Carta; sottolineatura aggiunta).

valore del bene-partecipazione “espropriato” è in questo caso pari a zero <sup>(96)</sup>.

Passando all’esame delle tutele costituzionali per i creditori, occorre rilevare che la conversione dei crediti in capitale – se preceduta dal ripianamento integrale delle perdite (tramite riduzione o azzeramento del capitale sociale e dei crediti incapienti) – non penalizza dal punto di vista patrimoniale i creditori: si tratta semplicemente di sancire sul piano formale la posizione residuale da essi assunta, per effetto delle perdite. Nondimeno, tale conversione potrebbe, in astratto, configurare una lesione della libertà di iniziativa economica dei privati sancita dall’art. 41 Cost. Infatti, i creditori si troverebbero a partecipare, senza o contro la loro volontà, ad un’attività economica che, peraltro, i creditori divenuti “nuovi” soci potrebbero, a maggioranza, decidere di proseguire, impendendo che i creditori a ciò non interessati possano ottenere il rimborso, seppur parziale, del loro iniziale apporto a titolo di finanziamento <sup>(97)</sup>. Tuttavia, rispetto a tali perplessità, pare potersi obiettare che tutti i creditori volontari, finanziando la società, accettano sempre, implicitamente, la possibilità di trovarsi a partecipare all’attività imprenditoriale della società finanziata, quando ciò sia stato consentito dalla legge <sup>(98)</sup>. Non si dovrebbe ravvisare, pertanto, alcuna lesione della libertà di iniziativa economica dei creditori <sup>(99)</sup>.

---

<sup>(96)</sup> Considerazioni analoghe, seppur limitatamente all’ipotesi di *bail-in* bancario, sono state svolte da 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., il quale condivisibilmente evidenzia come l’equivoco della non “espropriabilità” della partecipazione dei soci in caso di insolvenza nasca dall’assunzione da parte delle carte costituzionali del paradigma della proprietà fondiaria, cui di regola è sempre attribuibile un valore, che mal si coniuga con la natura di “bene di secondo grado” della partecipazione societaria cui non sempre può essere riconosciuto un valore.

<sup>(97)</sup> In alcuni ordinamenti, tra cui in particolare in quello tedesco, analoghe considerazioni di carattere costituzionale hanno indotto a prevedere che l’attribuzione di partecipazioni ai creditori debba sempre presupporre il consenso individuale del creditore, in assenza del quale esso deve essere soddisfatto in denaro (Sec. 225a, para 2, seconda frase, InsO).

<sup>(98)</sup> La prospettiva di una conversione non può, infatti, ignorarsi in un contesto in cui l’ordinamento prevede con chiarezza la possibilità che le pretese dei creditori vengano convertite in capitale sociale con il consenso della maggioranza dei creditori interessati (cfr. art. 160, comma 1, lett. a, l. fall.) e, nel caso di formazione di classi, anche con il dissenso della maggioranza dei creditori direttamente coinvolti dall’operazione di conversione, purché la proposta di concordato sia approvata con le maggioranze di cui all’art. 177, comma 1, e non sia stata proposta opposizione all’omologazione o essa sia risultata infruttuosa *ex art.* 180, comma 4, secondo periodo, l. fall.

Sul tema, nel senso della compatibilità con l’art. 41 Cost. della conversione dei crediti in capitale, si veda, con vari argomenti, L. STANGHELLINI, *Sub art. 124*, in *Il nuovo*

8. *Conclusioni: spunti per il superamento della regola “ricapitalizza, trasforma o liquida”*

Le digressioni svolte in merito alla distribuzione del controllo e del valore nella società di capitali (v. *supra* §3), agli effetti che su di essa determina la crisi della società (v. *supra* §4) e alle modalità con cui le procedure concorsuali hanno, tradizionalmente, realizzato l’obiettivo di trasferire il controllo sull’attivo patrimoniale della società insolvente ai creditori (v. *supra* §5) consentono, adesso, di comprendere meglio la rilevanza sistematica del *bail-in* ed identificare gli aspetti della sua disciplina non strettamente riconducibili alla natura finanziaria delle società cui tale strumento si applica.

