

## CONSERVAZIONE DELL'IMPRESA, INTERESSE PUBBLICO E TUTELA DEI CREDITORI: CONSIDERAZIONI A MARGINE DELLA PROPOSTA DI DIRETTIVA IN TEMA DI ARMONIZZAZIONE DELLE PROCEDURE DI RISTRUTTURAZIONE

di LUCIANO PANZANI

1. Il progetto di riforma delle procedure concorsuali redatto dalla Commissione Rordorf ed oggi pendente avanti al Senato<sup>1</sup>, dopo l'approvazione della Camera, progetto che nella sua originaria stesura comprendeva anche la riforma della procedura di amministrazione straordinaria, e la recente Proposta di direttiva della Commissione europea in tema di armonizzazione delle procedure di ristrutturazione<sup>2</sup>, hanno rinverdito un risalente dibattito sulla conservazione o dissoluzione dell'impresa in crisi.

---

<sup>1</sup> Disegno di legge di Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza, approvato dalla Camera dei Deputati il 1 febbraio 2017 (Stampato Camera 3671 *bis*) e trasmesso al Senato il 3 febbraio 2017 – Stampato Senato n. 2681.

La parte del disegno di legge delega che riguardava l'amministrazione straordinaria è stata approvata anch'essa dalla Camera ( Disegno di legge delega al Governo in materia di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza A.C. 3671-ter – A, approvato dalla Camera il 10 maggio 2017, trasmesso al Senato ed ora Disegno di legge S. 2831) ed è quindi possibile che i due testi, originariamente concepiti in termini unitari, vengano nuovamente unificati dal Senato, sempre che i tempi della legislatura consentano l'approvazione del testo di legge.

<sup>2</sup> COMMISSIONE EUROPEA, 22 novembre 2016, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, e che modifica la direttiva 2012/30/UE*, COM (2016) 723 final.

Per una panoramica del contenuto della Proposta di direttiva rinviamo a L.PANZANI, *La Proposta di direttiva della Commissione UE: early warning, ristrutturazione e seconda chance*, in *Fallimento*, 2017, 2, 129 e ss.; L. STANGHELLINI, *La Proposta di direttiva UE in materia di insolvenza*, *ibidem*, 8-9, 873 e ss.; Si veda

Nei suoi termini originari la querelle riguardava la procedura di amministrazione straordinaria. La scelta di privilegiare la continuazione dell'attività d'impresa con l'obiettivo del risanamento, senza porre se non formalmente limiti connessi alla tutela del diritto dei creditori<sup>3</sup> al soddisfacimento del loro credito,

---

inoltre il numero monografico del *Fallimento*, dedicato all'esame della Proposta in corso di pubblicazione.

<sup>3</sup> Per quanto l'art. 2 della legge richiamasse l'interesse dei creditori, si era osservato che tale richiamo aveva carattere meramente rituale, posto che nessuno strumento era previsto per assicurarne il rispetto. La stessa dizione della legge ( "*tenendo anche conto*") dimostrava a detta dei più che si trattava di un interesse soltanto marginale rispetto ai veri obiettivi della nuova normativa, fatti palesi dal riferimento agli "indirizzi della politica industriale e dall'espressa sollecitazione a che fosse "*preservata l'unità dei complessi operativi*" (art. 2, quinto comma). Cfr. E. RICCI, *La tutela dei creditori dell'imprenditore nell'amministrazione straordinaria: problemi di legittimità costituzionale*, in *Fallimento*, 1984, 100 ss., ed U. APICE, *Amministrazione straordinaria: quale tutela per i creditori anteriori?*, *ivi*, 190 ss. Rispetto al provvedimento autorizzativo della prosecuzione dell'esercizio dell'impresa, destinato a consumare l'attivo con le spese di gestione e il maturare dei crediti in prededuzione, l'unico rimedio era costituito dall'impugnazione avanti al giudice amministrativo, situazione che aveva fatto affermare che il diritto del creditore concorrente era affievolito ad interesse legittimo. Cfr. G. MINERVINI, in *Giur.comm.*, 1981, I, 863. Per un'efficace sintesi dei profili critici della situazione dei creditori nell'ambito della "vecchia" amministrazione straordinaria cfr. R. RORDORF, *Le procedure concorsuali e la « par condicio » fra diritto positivo, usi alternativi e prospettive di riforma*, in *La tutela dei diritti soggettivi nelle procedure concorsuali*, Quaderni del C.S.M., Roma, 1989, n. 25, 15 e ss.; L. ROVELLI, *Amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi – Introduzione*, in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali* diretto da L. Panzani, II ed., Torino, 2014, IV, 98, 1341 e ss.

Si era osservato da parte di GRAZIANI-MINERVINI-BELVISO, *Manuale di diritto commerciale*, Napoli, 1994, 653, che "soprattutto, in quegli anni [anni '70 n.d.r.], si fa valere la necessità di considerare in modo più appropriato, nella disciplina della crisi economica dell'Impresa, gli interessi dei lavoratori occupati, nella legge fallimentare semplicisticamente ricondotti nell'ampia categoria dei creditori. A questi interessa, oltre e più che la sistemazione, delle situazioni pregresse, la conservazione del posto di lavoro. Specie in un'economia caratterizzata da un accentuato processo recessivo, la soppressione del posto di lavoro conseguente al disfacimento di un organismo imprenditoriale non trova compensazione, tanto più se l'organismo produttivo è di vaste dimensioni, nel pronto assorbimento della forza di lavoro resasi disponibile in altri organismi imprenditoriali di nuova costituzione, o nell'espansione dimensionale di quelli esistenti". La tutela dei lavoratori per il tramite del mantenimento dei posti di lavoro anziché dell'intero ceto creditorio costituisce il vizio d'origine della procedura di amministrazione straordinaria.

Va ricordato un autorevole orientamento dottrinale ( G. OPPO, *Profilo sistematico dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, in *Riv.dir.civ.*, 1981, I, 233 e ss.) che ha affermato la *ragionevolezza* anche dal punto di vista costituzionale della disciplina dettata dalla legge Prodi, sostenendo che

aveva sollevato obiezioni anche di carattere costituzionale<sup>4</sup>. Proprio la volontà di reagire alle critiche, che erano sia di carattere teorico sia di carattere pratico, perché nei fatti la gestione delle procedure aveva dato luogo a tentativi di salvataggio ad ogni costo, in un con la necessità di ridisciplinare la materia evitando la violazione del divieto comunitario di aiuti di Stato<sup>5</sup>, aveva spinto il legislatore alla riforma attuata con il d.lgs. 8 luglio 1999, n.

---

l'attuazione dell'esperimento risanatorio nel sistema della legge rimaneva condizionato al rispetto del diritto dei creditori, con la conseguenza che il mancato rispetto di tale interesse rendeva impugnabile l'atto amministrativo che aveva disposto l'amministrazione straordinaria avanti al giudice amministrativo per eccesso di potere. Tale orientamento è stato condiviso da Cass. 28 novembre 1990, n. 11445, in *Fallimento*, 1991, 562, che ha affermato che *È manifestamente infondata la questione di legittimità costituzionale delle leggi n. 95 del 1979 e 544 del 1981, nella parte in cui, disciplinando l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, precludono, a seguito del provvedimento di assoggettamento a siffatta procedura, l'Esercizio di azioni esecutive individuali sul patrimonio dell'impresa, in quanto tale disciplina limitativa procede da coerente valutazione dei rilevanti interessi economici coinvolti dalla crisi di imprese delle suddette dimensioni e della connessa necessità di creare le condizioni idonee per un risanamento che si risolve in un vantaggio per gli stessi creditori, talché resta esclusa qualsiasi violazione dell'art. 3 cost., non meno che del successivo art. 41, attesa l'utilità sociale che, in tal guisa il legislatore intende perseguire; mentre l'impugnabilità, da parte dei creditori, del suddetto provvedimento ministeriale davanti al giudice amministrativo assicura a questi ultimi adeguata tutela giurisdizionale rispetto ad iniziative arbitrarie o comunque non legittime, nel pieno rispetto degli artt. 24 e 113 Costituzione.*

<sup>4</sup> Sulla legittimità costituzionale della disciplina dell'originaria legge Prodi ( d.l. 30 gennaio 1979, n. 26, convertito in legge 3 aprile 1979, n. 95) si veda Corte Cost. 11 novembre 1987, n. 401. Si veda anche Corte Cost., 20 dicembre 1982, n. 244, che ha respinto la questione di legittimità costituzionale della disciplina della conversione del fallimento già dichiarato in amministrazione straordinaria, sollevata con riferimento all'art. 24 Cost. per la mancata previsione della partecipazione al giudizio dei creditori istanti per il fallimento, in quanto la diversità di elementi obiettivi e soggettivi delle due procedure non consente di fonderle in un unico giudizio di cui rappresentino stati o gradi, in guisa da giustificare una sorta di *perpetuatio legitimationis* dei creditori già istanti nella procedura fallimentare nel giudizio di conversione nell'amministrazione straordinaria.

<sup>5</sup> La Corte di giustizia delle Comunità europee, cui l'Italia era stata deferita dalla Commissione, l'aveva condannata due volte, qualificando la procedura come aiuto di stato illegittimo con la conseguente necessità di modificare la disciplina. Si vedano Corte giustizia Comunità europee, 17 giugno 1999, n. 295/97/1999, in *Fallimento*, 1999, p. 1183; *Giust. civ.* I, 1999, p. 2565; *Foro it.*, IV, 8, 2000, con nota di M. FABIANI; Corte giustizia Comunità europee, 10 dicembre 1998, n. 200/97/1998, in *Giur. it.* 1999, p. 545; *Riv. dir. ind.*, II, 1999, p. 116, con nota di V. FRANCESCHELLI; *Giust. civ.*, I, 1999, p. 617, con nota di G. SANDULLI; *Dir. fall.*, II, 1999, p. 225; *Fallimento*, 1999, p. 831.

