

Lorenzo Stanghellini

Proprietà e controllo dell'impresa in crisi (*)

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. "Proprietà" e "controllo" dell'impresa solvibile. Il bilancio d'esercizio come "piano di riparto" della ricchezza prodotta dall'impresa. - 3. "Proprietà" e "controllo" dell'impresa "in crisi". - 4. Imprenditore insolvente e impresa da cessare: un'equazione sbagliata. - 5. Le procedure d'insolvenza come strumenti per il trasferimento del controllo sul patrimonio dell'insolvente in capo ai creditori. - 6. I creditori: un gruppo senza regole alla ricerca della soluzione più efficiente. - 7. Le procedure d'insolvenza come strumenti per l'organizzazione del controllo sul patrimonio dell'insolvente in capo ai creditori. - 8. Il ruolo dell'imprenditore durante le procedure d'insolvenza: un male necessario? - 9. Tutela dei creditori e rispetto dell'ordine di priorità. - 10. Le procedure d'insolvenza come tecniche di gestione dell'incertezza e della (eventuale) transizione dal debitore ai creditori. - 11. Interesse degli azionisti ed interessi di terzi: il quadro generale ed il profitto "responsabile". - 12. Interessi dei creditori ed interessi di terzi: le procedure di insolvenza come attuazione coerente del quadro generale di valori. - 13. La società insolvente come società a struttura finanziaria "slittata" e il problema degli "agency costs". - 14. Riforma delle procedure concorsuali e aderenza al diritto societario. - 15. Sintesi delle conclusioni.

(*) Il presente lavoro è già stato pubblicato in Rivista delle società, 2004, p. 1041 ss. Parte di esso verrà inclusa in un più ampio lavoro sulle procedure d'insolvenza, di prossima pubblicazione. Nella sua presentazione e discussione avvenuta durante il seminario "Riforma del diritto societario e law and economics", tenutosi il 21 maggio 2004 presso l'Università "Luigi Bocconi", l'accento venne posto sui doveri degli amministratori nella fase "crepuscolare" che precede l'apertura di una procedura concorsuale, con il connesso effetto di limitare i poteri degli amministratori, e sull'idoneità del diritto societario a seguito della riforma del 2003 a dar voce (e soprattutto, tutela) ai creditori e al loro interesse a ridurre al minimo le perdite attese. Le differenze del par. 3 rispetto a quello della versione precedentemente pubblicata riflettono questa discussione.

1. *Premessa.*- La giustificazione del controllo degli azionisti sull'impresa viene tradizionalmente individuata nel fatto che essi sono titolari di una pretesa su quanto residua dopo che tutti i debiti siano stati pagati o che sia stato accantonato quanto necessario per pagarli. Se la società è in condizioni di normale esercizio, i creditori non devono avere voce, ed è giusto che il controllo spetti solo ai *residual claimants*, cioè agli azionisti.

Questa giustificazione non vale più quando il capitale di rischio sia stato perduto, divenendo i creditori, in quel contesto, investitori senza diritti. Chi è allora il "proprietario" di un'impresa insolvente? Come si modificano, all'insorgere dell'insolvenza, i diritti che spettano ai soggetti interessati al suo patrimonio? Da chi deve essere gestita l'impresa nella fase dell'insolvenza? Può la gestione restare in mano agli stessi amministratori? Con quali obiettivi e con quali responsabilità devono gestire gli amministratori o coloro che ne prendono il posto? Si può, mediante una procedura concorsuale, procedere alla riallocazione del controllo dell'impresa in crisi, trasferendolo dai vecchi soci ai creditori?

Si tratta di interrogativi di grande rilievo, ai quali si può dare risposta solo inquadrandoli in un contesto più ampio. Il diritto dell'impresa in crisi, infatti, lungi dall'essere una provincia separata dal diritto che regola l'impresa e le società, ne costituisce proiezione ed attuazione, sia pure in un mutato contesto. Tale proiezione ed attuazione avviene per il tramite delle procedure d'insolvenza, la cui giustificazione teorica - ed invero la più solida - sta nel trasferire il controllo dell'impresa ai creditori quando essi siano divenuti *residual claimants*, e nel creare un'organizzazione perché i creditori possano effettivamente esercitare il controllo (in vista di una liquidazione del patrimonio o di una ristrutturazione finanziaria dell'impresa).