In questa prospettiva, il *bail-in* rappresenta un meccanismo volto a ricondurre l’assetto societario (e, dunque, la “forma”) all’effettiva struttura finanziaria della società in crisi (e, dunque, alla “sostanza”): ciò che avviene è l’attribuzione diretta del potere di amministrare il patrimonio sociale ai creditori che, per effetto delle perdite, hanno assunto la posizione di reali *residual claimants*. Nel far ciò, il *bail-in* non interferisce con l’attivo patrimoniale, ma agisce soltanto sulla struttura finanziaria della società cancellando le azioni e le pretese dei creditori incapienti e attribuendo una partecipazione azionaria a quei creditori la cui pretesa non potrebbe trovare integrale soddisfazione sul patrimonio sociale (e quindi risulta, nei fatti, residuale). Si tratta di un capovolgimento di prospettive notevole rispetto a quanto tradizionalmente realizzato dalle procedure concorsuali che, come detto (v. *supra* §5), trasferiscono di regola il controllo ai creditori mediante la liquidazione del patrimonio sociale.

È facile scorgere come il meccanismo di trasferimento del controllo ai creditori previsto dal *bail-in* appaia raggiungere più direttamente gli obiettivi delle procedure concorsuali rispetto ad una liquidazione, con ciò

---

*diritto fallimentare*, a cura di A. Jorio, M. Fabiani, Bologna, 2007, pp. 1946 ss. e, ivi, p. 1961 (nt. 29); F. FIMMANÒ, *L’allocazione efficiente dell’impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 57 ss. e, ivi, p. 94 (nt. 132). In senso contrario, E. NORELLI, *Il giudizio di omologazione del concordato preventivo*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, a cura di L. Ghia, F. Severini, C. Piccini, vol. 4, Milano, 2011, pp. 497 ss. e, ivi, p. 515.

(<sup>99</sup>) Le previsioni normative che regolano la conversione dovrebbero, dunque, ritenersi una fonte eteronoma del contratto in caso di finanziamento ad una società di capitali. L’ordinamento già consente, peraltro, che modifiche peggiorative delle condizioni di finanziamento siano imposte alla minoranza di creditori dissenzienti nel caso di prestiti obbligazionari, anche laddove ciò non sia espressamente previsto dal contratto (art. 2415, commi 1 e 3, c.c.).

garantendo una migliore conservazione del valore del patrimonio sociale nell'interesse dei creditori e, in generale, dell'intero sistema economico <sup>(100)</sup>. Il contesto attuale sembra benevolo rispetto alla generalizzazione di meccanismi di trasferimento del controllo ai creditori operanti sulla struttura finanziaria della società: la netta contrapposizione tra capitale di rischio e capitale di debito appare, soprattutto in caso di insolvenza della società, essere ormai entrata definitivamente in crisi (v. *supra* §6) e il legislatore ha intrapreso un percorso di coordinamento tra diritto societario e diritto fallimentare (la "societarizzazione" del diritto fallimentare, di cui si è detto al §5) <sup>(101)</sup>. Tale generalizzazione può tuttavia avvenire solo nella necessaria consapevolezza dei limiti imposti dal diritto europeo e dalla tutela dei diritti costituzionalmente garantiti. In caso di insolvenza, tali limiti non sembrano, però, del tutto precludere la possibilità di sottrarre agli azionisti il potere di deliberare le operazioni sul capitale volte a trasferire il controllo ai creditori e non impediscono di prevedere la conversione in azioni delle pretese dei creditori anche in assenza di un loro consenso individuale (v. *supra* §7).

In quest'ottica, la generalizzazione di un meccanismo di trasferimento che agisca sulla sola struttura finanziaria della società potrebbe venire dal coordinamento delle regole sul capitale sociale e delle norme in materia concorsuale. Più precisamente, operando tale coordinamento si potrebbe rendere possibile, lungo tutto il percorso che va dalla riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale sino al

---

<sup>(100)</sup> La liquidazione dell'impresa determina sempre una perdita "secca" di valore (c.d. *deadweight loss*) solitamente più marcata quando la liquidazione avviene in maniera atomistica, in ragione della perdita del valore di *going concern*, e di minore entità nel caso di liquidazione in blocco ma pur sempre presente in ragione dei costi di procedura diretti e indiretti (questi ultimi connessi all'effetto depressivo dei valori di vendita connesso con l'ingresso del venditore in procedura rispetto all'ipotesi in cui la vendita avvenga da parte di un soggetto *in bonis*).