270<sup>6</sup>, la c.d. Prodi bis, poi parzialmente modificata dal c.d. decreto Marzano<sup>7</sup>. I lavori della Commissione Rordorf, incaricata della redazione di un progetto di riforma organica delle procedure concorsuali, avevano visto contrapposti i fautori del mantenimento della disciplina eccezionale dell'amministrazione straordinaria e coloro che volevano riportare la procedura sotto la direzione del giudice o addirittura sopprimerla, convinti che non vi fossero ragioni per derogare alle regole ordinarie anche quando fosse questione di imprese di grandi dimensioni. Tra le regole ordinarie di cui si chiedeva il rispetto vi era anche il principio, affermato dal legislatore in tema di concordato preventivo, che la continuazione dell'attività d'impresa così come la cessione unitaria dell'azienda in funzionamento fosse possibile soltanto se compatibile con il miglior soddisfacimento dei creditori<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Il d.lgs. fu emanato in attuazione della legge delega 30 luglio 1988, n. 274.

<sup>7</sup> D.l. 23 dicembre 2003, n. 347, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 18 febbraio 2004, n. 39, quindi modificato con ulteriori quattro decreti legge: d.l. 3 maggio 2004, n. 119, convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 5 luglio 2004, n. 166; d.l. 29 novembre 2004, n. 281, convertito in legge dalla legge 28 gennaio 2005, n. 6; e d.l. 28 febbraio 2005, n. 22, convertito in legge dalla legge 29 aprile 2005, n. 71. La legge 27 ottobre 2008, n. 166, di conversione del d.l. 28 agosto 2008, n. 134, (c.d. decreto Alitalia) ha previsto che l'obiettivo del recupero dell'equilibrio economico dell'impresa possa realizzarsi anche attraverso la cessione dei complessi aziendali nonché, in caso di società operanti nel settore dei servizi pubblici essenziali, anche attraverso un programma di cessione di complessi di beni e contratti.

<sup>8</sup> Nel concordato in vari momenti e con riferimento ad operazioni fondamentali per garantire il successo della ristrutturazione, il legislatore richiede non soltanto che l'atto sia autorizzato dal tribunale o dal giudice delegato, ma pone l'ulteriore vincolo che esso sia funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori. Così le operazioni di finanziamento previste dall'art. 182 *quinquies*, co. 1, che possono essere autorizzate dal tribunale contestualmente o successivamente alla presentazione della domanda di concordato, anche con riserva, od alla domanda di omologazione dell'accordo di ristrutturazione (anche nell'ipotesi di cui all'art. 182 *bis*, comma 6), sono subordinate all'attestazione di un esperto che esse siano funzionali *alla migliore soddisfazione dei creditori*. Del pari il pagamento dei debiti pregressi può essere autorizzato, ai sensi dell'art. 182 *quinquies*, commi 4 e 5, quando oltre a ricorrere le altre condizioni richieste dal legislatore, vi sia l'attestazione dell'esperto che i pagamenti sono funzionali *alla miglior soddisfazione dei creditori*. Anche nel caso di concordato con continuità aziendale la relazione del professionista deve attestare che la prosecuzione dell'attività d'impresa prevista dal piano di concordato è funzionale *al miglior soddisfacimento dei creditori* ( art. 186 *bis*, comma 2, lett. b).

Nel caso invece dell'amministrazione straordinaria l'art. 1 della Prodi *bis* individua la natura e le finalità della procedura quale *procedura concorsuale della grande impresa insolvente con finalità conservative del patrimonio produttivo*,

La Proposta di direttiva nel dettare alcuni principi diretti a favorire la pronta ristrutturazione dell'impresa prima che alla crisi segua l'insolvenza e che quest'ultima diventi irreversibile, fa propri alcuni principi che sono ormai presupposti consolidati a livello internazionale. La Proposta si fonda infatti sull'assunto, contenuto nel secondo, undicesimo e dodicesimo Considerando, che la possibilità di tempestiva e rapida ristrutturazione sia di vantaggio per i creditori e l'economia in generale e che favorisca l'efficienza del mercato unico europeo, minimizzando i costi ed evitando fenomeni di *forum shopping*.<sup>9</sup> Si tratta di affermazioni che sono diventate nel tempo *ius receptum* nell'ambito delle linee guida in tema d'insolvenza elaborate dall'Uncitral nella Legislative Guide e dalla World Bank, affermazioni che hanno tratto linfa dall'ampia letteratura americana sul Chapter 11, entrato in vigore negli Stati Uniti nel 1978<sup>10</sup>.

---

*mediante prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali. L'interesse tutelato in via prioritaria è la conservazione del patrimonio produttivo, non già il patrimonio del debitore in sé considerato, non la tutela dei creditori. Così da ultimo S.AMBROSINI, L'amministrazione straordinaria, in Crisi d'impresa e procedure concorsuali diretto da O.Cagnasso e L.Panzani, Milano, 2017, III, 4017 e ss.*

<sup>9</sup> Ci limitiamo a riportare un passo della Uncitral Legislative Guide on Insolvency Law (2004), Part One, 3, *Striking a Balance between liquidation and reorganization*: "6. *The first key objective of maximization of value is closely linked to the balance to be achieved in the insolvency law between liquidation and reorganization. An insolvency law needs to balance the advantages of near-term debt collection through liquidation (often the preference of secured creditors) against preserving the value of the debtor's business through reorganization (often the preference of unsecured creditors and the debtor). Achieving that balance may have implications for other social policy considerations, such as encouraging the development of an entrepreneurial class and protecting employment. Insolvency law should include the possibility of reorganization of the debtor as an alternative to liquidation, where creditors would not involuntarily receive less than in liquidation and the value of the debtor to society and to creditors may be maximized by allowing it to continue. This is predicated on the basic economic theory that greater value may be obtained from keeping the essential components of a business together, rather than breaking them up and disposing of them in fragments*"

<sup>10</sup> Sulla *rescue culture*, rinunciando ad ulteriori citazioni di una letteratura che è sterminata, si vedano PATRICK E. MEARS, EDWARD O. MEARS, *The Advance of "Rescue Culture" Business Insolvency Laws: The Long and Winding Road from Chapter 11 to the 2016 Proposed EU Directive*, in LexisNexis®, 2017 Emerging Issues 7550. Vi si troverà ampia illustrazione del processo per cui la *rescue culture* è stata accolta e fatta propria dalla disciplina dell'insolvenza di una grandissima maggioranza di Paesi oltre che dalle massime istituzioni, quali appunto la Banca Mondiale e l'Uncitral

La premessa teorica su cui si fondava, almeno nei primi decenni della sua applicazione, la disciplina del Chapter 11 americano, era che la ristrutturazione dell'impresa in crisi fosse possibile a condizione che essa intervenisse prima che l'insolvenza fosse conclamata, che prevedesse un piano di riorganizzazione dell'attività d'impresa *viable e feasible* e che ad esso si accompagnasse, per il tramite della negoziazione con i creditori, un abbattimento sostanziale del debito anche attraverso lo strumento del *debt equity swap*, in forza del quale i creditori trasformano i loro crediti in tutto o in parte in azioni e scommettono sostanzialmente sulle prospettive di recupero dell'impresa. La ristrutturazione non doveva pertanto essere soltanto finanziaria, ma anche economica ed industriale. Era poi necessario che le dimensioni dell'impresa assicurassero le dimensioni minime perché un processo di ristrutturazione potesse aver luogo. Due esempi tipici sono stati in Italia le amministrazioni straordinarie di Parmalat e di Alitalia ( la prima, non quella recentemente aperta che riguarda la società costituita per rilevare le attività salvate con la prima ristrutturazione). Nel caso di Parmalat poiché l'attività industriale era efficiente ed in grado di generale utili, è stato sufficiente separare la società dai suoi debiti ed addivenire ad un concordato con i creditori, remunerati proprio grazie allo strumento dell'*equity*, per ottenere un risultato ampiamente positivo. Nel secondo poiché il piano di ristrutturazione si è tradotto nella sostanza nella cessione dell'azienda ed il piano industriale che ad esso si accompagnava non risolveva le criticità esistenti, a distanza di pochi anni la situazione di crisi si è ripresentata.

Si tratta di principi ben noti. Si afferma in sostanza non soltanto che la liquidazione e la chiusura di un'impresa in attività è di danno all'economia in generale, perché brucia risorse e ricchezza che con una tempestiva ed adeguata ristrutturazione potrebbero essere conservate, ma che gli stessi creditori traggono vantaggio dalla ristrutturazione perché la vendita degli *asset* riesce di poca o nulla utilità, Normalmente il ricavato è modesto e la maggior parte dei crediti rimane insoddisfatta anche perché oggi le imprese sono costituite prevalentemente da beni immateriali il cui valore viene meno con il cessare dell'attività. Al contrario la prosecuzione consente un maggior ricavo ed offre ai creditori chirografari che sono anche fornitori la possibilità di

continuare a fornire anche in futuro, possibilità che è più preziosa ancora del recupero dei crediti pregressi. Analoghe considerazioni valgono per i dipendenti, per i quali è evidentemente essenziale la conservazione dei posti di lavoro.

Questi principi sono stati fatti propri dalla Proposta di direttiva nel secondo, undicesimo e dodicesimo Considerando, dove si afferma che la possibilità di tempestiva e rapida ristrutturazione è di vantaggio per i creditori e l'economia in generale e favorisce l'efficienza del mercato unico europeo, minimizzando i costi ed evitando fenomeni di *forum shopping*.

Come si è detto, questi rilievi sono stati contestati sia in sede dottrinale che in sede politica. Un'importante associazione di imprenditori ha per esempio osservato, traendo spunto da casi di abuso del concordato con riserva e da situazioni in cui si era approfittato della procedura di ristrutturazione per trasferire l'impresa all'estero sfuggendo ai creditori, che la conservazione delle imprese in difficoltà costituiva un'alterazione dei principi della concorrenza perché l'impresa in crisi faceva concorrenza alle imprese sane alterando le condizioni di mercato<sup>11</sup>.