A questo modello in cui il controllo, anche in una situazione di insolvenza, deve rimanere allocato sui *residual claimants*, non rispondono tuttavia le procedure d'insolvenza attualmente vigenti, le quali, complice la disorganizzazione dei creditori, danno ingresso alla tutela di interessi diversi da quelli dei creditori (interessi che non vengono normalmente tutelati di fronte agli azionisti), e prevedono l'affidamento della gestione del patrimonio a soggetti quasi interamente privi di incentivi e di controlli, con gravissimi effetti di inefficienza e di costi di delega (*agency costs*). Il tema della tutela dei creditori come effettivi "proprietari" dell'impresa in crisi non sembra d'altro canto adeguatamente affrontato nemmeno nell'attuale dibattito sulla riforma, nel corso del quale, salvo poche eccezioni, ci si limita per lo più a riproporre le soluzioni tradizionali.

Scopo di questo articolo è mettere in luce le strette connessioni fra diritto societario e diritto dell'insolvenza, traendone conseguenze in vista di una riforma delle procedure concorsuali. In quest'ottica si propone di ripristinare la coerenza fra diritto dell'impresa solvibile e diritto dell'impresa in crisi, allineando la tutela dei creditori a quella di cui godono gli azionisti: ai creditori devono allora essere garantiti il potere di indirizzare le scelte di fondo sulla gestione del patrimonio dell'impresa in crisi e il potere di controllare, se del caso chiamandolo a rispondere dei danni, chi, comunque denominato (curatore, commissario, etc.), compie tali scelte.

Si tratta di riflessioni attuali, sia per l'esigenza, comunemente avvertita, di riformare le nostre procedure concorsuali, sia perché recenti sviluppi normativi hanno reso urgente la costruzione di un modello generale della proprietà e del controllo dell'impresa, solvibile e insolvente. Per la prima volta in Italia, infatti, è stata introdotta la possibilità che ai creditori siano attribuite, senza il loro consenso individuale, quote di capitale dell'impresa in crisi: la legge 18 febbraio 2004, n. 39, che ha convertito con modificazioni il decreto 23 dicembre 2003, n. 347 (c.d. decreto Parmalat), ha previsto che ai creditori di una grandissima impresa soggetta alla procedura di amministrazione straordinaria (almeno mille dipendenti e un miliardo di euro di debiti) possano essere attribuite in sede di

concordato "azioni o quote, ovvero obbligazioni anche convertibili in azioni" (art. 4-bis¹, lett. c) (¹) L'ingresso dei creditori nel capitale dell'impresa in crisi potrà dunque essere il frutto di un voto dei creditori a maggioranza, per effetto del quale i creditori potranno trovarsi ad essere azionisti, e verosimilmente azionisti di controllo, di una società insolvente e ristrutturata o di una nuova società costituita con il suo patrimonio (²).

L'innovazione in questione è rilevante e ragionevole, ma richiede chiare indicazioni su quale sia il corretto modello di governo della società allorché essa divenga insolvente. E' questo l'oggetto delle riflessioni che seguono, che da un lato mirano a proporre una giustificazione teorica delle procedure di insolvenza e dall'altro intendono fornire indicazioni su quale dovrebbe essere la loro struttura, almeno per quanto riguarda l'insolvenza delle società di capitali, in un'ottica di riforma.

2. "Proprietà" e "controllo" dell'impresa solvibile. Il bilancio d'esercizio come "piano di riparto" della ricchezza prodotta dall'impresa.- Pur potendo avere l'effetto perverso di incentivare un'indiscriminata assunzione del rischio (frutto della possibilità di scaricare le perdite sui creditori appropriandosi degli eventuali utili), l'istituto della responsabilità limitata costituisce un felice compromesso fra l'incentivazione dell'imprenditorialità e la tutela del credito. Questo compromesso, per il suo successo storico e per la solidità delle sue basi teoriche, non può più seriamente essere messo in discussione (³).

(¹) La previsione in questione, assieme ad altre disposizioni dell'art. 4-bis (quale quella della *par condicio* sostanziale e non formale, che consente una proposta di concordato previa "suddivisione dei creditori in classi", con possibilità di "trattamenti differenziati fra creditori appartenenti a classi diverse"), è il frutto di un emendamento presentato alla Commissione attività produttive della Camera dai Democratici di Sinistra, che riprende alcune parti dell'art. 3 del progetto di riforma delle procedure concorsuali presentato dallo stesso gruppo nella XIII legislatura (DDL C. 7497 del 14 dicembre 2000). Chi scrive ha partecipato alla stesura di tale progetto di riforma e alla formulazione dell'emendamento poi confluito nell'art. 4-bis del d.l. 347/2003 (inserito dalla legge di conversione n. 39/2004).