<sup>(101)</sup> Il processo innescato negli ultimi anni dal legislatore trova fondamento, oltre che in una maggiore consapevolezza in ordine alla funzione del diritto fallimentare, nel mutamento di contesto economico che si è caratterizzato negli ultimi anni per una profonda crisi. Le attuali contingenze economiche hanno reso, infatti, più lunghi i tempi di liquidazione delle procedure esecutive e concorsuali e ridotto i relativi ricavi. Di ciò si è, chiaramente, avveduto il legislatore del d.l. n. 83/2015 che, nell'intento di rendere possibili forme di trasferimento del controllo ai creditori alternative alla liquidazione, ha previsto che i creditori di una società insolvente possano scegliere di ottenere la soddisfazione delle loro pretese mediante l'assegnazione di azioni. In passato, era stata data risposta analoga al medesimo problema: come riporta L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 165, una legge speciale americana fu introdotta nel 1933 al fine di rendere possibile - nel caso della crisi di imprese ferroviarie - l'inefficiente liquidazione dei beni all'asta trasferendo direttamente il patrimonio ai creditori.

fallimento, un trasferimento del controllo ai creditori mediante la conversione delle loro pretese in azioni, con modalità diverse atte a garantire sempre il rispetto dei diritti dei soci e dei creditori .

In particolare, con riferimento alle società per azioni <sup>(102)</sup>, potrebbe ipotizzarsi un ripensamento della tradizionale regola “ricapitalizza, trasforma o liquida” sancita dall’art. 2447 c.c. L’inefficienza di tale regola è stata da più parti e sotto più profili sottolineata: essa pone i soci di fronte ad una netta alternativa tra ricapitalizzare o trasformare la società (scelta che può, talvolta, essere preclusa da contingenze quali la scarsa disponibilità di mezzi o l’avversione al rischio di alcuni dei soci) oppure procedere alla liquidazione della società (che, imponendo per la sua durata una gestione conservativa, impedisce di cogliere opportunità di investimento suscettibili di creare ricchezza) <sup>(103)</sup>. Si potrebbe, allora, ipotizzare che quando i soci non ripristinino il cuscinetto di capitale posto a garanzia del principio di correlazione tra potere e rischio (direttamente, mediante ricapitalizzazione, o indirettamente, esponendosi al rischio della responsabilità illimitata, v. *supra* §4), si offra la possibilità ai creditori aventi posizione “residuale” – prima che si proceda allo scioglimento e alla liquidazione ai sensi dell’art. 2484, comma 1, n. 5, c.c. – di evitare tale scenario sottoscrivendo l’aumento di capitale necessario, così da ristabilire il rispetto dell’ammontare minimo del capitale <sup>(104)</sup>. A tal fine, mancando in questa fase l’accertamento dello stato di insolvenza, la soluzione più

---

<sup>(102)</sup> Sembrerebbe opportuno limitare l’ambito applicativo del meccanismo che si propone alle sole società per azioni, in considerazione dei connotati più marcatamente personalistici della società a responsabilità limitata (sul tema, si veda G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., pp. 110 ss. e, in particolare, pp. 120 ss.). Inoltre, si potrebbe ipotizzare di limitare l’applicazione del meccanismo proposto alle sole società che redigono il bilancio secondo il criterio del *fair value* previsto dai principi IAS/IFRS, in quanto in questo caso il valore contabile del patrimonio dovrebbe approssimarsi meglio al valore reale (sul punto si veda però R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell’impresa societaria*, cit., p. 307, il quale evidenzia come tale maggiore accuratezza sia solo apparente, poiché «la volatilità delle valutazioni fondate sul *fair value*, che assume un valore centrale in questi principi contabili, rende precario l’accertamento della perdita del capitale sociale»).