Sul piano teorico<sup>12</sup> si è detto che:

- la risanabilità riguarda una minoranza di casi, mentre la regola è che la crisi è irreversibile;
- se il risanamento è un'ipotesi realistica, potrà essere realizzato dal mercato con gli strumenti dell'autonomia contrattuale senza il ricorso al giudice;

---

<sup>11</sup> Si veda ad esempio l'intervento dell'allora presidente di Confindustria GIORGIO SQUINZI in occasione dell'assemblea annuale il 23 maggio 2013, come riportato da Milano Finanza: "Da mesi stiamo segnalando con insistenza le conseguenze perverse della riforma di alcune parti della legge fallimentare", in particolare sulle "regole del concordato preventivo per sostenere le aziende con prospettive di rilancio". "questa possibilità, in brevissimo tempo, e' stata interpretata nel peggiore dei modi: un modo per scaricare i debiti sulla catena produttiva e continuare, indisturbati, l'attività'. Questo comportamento immorale sta provocando crisi aziendali a catena". Per questo Confindustria chiedeva di "intervenire subito, prima che quest'onda si trasformi in un disastro irreparabile per l'economia. Utilizzate lo strumento legislativo che ritenete più adeguato, ma fate presto. Prima dell'economia, lo impone l'etica"

<sup>12</sup> F. D'ALESSANDRO, *Conservazione o dissoluzione dell'impresa in crisi: ancora su un vecchio dilemma sempre attuale*, lezione tenuta l'11 luglio 2017 nell'ambito di un corso di Alta formazione organizzato dall'Ordine degli avvocati di Roma. Sugli stessi temi dello stesso A. si vedano *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur.comm.*, 2001, I, 411; ID., *Interesse pubblico alla conservazione dell'impresa e diritti privati sul patrimonio dell'imprenditore*, *ivi*, 1984, I, 53.

- non occorre la procedura di ristrutturazione perché anche in caso di fallimento sarà ben possibile vendere l'azienda in attività o risanarla per il tramite di un concordato fallimentare, sul modello, aggiungiamo noi, di quanto è avvenuto nel caso Parmalat, dove i creditori furono convinti ad accettare un concordato in cui essi conferivano i loro crediti a fronte di un *debt equity swap*, rivelatosi poi molto conveniente;

- non è poi il caso di credere che il mantra che l'azienda in attività valga più della somma dei suoi componenti venduti singolarmente sia sempre vero, posto che per lo più si tratta di imprese che hanno dato risultati pesantemente negativi;

- se proprio, comunque, si vuole parlare di continuità è il caso di far riferimento alla continuità indiretta o traslativa sia perché è la strada più trasparente e sicura sia perché in questo modo il danno per i creditori viene ridotto al minimo. Se l'azienda è ceduta ad un terzo non maturano infatti crediti in prededuzione.

2. La Proposta di direttiva europea, come si è detto, muove da queste premesse, anche se non si tratta di un progetto di disciplina complessiva delle ristrutturazioni, ma soltanto di indirizzi su alcuni punti fondamentali, per realizzare in tutti gli Stati membri, tramite regole comuni, un contesto normativo favorevole al recupero delle imprese in crisi.

Tra i principi generali la Commissione colloca l'*early warning*, definito come il complesso degli strumenti che possono evidenziare l'avvio di un peggioramento delle performance dell'impresa e segnalare all'imprenditore la necessità di attivarsi con urgenza (art. 3). Il sedicesimo Considerando chiarisce che gli *early warning tools* possono essere rappresentati da obblighi nella tenuta della contabilità e nel monitoraggio dell'attività oltre che nel dovere di terzi in possesso di informazioni rilevanti, quali i contabili, le Autorità incaricate della riscossione delle imposte e dei contributi previdenziali, di segnalare uno sviluppo negativo. Questi soggetti possono essere incentivati od obbligati secondo la previsione della disciplina interna dei singoli Stati.

Il debitore nel corso delle trattative con i suoi creditori può beneficiare della sospensione delle azioni esecutive se e nella misura in cui ciò sia necessario per supportare la negoziazione di un piano di ristrutturazione (art. 6, comma 1). La sospensione



può avere carattere generale o riferirsi a singole categorie di creditori, compresi i creditori privilegiati, contrariamente a quanto previsto in taluni ordinamenti. La sospensione in linea di principio non riguarda i lavoratori subordinati. La sospensione delle azioni esecutive individuali non potrà essere superiore a quattro mesi, prorogabili in una o più volte sino ad un totale di dodici mesi e soltanto in forza di un provvedimento del giudice o dell'Autorità amministrativa che in taluni ordinamenti provvede in luogo del giudice.

Il piano di ristrutturazione deve essere approvato dal giudice o dall'Autorità amministrativa quando incida sui diritti dei creditori o preveda finanza nuova che ugualmente incida sulla percentuale di soddisfacimento dei medesimi. Il piano deve essere accompagnato da un parere di chi lo propone che spiega le ragioni per cui l'azienda è vitale, perché l'attuazione del piano è suscettibile di evitare l'insolvenza e ripristinare la redditività a lungo termine, e le pre-condizioni necessarie per il suo successo. Il piano si intenderà approvato quando abbia riportato la maggioranza dei voti in tutte le classi. L'entità della maggioranza richiesta sarà fissata dai singoli Stati membri, ma non potrà superare il 75% del valore dei crediti o delle partecipazioni.

Il piano che non ha riportato il voto favorevole di tutte le classi può essere approvato dal giudice o dall'Autorità amministrativa su domanda del debitore o di un creditore a tanto autorizzato dal debitore, divenendo così vincolante per le classi dissenzienti, quando, oltre a rispettare tutte le condizioni previste per l'omologazione in generale, esso abbia riportato il voto favorevole di almeno una classe che non sia una classe di *equity holders* (gli Stati membri possono aumentare il numero minimo di classi che debbono aver approvato il piano) e le classi dissenzienti non riceverebbero in sede di liquidazione nessun pagamento o diverso corrispettivo se fossero applicati i normali criteri di graduazione previsti per la liquidazione.

In ogni caso il piano deve rispettare le due regole del *best interest of creditors* e dell'*absolute priority rule*. La prima comporta che i creditori dissenzienti non ricevano meno di quanto potrebbero ottenere tramite la vendita dell'azienda in caso di liquidazione sia come *going concern* che nell'ipotesi di liquidazione atomistica. La seconda che una classe dissenziente di creditori deve essere soddisfatta completamente prima che una

classe di creditori che nella graduazione occupa un grado inferiore possa partecipare alla distribuzione. Non si tratta che di un aspetto particolare della par condicio.

3. Come si è detto, le critiche alla proposta, particolarmente diffuse nel mondo tedesco<sup>13</sup>, ma non soltanto nel mondo tedesco, riecheggiano, almeno quelle più radicali, le obiezioni mosse in Italia alla procedura di amministrazione straordinaria ed investono la stessa legittimità e convenienza di una procedura diretta alla ristrutturazione dell'impresa in crisi. Si osserva che poiché la stragrande maggioranza delle imprese in crisi finanziaria presenta anche una crisi strutturale di carattere economico, il risultato è che nella maggior parte dei casi la ristrutturazione non riesce e si fa luogo alla liquidazione, che può peraltro avvenire con la cessione dell'azienda in funzionamento ad un terzo, che prosegue l'attività. Ciò è avvenuto in Germania tra il 1999 ed il 2012 nel 98% dei casi, con scarso utilizzo della procedura di ristrutturazione modellata sul *Chapter 11* americano. Nello stesso periodo le liquidazioni sono state circa il 70% del totale in Francia, il 90% in Spagna e nel Regno Unito, il 95% in Italia<sup>14</sup>. Ne deriva che le ristrutturazioni con esito positivo sono una minoranza.

Tali ristrutturazioni debbono essere attuate in modo tale da assicurare la massimizzazione del valore dell'attivo nell'interesse dei creditori. Da questo punto di vista che si faccia luogo alla ristrutturazione in capo all'originario imprenditore o nelle mani di un terzo che si renda acquirente dell'azienda dovrebbe

---

<sup>13</sup> Si vedano in particolare H. EIDENMULLER, *Contracting for a European Insolvency Regime* (January 9, 2017). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 341/2017; Oxford Legal Studies Research Paper No. 28/2017. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2896340>; R.BORK, *Preventive restructuring frameworks: a "Comedy of Errors" or "All's Well That Ends Well"?*, relazione tenuta il 29 giugno 2017 al 6th European Insolvency & Restructuring Congress organizzato dalla German Bar Association in Bruxelles.

<sup>14</sup> Cfr. H. EIDENMULLER, *Contracting for a European Insolvency Regime* (January 9, 2017). cit. ed ivi ulteriori riferimenti. Va citata, a conferma, una recente ricerca, limitata al solo Tribunale di Milano. Cfr. A. DANOVÌ – P. RIVA – M. AZZOLA, *Alcune osservazioni empiriche sui cp del Tribunale di Milano*, in *Giur.comm.*, 2016, I, 837 e ss. Risulta che su un campione di 580 procedure di concordato preventivo, il 61% era rappresentato da concordati liquidatori, il 35% da concordati in continuità, di cui il 26% in continuità indiretta, di cui il 72% preceduto da affitto di azienda.

Che la stragrande maggioranza delle ristrutturazioni avvenga con la cessione a terzi dell'impresa è in realtà un dato di fatto non contestato.

in linea di principio essere una circostanza irrilevante. Tuttavia nella maggioranza dei casi la vendita dell'azienda in funzionamento consente il massimo realizzo nell'interesse dei creditori, perché prevede tempi più brevi e riduce i costi della procedura. Ciò è avvenuto anche negli Stati Uniti. Qui la prassi degli ultimi vent'anni dimostra che se il *debtor* è *in possession*, cioè conserva l'amministrazione dell'impresa, i creditori hanno in mano la frusta. La procedura si apre dopo una profonda negoziazione con i creditori, nell'interesse di questi ultimi.