(²) Proprio questo, fra l'altro, è ormai l'orientamento degli organi della procedura cui è assoggettato il gruppo Parmalat, che intendono attribuire ai creditori chirografari le azioni di una società nella quale sono state fatte confluire (quale assuntore del concordato) le attività sane o risanate di gran parte delle società del gruppo. Si veda sul sito internet della procedura la presentazione del piano di ristrutturazione, illustrato il 4 giugno 2004 dal commissario straordinario alla comunità dei creditori ([http://www.parmalat.com/it/doc/Creditors%20Meeting%204%20June%20\(ii\).pdf](http://www.parmalat.com/it/doc/Creditors%20Meeting%204%20June%20(ii).pdf)), approvato dal ministro delle Attività produttive e in attesa dell'approvazione dei creditori.

(³) Conferma del successo storico dell'istituto della responsabilità limitata sono le norme che, a seguito della riforma societaria del 2003, ne incentivano l'assunzione (si veda la possibilità di trasformare a maggioranza le società di persone in società di capitali: art. 2500-ter), ne consentono il mantenimento, con blandi limiti, anche quando il

Dal punto di vista dei rapporti con i creditori, la responsabilità limitata si sostanzia nel fatto che i creditori, accettando di far credito ad una società i cui soci siano limitatamente responsabili, accettano una condizione loro imposta dagli stessi soci, seppure con la cooperazione della legge ⁽⁴⁾: la condizione che da un lato il patrimonio della società sia destinato prioritariamente alla loro soddisfazione, ma dall'altro lato, in caso di insolvenza, il patrimonio personale dei soci non possa essere toccato.

In un'ottica di prevalenza della sostanza dell'impresa sulla forma societaria, che la riforma ha se possibile accentuato ⁽⁵⁾, essere socio significa soprattutto essere colui che fra i molti finanziatori dell'attività ha scelto di fornire capitale di rischio. Più che "proprietari" dell'impresa, i soci sono, come si usa dire con espressione sempre più diffusa e particolarmente efficace, dei *residual claimants*, cioè soggetti che hanno diritto a ricevere *tutto ciò che resta una volta che siano stati pagati i creditori* ⁽⁶⁾. Essi, al pari dei creditori, sono quindi titolari di una pretesa di carattere finanziario, che tuttavia si colloca ad un gradino inferiore:

socio sia unico (art. 2325² e art. 2462² c.c.), e ne consentono infine il frazionamento mediante patrimoni destinati (artt. 2447-*bis* e ss. c.c.).

Il fondamento economico della responsabilità limitata, ed il suo carattere di beneficio anche per i creditori, sono ben spiegati da R. CLARK, *Corporate law*, Boston, 1986, p. 7 ss., nonché da R. KRAAKMAN, P. DAVIES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, Oxford, 2004, pp. 8-10. Le basi teoriche della responsabilità limitata, così forti per i creditori divenuti tali per loro scelta, sono invece fragilissime (o comunque sono del tutto diverse) per i creditori "involontari": H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, in *Yale Law Journal*, 1991 (100), p. 1879 ss., che hanno proposto la responsabilità illimitata dei soci verso i creditori da atto illecito. Si veda anche R. WEIGMANN, *La responsabilità limitata delle società di capitali di fronte ai fatti illeciti*, in *Scritti in onore di Sacco*, Giuffrè, Milano, 1994; E. COURIR, *Limiti alla responsabilità imprenditoriale e rischi dei terzi*, Milano, Giuffrè, 1997, C. AMATUCCI, *Fatto illecito della società e responsabilità "proporzionata" dei soci*, Milano, Giuffrè, 2002. La responsabilità illimitata della società per i fatti illeciti imputabili all'attività del patrimonio destinato (art. 2447-*quinquies*³ c.c.) è una manifestazione di questa diversità di effetti della responsabilità limitata per i terzi.

⁽⁴⁾ La cooperazione della legge costituisce una *condicio sine qua non* nei sistemi in cui le limitazioni *convenzionali* della responsabilità in linea di principio non siano lecite (come nel sistema italiano, per effetto dell'art. 2740² c.c.: e si veda P. SPADA, *La tipicità delle società*, CEDAM, Padova, 1974, per una ricostruzione in questi termini anche della responsabilità limitata). Tale cooperazione costituisce invece solo un (pur importantissimo) mezzo di risparmio sui costi di transazione per i sistemi in cui, essendo consentite limitazioni convenzionali di responsabilità, soci e creditori potrebbero *individualmente e di volta in volta* limitare il patrimonio a garanzia a ciò che è stato conferito in società e a ciò che con questo è stato successivamente acquistato. La lettura della letteratura anglosassone è istruttiva su come l'assenza di divieti circa le limitazioni convenzionali di responsabilità abbia fatto sì che la teoria delle società si sia sviluppato lungo binari completamente diversi da quelli a noi familiari.