<sup>(103)</sup> In questo senso, si veda ad esempio L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, in *Società*, 2014, pp. 83 ss. e, ivi, p. 87. Critico rispetto a questa situazione definita come di “*all or nothing*” anche J.C. COFFEE JR., *Bail-Ins Versus Bail-Outs: Using Contingent Capital to Mitigate Systemic Risk*, Columbia University, 2010, p. 44, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>(104)</sup> Per creditori aventi una posizione “residuale” dovrebbero intendersi quei creditori titolari di pretese che, in base alla relazione sulla situazione patrimoniale redatta dagli amministratori, non possono trovare integrale soddisfazione sull’attivo sociale o, comunque, sono subito antergate alle pretese degli azionisti, i quali hanno ormai perso, in tutto o in parte, il loro investimento per effetto delle perdite.



equilibrata potrebbe essere prevedere che la sottoscrizione da parte dei creditori avvenga su base volontaria e sia condizionata al diritto di opzione dei soci, il cui esercizio ridurrebbe proporzionalmente l'ammontare dei crediti convertiti (sino eventualmente ad azzerarlo nell'ipotesi in cui tutti soci decidessero di esercitare la propria opzione) <sup>(105)</sup>.

In questo caso, l'interesse dei creditori residuali a convertire potrebbe derivare dal divario esistente tra il valore dell'attivo sociale in una prospettiva di continuazione dell'attività e in una prospettiva liquidatoria <sup>(106)</sup>. Nell'improbabile caso in cui la conversione attribuisca ai creditori un valore addirittura superiore al valore nominale della loro pretesa, non sembra che i soci che non abbiano esercitato l'opzione possano fondatamente lamentare una violazione dei loro diritti. Infatti, da un lato, l'eventuale profitto dei creditori rappresenterebbe la giusta remunerazione del rischio da essi assunto con la conversione; dall'altro, l'esclusione o la diluizione della partecipazione di detti soci non pare affatto conseguenza diversa da quella che sarebbe seguita al mancato esercizio di opzione in caso di deliberazione di ricapitalizzazione adottata dalla maggioranza dei soci. In aggiunta, se si intende il costo della ricapitalizzazione (o dell'esposizione alla responsabilità illimitata a

---

<sup>(105)</sup> Non è difficile pronosticare che, rimettendo la conversione alla decisione individuale dei soci, si possa determinare un fenomeno di c.d. *free riding* da parte dei creditori residuali titolari di pretese meno rilevanti. Questi ultimi, infatti, potrebbero rifiutarsi di sottoscrivere l'aumento di capitale – pur sapendo che lo scenario della liquidazione assicurerebbe loro una soddisfazione inferiore rispetto all'ipotesi di conversione – facendo affidamento sul fatto che i creditori più esposti, avendo più da perdere, accetteranno di fornire tutte le risorse necessaria per sottoscrivere l'aumento di capitale necessario. A fronte di tale situazione, potrebbe avviarsi prevedendo che la decisione dei creditori sulla conversione possa essere presa a maggioranza tramite l'introduzione di un meccanismo analogo allo *scheme of arrangement* inglese.

Una soluzione simile non sembrerebbe incompatibile con i diritti dei creditori, che l'ordinamento già in altre ipotesi consente possano essere modificati, anche in termini peggiorativi, a maggioranza (si pensi, ad esempio, alla disciplina dettata per gli obbligazionisti dall' art. 2415, commi 1 e 3, c.c.). Sul tema, si veda D. VATTERMOLI, *La rinegoziazione del concordato post-omologazione*, in *Giustizia Civile.com*, 22 dicembre 2015, p. 7, il quale afferma che «l'ordinamento già oggi lasci[a] effettivamente un certo margine di manovra per le "rinegoziazioni" imposte, a condizione che, per un verso, il "gruppo" rispetto al quale calcolare la maggioranza – e, di riflesso, la minoranza dissenziente – sia composto da soggetti portatori di interessi omogenei e compiutamente informati per l'esercizio consapevole del diritto di voto; e, per altro verso, il risultato della "rinegoziazione" rappresenti un'alternativa economicamente conveniente per i componenti di quel gruppo».

<sup>(106)</sup> Ci si riferisce al valore di *going concern*, concetto sfuggente ma ormai del tutto assimilato dalla nostra letteratura giuridica. Sul tema, si veda L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 68.

seguito della trasformazione) come costo di mantenimento della forma societaria, l'esclusione o la diluizione dei soci appare conseguenza coerente con i principi previsti dal nostro ordinamento in tema di proprietà in regime di comunione <sup>(107)</sup>.