Sulla base di queste premesse si osserva che:

a) la Proposta contempla nel secondo e trentanovesimo Considerando la liquidazione delle imprese economicamente non sostenibili, che non hanno prospettive di sopravvivenza, ma tale previsione non si è tradotta in norme specifiche;

b) la disciplina prevista, che non contempla un intervento immediato del giudice e che si fonda sul parere di un esperto scelto dallo stesso debitore, si dimostrerà fonte di attrazione irresistibile per tutti i debitori in difficoltà che cercano di guadagnare tempo, magari incoraggiati da una parte dei creditori che si trovano in condizioni non dissimili. In conclusione la Proposta perde di vista la realtà economica e l'importante funzione di filtro che la disciplina di legge in materia d'insolvenza deve svolgere assicurando che solo le imprese sane possano proseguire la loro attività;

c) la Proposta prevede che il piano di ristrutturazione debba superare il *best interest of creditors* test, vale a dire che debba assicurare ai creditori dissenzienti un miglior soddisfacimento rispetto alla liquidazione sia nel caso di vendita atomistica che nel caso di vendita dell'azienda in funzionamento. Poiché quest'ultima consente normalmente risultati migliori e meno costosi per i creditori, la Commissione non facendone parola, avrebbe rinunciato ad uno strumento di ristrutturazione più vantaggioso e che domina attualmente la prassi americana;

d) lo stesso principio per cui il piano approvato dalla maggioranza dei creditori divisi per classi è vincolante per la minoranza ovvero può essere imposto ai creditori dissenzienti attraverso il *cross class cram down* quando la liquidazione anche sotto forma di vendita dell'azienda a terzi come *going concern* non offra un miglior soddisfacimento, viene messo in discussione. Se tale

principio è ragionevole ed accettabile in caso d'insolvenza perché i creditori dissenzienti non hanno prospettive di ottenere di più e quindi non è lesa il loro diritto di credito, ciò non vale quando l'insolvenza sia soltanto probabile. Si sottolinea a questo proposito che la Proposta usa l'espressione *likelihood of insolvency*, che comporta che l'insolvenza non sia un'alternativa inevitabile nel caso di mancata adozione del piano;

e) la Commissione non ha voluto regolare tutti gli aspetti della procedura, ma ha finito con il delineare una ristrutturazione extragiudiziale, veloce e consensuale, che riguarda essenzialmente i profili finanziari, destinata ad assicurare alle imprese in difficoltà più tempo per riorganizzarsi. Nella sostanza però queste regole non sono sufficienti perché trascurano aspetti fondamentali, tra cui la graduazione dei crediti, la tutela dei creditori privilegiati e la disciplina degli atti revocabili. Ancora la Commissione non considera i crediti dei dipendenti ancorché la ristrutturazione non sia normalmente possibile senza mettere in gioco anche costoro.

Un profilo particolare a questo proposito è rappresentato dalla previsione della Proposta che i crediti derivanti dalla nuova finanza possano essere assistiti dalla prededuzione. Ciò, si dice, potrebbe essere ragionevole se il piano di ristrutturazione fosse fondato su un solido accertamento, ma la Proposta prevede soltanto che esso sia accompagnato dall'attestazione di un esperto scelto dal debitore. Ne segue un'indebita compressione dei diritti dei vecchi creditori ed una disciplina che non chiarisce quale sia il rapporto tra i vecchi crediti privilegiati ed i crediti assistiti da prededuzione.

La conclusione finale è che la Proposta della Commissione è viziata in principio sia perché non chiarisce se intenda tutelare l'interesse del debitore alla prosecuzione dell'attività o l'interesse dei creditori sia perché "*crea un rifugio per imprese in dissesto che dovrebbero essere liquidate*"<sup>15</sup>. Ne deriva, si dice, che le stesse premesse da cui muove la proposta della Commissione risulteranno smentite perché i costi finanziari aumenteranno in quanto i creditori, soprattutto le banche, recupereranno di meno. I creditori più danneggiati saranno i creditori chirografari, in particolare banche e fornitori, che godono di minor protezione. Ne deriverà un aumento dei tassi di finanziamento ed una maggior

---

<sup>15</sup> EIDENMULLER, *cit.*, 22.

richiesta di garanzie aggiuntive per tutte le imprese, anche quelle sane. Questo processo inciderà in maggior misura sulle piccole e medie imprese che hanno maggior difficoltà ad accedere ai finanziamenti.

Gli errori concettuali delle scelte della Commissione si afferma, si ripercuoteranno su tutta l'area dell'Unione Europea non consentendo agli Stati membri di sperimentare più efficienti strumenti di ristrutturazione, che già alcuni Stati hanno adottato spinti dal fenomeno del *forum shopping* da uno Stato all'altro che ha riguardato in qualche misura anche le piccole e medie imprese e che ha imposto procedure in genere più efficienti. Anche l'entità dei *non performing loans* sarà maggiore e non minore, al contrario di quanto ha sostenuto la Commissione.

4. Colpisce anzitutto il carattere generale delle critiche che sono state mosse alla *rescue culture*, in deciso contrasto con il fatto, in sé innegabile, che ormai su di essa è fondata la disciplina dell'insolvenza e della crisi in vigore nella maggior parte degli Stati, non soltanto in Europa o nell'America del Nord, ma in tutto il mondo. L'affermazione che la disciplina dell'insolvenza deve svolgere una funzione di filtro nell'interesse delle imprese sane e dei creditori, eliminando quelle che non offrono serie prospettive di ristrutturazione, ci riporta indietro alla visione sulla quale si è fondata la disciplina delle procedure concorsuali nell'Ottocento e nella prima metà del Novecento. La *rescue culture*, fondata sulla consapevolezza che escludere le *chances* di ristrutturazione è di danno all'imprenditore, ai creditori ed in generale all'economia, è partita proprio dal superamento di quest'impostazione.

Va anzi osservato che, nei fatti, l'esperienza italiana dimostra che anche in passato, prima della riforma del 2005-2006, quando la crisi investiva imprese di dimensioni medio-grandi, si cercava in ogni modo di trovare soluzioni alternative al fallimento<sup>16</sup>. Il passaggio dall'amministrazione controllata al concordato preventivo, prima di giungere alla liquidazione fallimentare, era un itinerario che veniva normalmente percorso, anche se con risultati generalmente negativi. E la legge Prodi fu introdotta nel

---

<sup>16</sup> Sul tema si veda L.ROVELLI, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi*, cit., 1336 e ss.

1979 proprio per trovare un'alternativa a questi insuccessi, almeno nel caso delle imprese di più grandi dimensioni. Vi fu poi una breve stagione, negli anni immediatamente antecedenti alla riforma del 2005-2006, in cui il recupero delle imprese in crisi fu tentato con soluzioni alternative rispetto alla disciplina allora vigente, fondate sull'accordo con i creditori, cercando nei fatti di anticipare, pur in assenza di adeguate norme di legge, le nuove soluzioni che venivano dall'esperienza americana.

E' evidente che la circostanza che la cultura del recupero dell'impresa in crisi sia molto diffusa e sia raccomandata da organizzazioni internazionali quali l'Uncitral e la Banca Mondiale non è in sé un argomento sufficiente, ma è certamente un fatto che dovrebbe far riflettere.

Soprattutto occorre chiedersi se gli insuccessi che vengono citati come prova del fatto che la cultura del recupero porta a soluzioni inadeguate, siano il risultato di premesse teoriche errate o del modo sbagliato in cui si dà attuazione a quelle premesse. Siamo convinti che la seconda risposta sia quella corretta.

A ben vedere le critiche che vengono mosse alle procedure di ristrutturazione, così come le abbiamo riassunte nelle pagine che precedono, nonostante le affermazioni di principio, non sembrano dimostrare che la ristrutturazione è sbagliata in sé, ma che in molti casi essa dà risultati negativi, che non occorre una procedura ad hoc perché il mercato può trovare meccanismi alternativi altrettanto efficaci, che nella maggior parte dei casi la soluzione più ragionevole è la vendita dell'azienda in sede fallimentare ad un terzo che potrà risanare l'impresa e proseguire l'attività.

Non si dice in sostanza che la procedura di ristrutturazione è destinata sempre a dare risultati negativi, ma che ciò è quanto *normalmente* avviene e che il più delle volte la vendita dell'azienda in funzionamento a terzi è il risultato migliore. Si tratta di affermazioni che trovano concreto riscontro nella realtà di tutti i giorni.

Sarebbe difficile negare i dati che si sono prima riportati, che dimostrano che nella maggior parte dei casi le procedure si chiudono, in tutto il mondo, con la cessione dell'azienda a terzi. Chi sopravvaluta questa circostanza, dimentica però che essa è spesso la conseguenza di un mancato tempestivo intervento di ristrutturazione. E' ampiamente noto che, soprattutto in Italia,

ma non soltanto in Italia, la maggior parte delle imprese sono a ristretto controllo familiare ed il management coincide con la proprietà. Ciò rende difficile l'avvio di politiche di riorganizzazione e, anche negli altri Paesi, è regola di comune esperienza che la ristrutturazione riesce quando essa è avviata tempestivamente e quando chi la attua è soggetto diverso da chi aveva la gestione sino a quel momento.

Dire pertanto che la cessione dell'azienda è il rimedio universale significa guardare le cose da un punto di vista troppo ristretto, anche se è indubbio che la ristrutturazione è possibile soltanto dove le dimensioni sono sufficientemente grandi, sì che per le piccole e medie imprese non vi sono molto spesso alternative concrete alla cessione.

Non è poi vero che se la cessione è una soluzione realistica e conveniente, il mercato sarà in grado di realizzarla da solo senza necessità di avviare una procedura di ristrutturazione perché vi saranno comunque imprenditori disposti ad offrire per acquistare l'azienda. Occorre infatti considerare che non è sufficiente che vi sia un mercato disposto ad acquistare. E' necessario che il titolare dell'impresa sia disposto a vendere. E' nozione di comune esperienza che l'imprenditore non cede il controllo che quando è troppo tardi e quando l'impresa è ormai in crisi irreversibile. In quel momento anche gli acquirenti si rarefanno, perché l'acquisizione incontra comunque maggiori difficoltà<sup>17</sup>. L'avvio di una procedura, sia essa preferibilmente di ristrutturazione o di liquidazione, crea i presupposti per poter cedere l'azienda a terzi consentendo di superare le difficoltà che l'imprenditore in crisi altrimenti incontra, sia per ragioni personali sia perché i grandi creditori, ad esempio le banche, si possono opporre alla cessione.