Il fulcro del meccanismo appena individuato verrebbe a collocarsi negli amministratori, i quali, in caso di riduzione del capitale al di sotto del minimo legale, sarebbero tenuti a convocare prontamente l'assemblea dei soci nell'interesse (anche) dei creditori <sup>(108)</sup>. Sebbene ciò possa apparire più problematico nelle società di dimensioni minori ove spesso vi è coincidenza tra soci di controllo e amministratori, è da notare che, in questi casi, la responsabilità degli amministratori conseguente al ritardo nel convocare l'assemblea e, così, innescare il meccanismo descritto sopra consentirebbe, nella sostanza, di ripristinare comunque la tendenziale corrispondenza tra potere e rischio. Infatti, i soggetti titolari del controllo finirebbero per subire i costi del protrarsi di una gestione che produca perdite per i creditori non in quanto soci ma in quanto amministratori, con risultati in questa prospettiva assimilabili a quanto accadrebbe se i soci decidessero di trasformare la società ed esporsi alla responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali <sup>(109)</sup>.

In sostanza, sostituendo la tradizionale regola "ricapitalizza, trasforma o liquida" con una regola "ricapitalizza, trasforma, converti o liquida" si consentirebbe al capitale sociale di svolgere la sua funzione di presidio del principio di correlazione tra potere e rischio non solo in una visione statica - caratterizzata dalla netta contrapposizione tra prosecuzione dell'attività o cessazione della stessa - ma anche in una visione dinamica, assicurando una terza via rappresentata dalla prosecuzione dell'attività con riconduzione della forma della struttura

---

<sup>(107)</sup> L'art. 1104 c.c. prevede che il proprietario di un bene in comunione, qualora non intenda far fronte alle «*spese necessarie per la conservazione e per il godimento della cosa comune [...] [possa] di liberarsene con la rinuncia al suo diritto di proprietà*». In ragione della funzione del capitale sociale di presidio del principio di correlazione tra potere e rischio, non sembra eccessivo ritenere che la ricapitalizzazione rappresenti, in questa prospettiva, una "spese" per il mantenimento del beneficio della responsabilità limitata.

<sup>(108)</sup> Il legame esistente tra la regola è ricapitalizza, trasforma o liquida - con la conseguente alternativa tra continuità e discontinuità - e gli obblighi di comportamento degli amministratori è noto, cfr. A. ZOPPINI, *Emergenza della crisi e interesse sociale (spunti dalla teoria dell'emerging insolvency)*, in *Diritto societario e crisi di impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014, p. 50).

<sup>(109)</sup> Ciò fermo restando il potere sostitutivo dell'organo di controllo ex art. 2406 c.c. di fronte all'omissione o all'ingiustificato ritardo da parte degli amministratori nella convocazione dell'assemblea per la ricostituzione del capitale sociale sceso al di sotto del minimo legale.

finanziaria della società alla sostanza venuta in essere per effetto delle perdite. In buona sostanza, il meccanismo proposto potrebbe garantire il persistente mantenimento di una tendenziale correlazione tra potere e rischio, contenendo al minimo la durata dell'inefficiente fase "crepuscolare" in cui gli amministratori nominati dai soci sono tenuti ad una gestione conservativa della società. Inoltre, il meccanismo appena ipotizzato consentirebbe di realizzare un trasferimento del controllo ai creditori in continuità, rimettendo ad essi - che, in caso di perdita del capitale sociale, sono i soggetti più interessati rivestendo la posizione di "reali" *residual claimants* - la valutazione finale in ordine a se la continuazione dell'attività rappresenti la soluzione migliore nella prospettiva delle conservazione del valore (prima, chiedendogli di decidere su base volontaria se convertire le loro pretese e, poi, lasciando ad essi la scelta se proseguire l'attività o deliberare la liquidazione volontaria della società). Ciò che avverrebbe, in altri termini, sarebbe l'attribuzione sin da subito del potere di gestione sul patrimonio a coloro che sono esposti ad incentivi ottimali, realizzando un passaggio del controllo senza «traumi particolari» <sup>(110)</sup>.

Rispetto al meccanismo ipotizzato, non può trascurarsi quello che pare un elemento di criticità. L'interpretazione della II direttiva data dalla Corte di Giustizia nelle sue risalenti pronunce - soprattutto laddove il capitale non sia andato integralmente perduto e, dunque, i "vecchi" soci non possano essere esclusi con un provvedimento dell'autorità giudiziaria (v. *supra* §7) - potrebbe porsi in contrasto con il meccanismo qui proposto

---

<sup>(110)</sup> Ciò è quanto auspicato da B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi di impresa*, cit., p. 332, il quale con riferimento alle prospettive di riforma del diritto fallimentare affermava, ormai quindici anni fa, che «stante il maggior rischio che corre, è equilibrato riconoscere il potere di gestire l'impresa a chi fornisce il capitale di rischio. [...] Quando i risultati negativi abbiano bruciato l'investimento di rischio, fermo restando che sembra ragionevole concedere a chi abbia investito a rischio opzione privilegiata nel rinnovare l'investimento, se ciò non avviene e il capitale di rischio risulti azzerato e non rinnovato, la legittimazione alla gestione dell'impresa, ormai qualificata come in crisi perché incapace di produrre reddito per soddisfare nella naturale sequenza economica i debiti assunti, scende di uno scalino: passa cioè dall'investimento di rischio, che non c'è più, al capitale di credito, senza traumi particolari. Lo spossamento del debitore insolvente si traduce tout court nell'impossessamento della nuova classe di portatori d'interesse, postergata nella gestione dell'impresa rispetto all'investimento di rischio finché l'impresa sia in bonis, privilegiata rispetto a ogni altro quando l'impresa sia caduta in crisi». Proprio con riferimento a tale passaggio, L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 50, nt. 34, appare scettico rispetto alla possibilità che il trasferimento del controllo possa avvenire «senza traumi particolari».

(<sup>111</sup>). Tuttavia, come detto, la forza persuasiva di tale interpretazione sembra essere molto diminuita negli ultimi anni e non pare potersi escludere un *revirement* della Corte sulla questione, qualora le venisse nuovamente sottoposta (<sup>112</sup>)

In merito al meccanismo ipotizzato è opportuno, inoltre, esplicitare meglio un aspetto già segnalato sopra: ai creditori “residuali” dovrebbe essere offerta la possibilità di sottoscrivere l’aumento di capitale sociale proposto ai soci solo qualora questi ultimi non abbiano adottato una deliberazione di ricapitalizzazione o trasformazione e non, invece, quando l’assemblea straordinaria abbia assunto una deliberazione “positiva” di liquidazione volontaria con le maggioranze previste per l’assemblea straordinaria (in altri termini, solo quando si verifichi la causa di scioglimento prevista al n. 5, e non invece al n. 6, dell’art. 2484, comma 1, c.c.). Nel caso in cui il patrimonio sociale sia capiente anche in una prospettiva di liquidazione, non sarebbe infatti legittimo privare i soci del diritto di decidere la liquidazione del patrimonio sociale.

Tuttavia, al fine di impedire i soci possano sottrarsi al meccanismo ipotizzato deliberando la liquidazione volontaria anche quando il patrimonio sociale è incapiente (o, comunque, possano minacciare di farlo al fine di estrarre valore a scapito dei creditori), occorre che la possibilità di trasferire il controllo ai creditori mediante la conversione delle loro pretese in azioni sia disponibile lungo tutta la traiettoria che, dalla mera riduzione del capitale al di sotto del minimo legale, conduce la società sino all’insolvenza (<sup>113</sup>).

---

(<sup>111</sup>) La proposta formulata, invece, appare pienamente compatibile con i diritti proprietari degli azionisti. Questi, infatti, possono mantenere inalterata la propria partecipazione nella società esercitando il diritto di opzione. Laddove decidano di non farlo, la loro partecipazione è cancellata o diluita nella misura ciò non intacchi il valore economico attribuibile ad essa (come si è visto al §6, è tale valore economico a rappresentare l’oggetto della tutela offerta alla partecipazione sociale dal diritto costituzionale di proprietà). Solo una valutazione errata da parte degli amministratori – che sottostimino il valore del patrimonio sociale – potrebbe condurre ad una lesione del diritto di proprietà dei soci che, tuttavia, dovrebbe trovare tutela nella responsabilità degli amministratori, analogamente a quanto accade in caso di ingiustificata esclusione o eccessiva diluizione dei soci in sede di ricapitalizzazione *ex art. 2447 c.c.* sulla base di una formulazione errata della situazione patrimoniale della società da parte degli amministratori.