E' poi sostanzialmente corretto affermare che di regola l'azienda in attività vale più della somma dei suoi componenti. E' questa una massima di comune esperienza, che si spiega con il fatto che l'azienda anche se produce perdite anziché utili, consente pur sempre ad un terzo che abbia i mezzi e le opportunità per farlo, di invertire il trend negativo, a condizione natural-

---

<sup>17</sup> Sul tema con particolare riferimento all'esigenza di riconoscere al socio di maggioranza una contropartita a fronte della cessione del controllo della società in crisi rinviamo a L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, in *Società*, 2014, 1, 83 e ss.

mente che cessione e ristrutturazione intervengano tempestivamente. Non si tratta ovviamente di un'affermazione che corrisponda sempre a verità. Vi sono casi in cui l'azienda è fuori mercato e non è possibile riconvertirla, anche perché la ristrutturazione non è stata tentata tempestivamente. Salvo casi particolari, tuttavia, la vendita atomistica dei singoli componenti non consente di realizzare granché, sia perché gli impianti di un'azienda fuori mercato sono di regola scarsamente appetibili, sia perché, come si è detto, l'attivo di un'impresa, è fatto oggi prevalentemente di beni immateriali, sì che rimane poco da liquidare.

Non va poi taciuto che la ristrutturazione e la cessione d'azienda si svolgono sempre nell'ambito di un piano sul quale deve esservi il consenso della maggioranza dei creditori. Non è questo un dato trascurabile. Ogni soluzione di composizione della crisi nasce infatti dalla negoziazione e dall'accordo con i creditori, accordo che rende possibile non soltanto la ristrutturazione in continuità diretta, ma anche la cessione perché dovrà trovarsi un accordo che consenta il parziale soddisfacimento dei creditori, il mantenimento almeno in parte dei posti di lavoro ed anche, in molte occasioni, il finanziamento dell'acquirente.

Anche il tema dell'abuso della procedura di ristrutturazione, che ha sollevato le critiche che si sono già ricordate con riferimento all'utilizzo spregiudicato del concordato con riserva e delle procedure in generale per non pagare i creditori e rilocalizzare l'attività, pur se fondato su situazioni in concreto esistenti, non deve essere esagerato oltre misura. Le modifiche alla disciplina concorsuale introdotte nel 2015, soprattutto per il concordato, ispirate da queste preoccupazioni, sono state ampiamente sufficienti ad arginare il fenomeno.

Venendo ora alle critiche che sono state mosse alla Proposta di direttiva, va osservato che esse muovono da rilievi di carattere generale, che sembrano contrari in linea di principio alla possibilità stessa di prevedere discipline dirette alla conservazione ed alla ristrutturazione delle imprese, per giungere poi a proporre non tanto un puro e semplice ritorno al passato, ma a chiedere in sostanza che le prospettive di esito positivo della ristrutturazione siano attentamente vagliate e che l'imprenditore non sia arbitro delle scelte, ma vi sia un serio controllo del giudice fondato sul parere di esperti indipendenti, volto a prevenire il possibile abuso dell'istituto.



Muovendo dai rilievi di carattere più generale, è corretta l'osservazione<sup>18</sup> che il sacrificio dei diritti dei creditori che segue all'applicazione del principio di maggioranza per cui il piano è approvato se riporta il voto favorevole della maggioranza dei creditori, come avviene nel nostro concordato preventivo, trova minor fondamento quando non si versi in situazione d'insolvenza, ma in uno stato di crisi o pre-insolvenza, perché in tale ipotesi la falcidia dei diritti dei creditori che segue al fallimento potrebbe anche non verificarsi.

L'obiezione trae spunto dal fatto che la Proposta di direttiva indica quale presupposto oggettivo del *preventive restructuring framework*, una condizione di *likelihood of insolvency*, tradotta nella versione italiana della Proposta in *probabilità d'insolvenza*, che non coincide con lo stato d'insolvenza propriamente detto, e che, ad avviso dei critici della riforma, non potrebbe giustificare il sacrificio dei diritti dei creditori sulla base della sola volontà della maggioranza sia per quanto concerne la falcidia dei loro crediti sia per quanto riguarda la sospensione delle azioni esecutive.

E' questo un problema, quello del fondamento giuridico della falcidia concordataria in caso di ristrutturazione e di crisi non irreversibile che la nostra dottrina, sulla scorta della precedente elaborazione della dottrina americana, ha da tempo affrontato<sup>19</sup> sul duplice versante della legittimazione dei creditori a pretendere l'adozione di un piano di ristrutturazione o la liquidazione, anche sostituendosi al debitore, e della maggioranza del ceto creditorio ad approvare la proposta del debitore che comporti il sacrificio di una parte dei crediti anche per i creditori dissenzienti.

La società insolvente è ormai, dal punto di vista economico, nella disponibilità dei creditori perché all'insolvenza corrisponde l'esaurimento del capitale di rischio, e dunque la prosecuzione dell'attività può avvenire soltanto con il consenso della maggioranza dei creditori<sup>20</sup>. Da questo punto di vista la proce-

---

18 R. BORK, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, cit.

19 Rinviamo soprattutto allo studio di L.STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa tra diritto ed economia*, 2007, Bologna.

20 L.STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa tra diritto ed economia*, cit., 226 e 240. Alle regole che impongono la messa in liquidazione della società, ove si verifichi una causa di scioglimento, in particolare la perdita del capitale sociale, si fa ecce-

dura concorsuale, è stato osservato, produce coattivamente il trasferimento del controllo dell'impresa ai soggetti, i creditori, che loro malgrado hanno fornito il nuovo capitale di rischio, e crea un'organizzazione attraverso la quale i creditori-controllanti possono esercitare i poteri che spettano agli investitori<sup>21</sup>.

L'obiettivo, nel momento in cui si verifica l'insolvenza ed anzi già quando è in atto una situazione di crisi, è costituito dalla massimizzazione del valore dell'impresa in funzione del soddisfacimento dei creditori. Tale obiettivo deve essere perseguito dagli amministratori nel momento in cui si verifichi la perdita o la riduzione oltre al terzo del capitale sociale, dai liquidatori e dagli organi della procedura concorsuale, anche quando sia disposto l'esercizio provvisorio o si abbia prosecuzione dell'impresa in caso di concordato preventivo. L'art. 2486 c.c. nello stabilire che dal momento in cui si verifica una causa di scioglimento gli amministratori conservano il potere di gestire la società ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale, non vieta il compimento di nuove operazioni, ma impone una logica di gestione prudentiale diretta proprio a garantire il miglior soddisfacimento dei creditori sociali. Anche l'art. 2487 c.c. nel prevedere che l'assemblea, convocata dagli amministratori o in loro difetto dal tribunale, deve stabilire i criteri in base ai quali deve svolgersi la liquidazione e deve deliberare in ordine agli atti necessari per la conservazione del valore dell'impresa, ivi compreso il suo esercizio provvisorio, anche di singoli rami, in funzione del migliore realizzo, non detta criteri sostanzialmente diversi.

Se, come si è detto, i soci in caso d'insolvenza perdono il diritto ad essere soddisfatti prima dell'integrale pagamento dei creditori sociali (salvo la rinuncia di questi ultimi a parte dei loro

---

zione soltanto nei casi previsti dall'art. 186 *bis* e solo perché in caso di assoggettamento della società alla procedura concorsuale, anche nel concordato con riserva, è stata introdotta una forma di controllo (cfr. art. 161, co. VII ed VIII, nel testo modificato dal d.l. 21 giugno 2013, n. 69, convertito in l. 9 agosto 2013, n. 98) che detta garanzie equivalenti a quelle assicurate dalle regole poste a tutela dell'integrità del capitale sociale. Sul punto si vedano anche i rilievi di U. TOMBARI, *Principi e problemi di diritto societario della crisi*, in *Riv.soc.*, 2013, 1138 e ss. Questi considera la speciale disciplina in deroga alle norme in tema di conservazione del capitale sociale come uno degli esempi dell'affermarsi nell'ambito del diritto positivo di un *diritto societario della crisi*. Sul tema si veda anche L.PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, cit.

<sup>21</sup> L.STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa tra diritto ed economia*, cit., 54 e ss.

crediti), non è dubbio che essi possano essere restii a rinunciare al controllo della società, quando siano titolari della maggioranza della partecipazione sociale o siano in grado altrimenti di condizionare la nomina degli amministratori. E' stato osservato che, anche se in caso di crisi e ancor di più d'insolvenza, i creditori sono i veri titolari dell'impresa, perché essa si fonda sul capitale da essi investito attraverso la concessione di credito a suo tempo effettuata, ugualmente i soci potranno delle difficoltà a cedere il controllo e potranno, in taluni casi, mantenerne una parte<sup>22</sup>.

A differenza di altri ordinamenti soci ed amministratori non hanno un reale potere interdittivo nel caso d'insolvenza perché, oltre ai già ricordati limiti stabiliti dall'art. 2486 c.c. a carico degli amministratori ove si verifichi una causa di scioglimento della società, in pratica la perdita del capitale sociale, la dichiarazione di fallimento comporta la perdita del potere di gestione dell'impresa e la possibilità per i creditori ed i terzi di rendersi acquirenti dell'azienda sia in sede di liquidazione concorsuale sia attraverso il concordato fallimentare. Per contro, ove non si faccia luogo alla dichiarazione di fallimento, e quindi quando la società sia soltanto in stato di crisi o comunque nessuno chieda il fallimento, le iniziative di composizione della crisi d'impresa, siano esse dirette alla ristrutturazione o alla liquidazione, rimangono nella disponibilità degli amministratori e dei soci della società in crisi. Il piano attestato, l'accordo di ristrutturazione, il concordato preventivo possono essere promossi soltanto dall'imprenditore.

Anche nel caso del concordato con proposte concorrenti l'art. 163 l.fall. subordina la proposta del terzo creditore alla presentazione della domanda di concordato da parte del debitore. La Commissione Rordorf nel progetto di legge delega di riforma delle procedure concorsuali<sup>23</sup>, pur consentendo al terzo di proporre la domanda di concordato in alternativa al debitore in caso d'insolvenza, aveva conservato la legittimazione a presentare la proposta di ristrutturazione al solo debitore nel caso di crisi non

---

<sup>22</sup> Sul punto cfr. L.STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa tra diritto ed economia*, cit. 51 e ss.