(<sup>112</sup>) Molti Stati membri, tra cui la Germania e la Repubblica Ceca, sembrano essersi basati su tale convinzione nell’introdurre norme in apparente contrasto con la lettura in passato data dalla Corte di Giustizia alla II direttiva. Al riguardo, si rimanda a quanto detto al §4, nt. 58.

(<sup>113</sup>) Nel concordato preventivo esiste già la possibilità per i creditori di convertire la loro pretesa in azioni, senza il consenso della maggioranza dei soci, quando

Nell'ambito del concordato preventivo, ciò appare assicurato dalla nuova disciplina delle proposte concorrenti (cfr. artt. 163, comma 5, e 185, comma 6, l. fall.) <sup>(114)</sup>. Riguardo al fallimento, un'ipotesi sarebbe ammettere la possibilità per gli organi della procedura di disporre, con la sentenza dichiarativa di fallimento o successivamente, l'azzeramento del capitale sociale, la cancellazione delle pretese dei creditori destinate a non essere soddisfatte nemmeno in parte sulla base di una valutazione del patrimonio del debitore e la conversione delle pretese dei creditori "residuali" in azioni <sup>(115)</sup>. In questo caso, in considerazione del mutamento di prospettiva rispetto alla conversione in sede di ricapitalizzazione *ex art.* 2447 c.c. descritta in precedenza, la conversione dovrebbe avvenire a termini meno favorevoli per i "vecchi" soci (dovendosi valutare il patrimonio a valori di liquidazione) e senza riconoscere loro il diritto di opzione <sup>(116)</sup>. Ciò dovrebbe disincentivare, quantomeno in parte, l'adozione strumentale di deliberazioni di liquidazione volontaria laddove la società si trovi in stato di insolvenza. Tali ipotesi di conversione - avvenendo in un contesto in cui vi è uno spossessamento del debitore da parte del giudice - non sembrerebbero, peraltro, trovare alcun ostacolo nel diritto europeo e nella tutela costituzionale dei diritti di proprietà e di libertà di iniziativa economica.

In conclusione, il *bail-in* - pur essendo una normativa improntata alle esigenze di specialità imposte dalla gestione delle crisi bancarie - consente di immaginare alcune possibili linee evolutive del diritto della crisi di impresa. Questo, infatti, sembra sempre più indirizzato verso l'integrazione con il diritto delle società, al fine di permettere che il fenomeno societario si sviluppi organicamente lungo tutto l'arco delle

---

l'insolvenza dell'impresa in crisi è conclamata dal contenuto della proposta di concordato formulata dal debitore (cfr. art. 163, comma 5, l. fall. in tema di proposte concorrenti).

<sup>(114)</sup> Al riguardo, i creditori non dispongono di un potere di iniziativa, che è riservato al debitore, ma tale potere è previsto, come segnalato (v. *supra* nt. 60), dallo schema di legge delega "Rordorf".

<sup>(115)</sup> Lo schema di legge delega "Rordorf" sembra, in effetti, contemplare il riconoscimento di un potere simile al curatore («*attribuendo al curatore, previa acquisizione delle prescritte autorizzazioni, i poteri per il compimento degli atti e delle operazioni riguardanti l'organizzazione e la struttura finanziaria della società*», cfr. art. 7, comma 1, n. v, schema di legge delega).

<sup>(116)</sup> Occorre tenere presente che, ad ogni modo, la possibilità di escludere il diritto di opzione dei soci non è elemento essenziale al fine di rendere possibili meccanismi di trasferimento del controllo alternativi alla liquidazione nel fallimento. Qualora, infatti, i soci decidessero di sottoscrivere l'aumento di capitale, essi sarebbero tenuti a ripianare le perdite e, pertanto, a rimuovere lo stato di insolvenza, consentendo il pagamento integrale di tutti i creditori nei termini originariamente pattuiti.

vicende societarie, dalla nascita della società sino alla sua eventuale “morte”. In questo contesto pare verosimile che le procedure concorsuali adotteranno, in futuro, meccanismi di trasferimento del controllo ai creditori che sfruttino le potenzialità offerte dallo strumento societario. L’innovazione impostaci dal legislatore europeo con il *bail-in* fa sì che qualsiasi tentativo in questa direzione non potrà non essere valutato sotto la lente del meccanismo di cancellazione e conversione delle passività da esso previsto.