<sup>23</sup> Su questo punto il ddl del Governo, poi approvato dalla Camera con modificazioni ed oggi pendente al Senato (approvato dalla Camera dei Deputati il 1 febbraio 2017 - Stampato Camera 3671 *bis* e trasmesso al Senato il 3 febbraio 2017 - n. 2681 Senato - non ha accolto i suggerimenti della Commissione.

ancora sfociata nell'insolvenza. La ragione stava nel fatto che la proposta è certamente atto di disposizione del patrimonio ed incide sulla libertà di iniziativa economica, costituzionalmente garantita dall'art. 41 Cost.

I vincoli costituzionali, diretti alla salvaguardia della proprietà individuale e della libertà d'impresa, possono venir meno soltanto quando l'intervenuto accertamento dello stato d'insolvenza comporti l'affermazione della supremazia dei diritti dei creditori.

La presentazione del piano di concordato, e quindi del progetto di ristrutturazione cui si accompagna la continuità diretta, in capo all'imprenditore, o indiretta, in capo ad un terzo per mezzo dello strumento della cessione dell'azienda, costituisce manifestazione della libertà di iniziativa economica, ma incide anche sui diritti dei creditori la cui garanzia generica, ai sensi dell'art. 2740 c.c., è rappresentata proprio dal patrimonio dell'imprenditore.

Per questa ragione il legislatore, almeno nel caso in cui si tratti di società di capitali, pone limiti alla libertà di gestione dell'imprenditore.

Nel momento in cui si verifica l'insolvenza ed anzi già quando è in atto una situazione di crisi, il legislatore impone regole di prudenza nella gestione, dirette ad assicurare la massimizzazione del valore dell'impresa in funzione del soddisfacimento dei creditori. Tale obiettivo, infatti, deve essere perseguito dagli amministratori nel momento in cui si verifica la perdita o la riduzione oltre al terzo del capitale sociale, dai liquidatori e dagli organi della procedura concorsuale, anche quando sia disposto l'esercizio provvisorio o si abbia prosecuzione dell'impresa in caso di concordato preventivo. L'art. 2486 c.c. nello stabilire che dal momento in cui si verifica una causa di scioglimento gli amministratori conservano il potere di gestire la società ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale, non vieta il compimento di nuove operazioni, ma impone una logica di gestione prudentiale diretta proprio a garantire il miglior soddisfacimento dei creditori sociali. Anche l'art. 2487 c.c. nel prevedere che l'assemblea, convocata dagli amministratori o in loro difetto dal tribunale, deve stabilire i criteri in base ai quali deve svolgersi la liquidazione e deve deliberare in ordine agli *atti necessari per la conservazione del valore dell'impresa, ivi compreso il suo esercizio provvisorio, anche di singoli rami,*

*in funzione del migliore realizzo*, non detta criteri sostanzialmente diversi.

Come si vede, si tratta di regole che valgono, in funzione prudenziale di tutela dei creditori, non soltanto quando si sia verificato lo stato d'insolvenza, ma anche quando la perdita del capitale sociale sia soltanto parziale.

Se gli amministratori della società debbono rispettare precise regole di condotta, i soci vedono la loro posizione fortemente limitata, perché la gestione della società non è più diretta alla massimizzazione del profitto nel loro interesse, ma alla tutela dei creditori. L'intera disciplina societaria, anche per quel che riguarda le società di persone, è orientata in questo senso. E' stato efficacemente osservato che i soci possono essere definiti anche come *residual claimants*, in quanto essi sono ammessi a soddisfarsi del loro credito relativo al conferimento effettuato soltanto in quanto tutti gli altri creditori siano stati soddisfatti<sup>24</sup>. Questa posizione dei soci è presa in considerazione dalla Proposta di direttiva, che prevede che il piano di ristrutturazione preveda una classe apposita riservata ai titolari di *equity*, sì che la loro tutela è limitata ai casi in cui, soddisfatti tutti i creditori, vi sia ancora spazio per un riparto in loro favore.

Secondo la Corte EDU il diritto di credito è tutelato dall'art. 1, Protocollo 1 della CEDU in forza del quale "Ogni persona fisica o giuridica ha diritto al rispetto dei suoi beni"<sup>25</sup>. La Corte

---

<sup>24</sup> L.STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa tra diritto ed economia*, 2007, Bologna, 40 e ss., 112 e ss.

<sup>25</sup> Per quanto invece concerne la giurisprudenza della Corte EDU va ricordato che la Corte ha ritenuto che il diritto del creditore possa trovare tutela ai sensi dell'art. 1, Protocollo 1 della CEDU in forza del quale "Ogni persona fisica o giuridica ha diritto al rispetto dei suoi beni". Soffermandosi sul concetto di "bene" la Corte affermava che un "credito" può costituire un "bene" a mente della norma in parola a condizione che fosse sufficientemente accertato per essere esigibile. Sia con la sentenza *Raffinerie greche Stran e Stratis Andreadis c. Grecia*, 9 dicembre 1994, che con quella *Bourdov c. Russia* del 15 gennaio 2009 la Corte aveva qualificato come bene il credito derivante da un lodo arbitrale a condizione che avesse i caratteri della definitività e della obbligatorietà. Già con la sentenza (GC) *Marckx c. Belgio* del 13 giugno 1979 la Corte EDU « *rappelle que la notion de "bien" évoquée à la première partie de l'article 1 du Protocole n. 1 a une portée autonome qui ne se limite pas à la propriété de biens corporels et qui est indépendante des qualifications formelles du droit interne: certains autres droits et intérêts constituant des actifs peuvent aussi passer pour des "droits patrimoniaux" et donc des "biens" aux fins de cette disposition. Dans chaque affaire, il importe*

costituzionale ha più volte ritenuto che l'art. 42 Cost. che tutela la proprietà non si applichi ai diritti di credito<sup>26</sup>, ma tale affermazione non porta a concludere che la posizione del creditore sia sfornita di tutela. Entrano infatti in gioco altri diritti costituzionalmente garantiti, a cominciare dal principio di parità di trattamento e di ragionevolezza, oltre che il diritto di difesa, tanto da far affermare alla Corte che l'eventuale compressione del diritto di credito in sede di realizzazione della garanzia rappresentata dal patrimonio del debitore non è illegittima finché vengono rispettate le regole della concorsualità e della par condicio<sup>27</sup>.

---

*d'examiner si les circonstances, considérées dans leur ensemble, ont rendu le requérant titulaire d'un intérêt substantiel protégé par l'article 1 du Protocole no I*». La necessità di una definizione autonoma era stata ribadita in altre pronunce, quali ad es.: Gasus Dosier e Fördertechnik c. Olanda del 23 febbraio 1995; Iatridis c. Grecia (GC) del 25 marzo 1999; Beyeler c. Italia del 5 gennaio 2000 (GC); Ex-Re di Grecia e altri c. Grecia del 23 novembre 2000 (GC); Lallement c. Francia, 11 aprile 2002; Broniowski c. Polonia (GC) del 22 giugno 2004; Depalle c. Francia (GC) del 29 marzo 2010; Antunes Rodrigues c. Portogallo del 26 aprile 2011; De Luca c. Italia del 24 settembre 2013; Pennino c. Italia dell'8 luglio 2014. Le due ultime sentenze citate sono particolarmente interessanti ai nostri fini perché in entrambi i casi un creditore si doleva che per effetto dello stato di dissesto dichiarato di un Comune e della procedura di risanamento che ne era seguita il recupero del credito era impedito dalla sospensione dei pagamenti e delle azioni esecutive. E' evidente l'analogia con la situazione che si crea in caso di ammissione dell'imprenditore alla procedura di amministrazione straordinaria o di presentazione della domanda di concordato preventivo che, com'è noto, ha efficacia sospensiva delle azioni esecutive ed impedisce al debitore di pagare i debiti anteriori.

Sul tema si vedano L. SERMET, *The European Convention on Human Rights and property rights in Human rights files*, n. 11 ed. riv., Strasburgo, 1998, 11 ss.; C. LEBON, *Property rights in respect of claims*, in AA.VV., *Cases, Materials and Text on National Supranational and International Property Law*, a cura di S. Van Erp, B. Akkermans, Oxford e Portland 2012, capitolo quarto; S. CARABETTA, *La tutela della proprietà e del credito nella giurisprudenza della corte EDU. Problemi di inquadramento giuridico*, in *www.juscivile.it*, 2015, 12, 705 e ss. che peraltro avverte che la visione della Corte EDU qualifica il diritto di credito come il credito in quanto "valore patrimoniale" idoneo, attraverso la prestazione del debitore, a soddisfare l'interesse del soggetto attivo del rapporto obbligatorio. L'intenzione della Corte è di superare la visione nazionale del diritto di proprietà proteggendo situazioni che appaiono meritevoli di tutela dal punto di vista dell'interesse nazionale protetto.

<sup>26</sup> E' noto che la giurisprudenza della Corte ha sempre escluso l'applicabilità dell'art. 42 Cost. al diritto di credito. In proposito si vedano Corte cost. 28 aprile 1976, n. 99; Corte Cost. 11 novembre 1987, n. 401, cit. : Corte Cost. (ord.), 28 dicembre 2006, n. 456.

<sup>27</sup> Corte Cost., 18 settembre 2012. n. 277, in un caso per cui per legge era stato mutato il soggetto passivo dell'obbligazione, ha affermato che "l'interesse della

Si tratta tuttavia di regole che vengono derogate quando si avviano procedure di ristrutturazione che prevedono la continuità diretta od indiretta dell'impresa, in base al consenso in tal senso espresso dai creditori. Come si è accennato e come vedremo meglio in seguito, ciò avviene anche con la disciplina suggerita dalla Proposta di direttiva. Ed avviene già nel nostro ordinamento nel caso del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione. Nel caso del concordato la deroga si fonda sul consenso della maggioranza dei creditori. Nel caso invece dell'accordo di ristrutturazione la deroga riguarda, salvo profili marginali, i soli creditori consenzienti, con l'unica eccezione dell'accordo di ristrutturazione finanziaria, dove il creditore dissenziente può essere vincolato, ma l'ordinamento gli garantisce possibilità di reazione dirette a far valere che il trattamento riservatogli è deteriore rispetto alle alternative praticabili (art. 182 *septies*, co. 4, lett. c.).

Il quesito che viene posto dai critici della Proposta di direttiva investe il fondamento giuridico della legittimazione della maggioranza dei creditori a vincolare la minoranza. Si sostiene fondamentalmente che il diritto di credito è tutelato come un diritto assoluto e che quindi esso non può essere leso in forza del consenso espresso da altri che dal titolare del diritto. E' la stessa obiezione che dopo l'entrata in vigore della disciplina dell'amministrazione straordinaria nel 1979, ed ancora dopo la riforma del 1999 e le successive modifiche della legge Marzano nel 2003, è stata portata contro il trattamento riservato ai creditori in quella procedura<sup>28</sup>. La prosecuzione dell'attività d'impresa a tutela di altri interessi, quello dei dipendenti alla conservazione del

---

*parte creditrice non è ovviamente, in linea di principio, insensibile rispetto al mutamento del soggetto passivo dell'obbligazione, quand'anche disposto per legge: in questo caso, sono costituzionalmente tollerabili, dunque, quelle <<tecniche>> motivate da <<un ragionevole rischio di insufficienza di un patrimonio a soddisfare i creditori>>, che, anche attraverso la realizzazione del principio di concorsualità, sono tese a meglio garantire il soddisfacimento dei crediti (sentenza n. 355 del 2006; inoltre, sentenze n. 437 del 2005 e n. 155 del 1994)".*

<sup>28</sup> In Italia il dibattito sulla tutela dell'interesse dei creditori a fronte della salvaguardia dell'impresa, come si è visto, è risalente. Si vedano CASELLI, *La crisi aziendale*, in Caselli e altri, *L'azienda ed il mercato*, in *Trattato Galgano*, III, Padova, 1979, 635 e ss; F.D'ALESSANDRO, *Politica della crisi d'impresa: risanamento e liquidazione dell'azienda?* [1980], in *Scritti di Floriano D'Alessandro*, Milano, 1997, 751; L. STANGHELLINI, *La crisi d'impresa tra diritto ed economia*, cit.

posto di lavoro, quello dell'economia in generale alla conservazione dell'impresa nonostante le difficoltà in essere, comprime senza indennizzo il diritto dei creditori, senza che essi siano chiamati a votare sul programma di ristrutturazione, e quindi prescindendo dal loro consenso. E' ben vero che l'art. 56 del d.lgs. 270/99 dispone che il programma redatto dal commissario straordinario deve indicare sia nel caso in cui sia prevista la cessione dei complessi aziendali sia nel caso in cui sia adottato l'indirizzo della ristrutturazione dell'impresa, le modalità di soddisfazione dei creditori. Nessuna norma però garantisce che il soddisfacimento dei creditori non avvenga a condizioni deteriori rispetto all'ipotesi della mera liquidazione concorsuale, anche quando vengano rispettate le modalità procedurali stabilite all'uopo dall'art. 63 della legge<sup>29</sup>, perché occorre tener conto de-

---

<sup>29</sup> Nel senso che la procedura di amministrazione straordinaria è diretta a salvaguardare una pluralità di interessi, in particolare quello dei creditori, dei lavoratori, nonché quello generale alla salvaguardia delle unità produttive, come del resto chiaramente affermato dall'art. 63 d.lgs. 270/1999, si veda Cass. S.U., 27 maggio 2009, n. 12247, in *Fallimento*, 2010, 3, 302 con nota di MARELLI. Cass. S.U. 24 novembre 2015, n. 23894, *ivi*, 2016, 4, 415, ha affermato, in sede di determinazione della giurisdizione, che le norme procedurali che disciplinano la liquidazione dei beni nell'amministrazione straordinaria tutelano i diritti soggettivi dei creditori accertati in sede di verifica dello stato passivo, ove non successivamente degradati ad interessi legittimi a fronte di valutazioni discrezionali delle autorità competenti circa la decisione di vendere i cespiti e la scelta degli acquirenti. Le Sezioni Unite hanno anche precisato che la fase liquidatoria della procedura “*ha la finalità precipua di esitare i beni dell'impresa insolvente per distribuirne il ricavato ai creditori che sono stati riconosciuti tali in sede di verifica del passivo*”. Mostra di condividere la valutazione della Corte M.MONTANARI, *Giurisdizione in tema di vendite nell'Amministrazione straordinaria*, in *Fallimento*, 2016, 4, 419 in commento alla sentenza citata, sulla quale per altri profili è fortemente critico. Nello stesso senso TAR Lombardia, 16 giugno 2004, n. 2420, *ivi*, 2005, 4, 447, con nota di MARELLI. In dottrina con riferimento all'originario testo della legge Prodi L. GUGLIELMUCCI, *Profili di costituzionalità dell'art. 6 bis della legge Prodi*, in *Corr.giur.*, 1989, 1103 e ss.; M. SICA, *Legge 23 agosto 1988, n. 391 Norme sull'amministrazione straordinaria*, in *Nuove leggi civili commentate*, 1989, 764 e ss.. Si veda anche L. GUALANDI, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi*, in E. Bertacchini ed altri, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, II ed., 2011, 607. Altri autori hanno ritenuto, in termini non molto diversi, che accanto all'originario diritto soggettivo del creditore maturi una situazione di interesse legittimo: cfr. E.MARINUCCI, sub art. 65, ne *La nuova disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza. Commentario al decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270*, a cura di Castagnola e Sacchi, Torino, 2000, 299. Si veda anche C.CONSOLO, *Alienazione dell'attivo nell'ambito dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza, giurisdizione dell'autorità giudiziaria ordinaria e tutela di*



gli altri interessi in gioco e perché è nozione di comune esperienza che la prosecuzione dell'attività, anche soltanto per il tempo necessario ad attuare la cessione dell'azienda, determina il sorgere di crediti in prededuzione. Ne deriva che i creditori vengono a sopportare un sacrificio maggiore di quello derivante dalla semplice apertura della procedura concorsuale.

Tra la disciplina della ristrutturazione prevista dalla Proposta di direttiva e quella propria dell'amministrazione straordinaria vi sono dunque analogie, ma anche importanti differenze. Nella seconda infatti il sacrificio dei diritti dei creditori non trova adeguata giustificazione sul piano dei principi che regolano la tutela del diritto di credito. La necessità di tener conto di altri interessi è stabilita dal legislatore senza predisporre alcun limite a tutela dei creditori.

Nella *reorganization* americana, prevista dal *Chapter 11*, che ha costituito il modello cui si è rifatta, buona ultima, la Proposta di direttiva, modello come abbiamo visto fatto proprio anche dai principi internazionali in tema di insolvenza elaborati dall'Uncitral e dalla Banca Mondiale, alla base vi è invece l'affermazione che la miglior tutela dei creditori passa attraverso la ristrutturazione, anche nel caso in cui essa prenda le forme della cessione dell'azienda ad un terzo. E, circostanza fondamentale, il piano deve essere approvato dalla maggioranza dei creditori e dal giudice.

La Proposta prevede che il piano debba essere approvato dalla maggioranza dei crediti (75%) in ciascuna classe, formata in base a criteri omogenei, o che in alternativa il giudice o l'autorità amministrativa possa approvare ugualmente il piano a condizione che esso abbia riportato il voto favorevole di almeno una classe e che i creditori dissenzienti non ricevano meno di quanto potrebbero ottenere tramite la vendita dell'azienda in caso di liquidazione sia come *going concern* che nell'ipotesi di liquidazione atomistica.

Un'altra importante differenza sta nel fatto che nell'amministrazione straordinaria il presupposto oggettivo della procedura è lo stato d'insolvenza, mentre nella procedura di ristrutturazione prevista dalla Proposta, così come nel nostro concordato preventivo, il presupposto è rappresentato da una situazione che

---

*urgenza in funzione "preventiva" di pregiudizi ai diritti dei creditori*, in *Giur. comm.*, 1987, II, 312 e ss.

non è ancora d'insolvenza. La *likelihood of insolvency* è mera probabilità d'insolvenza, una condizione simile al nostro stato di crisi, diversa dallo stato d'insolvenza vero e proprio, cui maggiormente si avvicina la disciplina tedesca che richiede se non l'insolvenza vera e propria, una situazione di insolvenza imminente.

I critici della Proposta sottolineano che si affida al giudice (o all'Autorità amministrativa) un compito complesso perché il termine di comparazione, nel caso in cui l'alternativa al piano non sia la liquidazione fallimentare, è di difficile valutazione. E' vero, si sottintende, che anche nel caso in cui si proceda alla vendita in sede di liquidazione fallimentare, l'azienda può essere venduta come *going concern*, ma in questo caso il prezzo lo fa il mercato attraverso il meccanismo della gara pubblica, ed è quindi certo e trasparente, mentre nell'ipotesi in cui si affidi la scelta al giudice in alternativa ad un piano che prevede la prosecuzione dell'attività in capo al *debtor in possession*, impedendo contemporaneamente ai creditori di agire esecutivamente sui beni del debitore, si tratta di valutazione complessa che può portare ad errori ed al sacrificio ingiustificato dei diritti dei creditori.

Non ci pare che le obiezioni colgano nel segno.

L'esperienza dimostra che nella maggior parte dei casi la probabilità d'insolvenza, ove non s'intervenga tempestivamente, si traduce in insolvenza vera e propria. E' pertanto ragionevole agevolare l'adozione di un piano di ristrutturazione che eviti l'insolvenza. Questo piano incide sui diritti dei creditori in due modi: ritardando od impedendo l'esecuzione individuale attraverso la sospensione delle azioni esecutive e riducendo la loro percentuale di soddisfazione nei limiti della proposta di composizione della crisi.

L'esecuzione individuale raramente può avere ad oggetto l'intero patrimonio del debitore e raramente può consentire la vendita dell'azienda in blocco a terzi come *going concern*. Tale risultato è possibile o in sede di liquidazione fallimentare o in sede di piano di ristrutturazione, ove il piano contempli la vendita dell'azienda.

E' vero che la Proposta non prevede espressamente, a differenza di quanto ha fatto il legislatore italiano, che il piano possa avere ad oggetto la vendita dell'azienda in attività. L'art. 1 della

Proposta si riferisce alle procedure preventive di ristrutturazione per debitori in difficoltà finanziarie dove c'è probabilità d'insolvenza. E l'art. 2 n. 2 definisce la ristrutturazione come “*la modifica della composizione, delle condizioni o della struttura delle attività e delle passività del debitore o di qualsiasi altra parte della struttura del capitale del debitore, tra cui il capitale azionario, o una combinazione di questi elementi, compresa la vendita di attività o parti dell'impresa, con l'obiettivo di consentire la continuazione, in tutto o in parte, dell'impresa*”. E' evidente che questa nozione non comprende nell'ambito della ristrutturazione preventiva la cessione dell'azienda in attività a terzi o quantomeno il caso in cui la cessione è integrale. La mancata considerazione della cessione d'azienda come ipotesi di prosecuzione dell'impresa, sia pur in capo ad un soggetto diverso dal debitore, è certamente un limite della Proposta, peraltro emendabile.

Nulla vieta, comunque, che gli Stati membri nel recepire la Direttiva inseriscano nel possibile contenuto del piano anche questa possibilità. In molte legislazioni essa è già prevista.

A prescindere da questo profilo, occorre chiedersi se vi sia veramente una lesione dei diritti dei creditori dissenzienti.

La regola del *best interest of creditors*, che è uno dei punti qualificanti della Proposta, comporta che “*nessun creditore dissenziente uscirà dal piano di ristrutturazione svantaggiato rispetto a come uscirebbe dalla liquidazione, sia essa una liquidazione per settori o una vendita dell'impresa in regime di continuità aziendale*” (art. 2, n.9).

E' il principio del *cram down*, che anche il nostro ordinamento ha introdotto, sia pur in termini differenti rispetto alla Proposta, con la riforma del 2005-2006.

Ne deriva che non si può far luogo all'approvazione del piano se la valutazione che ne fa il giudice o l'autorità amministrativa, anche sulla base delle conclusioni degli esperti da essi nominati, porta a risultati differenti. L'art. 180, co. 4, l.fall. stabilisce che nel caso di opposizione da parte dei creditori dissenzienti il tribunale omologa la proposta concordataria “*qualora ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili*”. Si è visto che nel concordato in continuità l'asticella è posta più in alto perché occorre che possa essere attestato che il

piano garantisce il miglior soddisfacimento dei creditori, e quindi qualcosa di più della liquidazione.

E' bene aggiungere che la valutazione del tribunale non riguarda soltanto il caso della liquidazione, ma qualunque soluzione alternativa al piano proposto dal debitore e dunque anche una diversa soluzione concordataria. La disciplina italiana ha una latitudine più ampia, ma non è concettualmente diversa da quella prevista dalla Commissione europea.

Ne deriva che l'estensione del presupposto oggettivo della procedura non è determinante. Che si tratti di probabilità d'insolvenza o d'insolvenza imminente, come invece richiede il legislatore tedesco, o ancora di crisi<sup>30</sup>, ciò che conta è che un giudice o comunque un'autorità terza sia chiamata a valutare se vi sono alternative concrete più convenienti per i creditori dissenzienti. E se è vero che costoro possono essere pregiudicati non soltanto dalla minor entità del realizzo del credito, ma anche dalla sospensione delle azioni esecutive, va detto che la Proposta prevede che i creditori possano opporsi alla concessione della sospensione e ne possano anche domandare la revoca. In ogni caso la sospensione non è automatica e richiede l'intervento del giudice.

Sia l'approvazione del piano sia la concessione della sospensione delle azioni esecutive richiedono l'intervento del giudice o dell'Autorità amministrativa. Ne deriva che anche l'affermazione che la Proposta prevede un assetto analogo a quello del *Chapter 11* americano, senza però porre al centro la decisione del giudice non è fondata. Soprattutto il sistema previsto dalla Proposta, non diversamente da quanto stabilisce nel nostro ordinamento la disciplina del concordato preventivo, non contempla un ingiustificato sacrificio dei diritti dei creditori, perché tale sacrificio è sempre rapportato al *tertium comparationis* rappresentato dall'esito della procedura liquidatoria. E per quanto concerne le procedure italiane il raffronto non è fatto esclusivamente con la liquidazione fallimentare, ma con le alternative concretamente praticabili, che possono essere costituite anche dalle prospettive di un piano diverso da quello sottoposto alle valutazioni del giudice.

---

<sup>30</sup> Il progetto Rordorf definiva la crisi come probabilità di futura insolvenza ( art. 2, co.1, lett. c).. Il testo del ddl delega attualmente pendente in Senato, all'art. 2, co. 1, lett. c) definisce lo stato di crisi come "probabilità di futura insolvenza, anche tenendo conto delle elaborazioni della scienza aziendalistica".

5. Rimangono da esaminare alcuni ulteriori profili critici della Proposta.

Si è visto che un ulteriore argomento che viene portato a sostegno delle critiche è che la Proposta favorirebbe la presentazione di piani di ristrutturazione non seriamente fondati, che possono trovare l'appoggio di alcune categorie di creditori, con il solo fine di guadagnare tempo. Si realizzerebbero così molti casi di abuso.

Il rischio di domande infondate e di tentativi privi di possibilità di successo è sempre presente. Chiunque abbia esperienza pratica del mondo delle procedure concorsuali sa che tentativi del genere sono sempre esistiti. Lo stesso reato di bancarotta semplice per aggravamento del dissesto contempla anche quest'ipotesi. E già si è detto di quanto il tema dell'abuso del diritto abbia costituito e costituisca nel nostro Paese un tema particolarmente delicato, che ha visto l'intervento sia della giurisprudenza che del legislatore.

Non ci pare che la Proposta non contenga serie tutele contro questo rischio.

Per un verso infatti l'art. 9 prevede che la sospensione delle azioni esecutive possa essere revocata quando diviene chiaro che non vi sono le maggioranze per l'adozione del piano e che il giudice o l'Autorità terza possa rifiutare o revocare la sospensione se un singolo creditore o una classe di creditori è ingiustamente pregiudicata. Il ventesimo Considerando precisa il significato dell'ingiusto pregiudizio di uno o più creditori o di una classe di creditori. Il giudice o l'Autorità amministrativa dovranno considerare a tal fine se, per effetto della sospensione, il valore complessivo dell'attivo della procedura subirà una diminuzione o se il debitore agisce in mala fede o con l'intenzione di causare pregiudizio ai creditori o se in generale opera contro le aspettative della massa. Un creditore o una classe di creditori sarà ingiustamente pregiudicata se i loro crediti potranno essere soddisfatti in condizioni peggiori per effetto della sospensione o se sono messi in una posizione di svantaggio rispetto ad altri creditori in posizioni analoghe.

Per altro verso gli Stati membri possono prevedere la nomina di un commissario in caso di sospensione generale delle azioni esecutive o quando il piano debba essere approvato dal giudice o dall'Autorità terza, il che deve necessariamente avvenire

quando vi sono creditori pregiudicati dal piano. E il commissario ha il potere di chiedere la revoca della sospensione delle azioni esecutive.

Se dunque la stessa Proposta prevede strumenti idonei ad evitare l'abuso da parte del debitore ed il giudice o l'Autorità terza è messa in condizione di scrutinare le proposte di ristrutturazione non adeguatamente fondate, rifiutando o revocando la sospensione delle azioni esecutive, la conclusione è che le previsioni sulla minor efficienza del sistema economico e sull'aumento dei *non performing loans* appaiono quantomeno esagerate.

Ci pare invece che le critiche colgano nel segno nel registrare che la Proposta è in qualche misura equivoca nell'individuare il parametro di riferimento nella valutazione del piano. Secondo quanto previsto dall'art. 13, quando il piano è contestato dai creditori per violazione della regola del *best interest of creditors*, occorre guardare al valore di liquidazione.

Quando invece per l'approvazione del piano è questione dell'applicazione del *cross class cram down* o quando il piano è contestato per violazione della *absolute priority rule*, in forza della quale non è possibile effettuare pagamenti alla classe junior quando la classe senior non è stata integralmente soddisfatta, deve aversi riguardo al valore dell'impresa in attività. Tale valore, come chiarisce il trentesimo Considerando, tiene conto di un arco di tempo più lungo rispetto a quello che può essere calcolato nell'ipotesi di vendita dell'azienda in attività, perché l'impresa prosegue i suoi contratti con il minimo disagio, gode della fiducia dei creditori finanziari, degli azionisti e dei clienti, continua a generare reddito, e limita l'impatto sui dipendenti. Si tratterebbe quindi di un valore di regola maggiore rispetto a quello c.d. di liquidazione.

La definizione del *best interest of creditors* offerta dall'art. 2, n. 9 della Proposta fa riferimento al valore di liquidazione secondo la duplice alternativa della vendita dei singoli beni componenti l'azienda o della vendita della stessa come *going concern*, senza però considerare gli elementi positivi di cui si è appena detto.

Questa distinzione, che è presente nella Proposta, non pare avere un serio fondamento economico.

La valutazione dell'azienda al momento della vendita in sede di liquidazione risente anche dell'avviamento, oltre che dell'attitudine a generare utili, sì che essa è legata anche alla considerazione di ciò che sarà il presumibile risultato della gestione nel periodo successivo, tanto che l'eventuale previsione di perdite future inciderà sul prezzo. La ristrutturazione e la prosecuzione dell'attività scontano generalmente costi negativi e gli elementi indicati nel trentesimo Considerando non paiono facilmente quantificabili, oltre a non essere sempre presenti. In sostanza non sembra che la distinzione tra i due criteri di valutazione operata dalla Proposta abbia, nella maggior parte dei casi un serio fondamento<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> Patrizia RIVA, nella sua relazione *La proposta di direttiva della Commissione ue su procedure di insolvenza, ristrutturazioni e seconda chance. Aspetti economico aziendali* al Convegno *L'evoluzione della disciplina della crisi di impresa dell'unione europea* tenutosi a Milano il 26 giugno 2017 su iniziativa dello ODCEC di Milano e della Scuola di Alta Formazione Luigi Martino, rileva che la nozione dettata dall'art. 13 della Proposta può forse essere riferito al concetto di *limitata continuità aziendale* utile alla liquidazione oppure al caso di cessione di azienda. Ringrazio Patrizia Riva per avermi gentilmente messo a disposizione le sue slides.