⁽⁵⁾ F. CORSI, *Diritto dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2003.

⁽⁶⁾ F.H. EASTERBROOK - STERBRISCHEL, *L'economia delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1996, p. 83 ss. (tit. or.: *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge MA-Londra, 1991).

l'ultimo. In un'ideale ordine di preferenza di coloro che vantano una pretesa sul patrimonio dell'impresa, i primi sono infatti i creditori titolari di un diritto di prelazione ⁽⁷⁾; sul residuo si soddisferanno i creditori chirografari, e quindi i creditori subordinati ⁽⁸⁾; infine, quando tutti i debiti siano stati adempiuti, ciò che resta può essere distribuito ai soci ⁽⁹⁾.

Se dunque i soci possono percepire il *surplus* solo allorché tutti i creditori siano stati soddisfatti, essi sono incentivati a far sì che l'impresa produca ricchezza sufficiente (almeno) a pagare i creditori. I soci sono quindi i veri interessati a che la gestione sia la più efficiente possibile: se essa lo è, guadagneranno, se essa non lo è, perderanno quanto versato alla società ⁽¹⁰⁾. Proprio su questo presupposto si basa la giustificazione del potere di scegliere i gestori dell'impresa, che la legge lascia esclusivamente ai soci: è questo, dunque, il fondamento del "controllo", inteso – per quello che qui rileva – come diritto di nominare gli amministratori ⁽¹¹⁾. La comparsa, nel diritto e nella pratica estera e ora nel nostro diritto societario (artt. 2346 ss. e 2411³ c.c.), di categorie intermedie fra soci e creditori complica l'equazione, ma non la rivoluziona: emerge infatti una sorta di linea continua che ha ad un estremo i titolari di una pretesa fissa (e perciò di regola privi di poteri gestionali) e all'altro i titolari di una mera aspettativa non coercibile (e perciò di regola titolari di *voice*), lungo la quale la carenza di tutela *ex post* (il diritto ad una remunerazione garantita) tende ad essere compensata da un potere *ex ante* (il diritto di scegliere i gestori) ⁽¹²⁾.

⁽⁷⁾ Secondo le varie regole di conflitto interne fra privilegi, generali e speciali, e fra questi, da un lato, e il pegno e l'ipoteca, dall'altro: cfr. ad esempio artt. 2748, 2751 ss. e 2777 ss. c.c.

⁽⁸⁾ Per contratto o per legge: si veda ad esempio l'art. 2467 c.c. per i finanziamenti erogati alla società dai soci di s.r.l., che, allorché siano stati effettuati quando la società si trovava in una situazione di squilibrio, sono subordinati *ex lege* ai creditori chirografari. Il "Gruppo di esperti di diritto societario" nominato in sede comunitaria ha raccomandato la generale subordinazione dei prestiti degli *insiders* (soci e amministratori) alla società in caso di insufficienza del patrimonio ("*High Level Group of Company Law Experts - A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*", 4 novembre 2002, Cap. IV, par. 3, p. 86).

⁽⁹⁾ Ed anche all'interno di quest'ultima categoria vi possono essere soci dotati di "*diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite*" (art. 2348² c.c.).

⁽¹⁰⁾ F.H. EASTERBROOK - STERBRISCHEL, *L'economia delle società per azioni*, cit. (nota 6), p. 83 ss. Qualora i soci abbiano acquistato azioni o quote già emesse, essi perderanno (non quanto da loro versato, ma) i diritti che essi avevano acquisito essendo subentrati nella posizione dei sottoscrittori di tali azioni o quote.

⁽¹¹⁾ Il concetto di "controllo" interessa qui in quanto attribuito alla categoria dei soci anziché ai creditori o ad altri, non nella sua accezione mirante ad individuare chi, *all'interno della cerchia dei soci*, controlli effettivamente la società (su cui si veda art. 2359 c.c. e le varie disposizioni speciali in materia). Per un'accezione del controllo nel senso del testo, H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, Cambridge MA-Londra, 1996, pp. 11-12.

⁽¹²⁾ M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001, e U. TOMBARI, *Commento agli artt. 2346, 2348, 2349, 2350, 2351, 2410, 2411, 2412 c.c.*, di prossima pubblicazione nel Commentario IPSOA alla

Accanto al potere di gestire l'impresa, inoltre, la legge dà ai soci anche il diritto di soddisfarsi (cronologicamente) *prima* che i creditori siano stati integralmente soddisfatti. Unica ma importante condizione è che venga periodicamente redatto una sorta di accertamento e “piano di riparto” della ricchezza prodotta dall'impresa, dal quale risulti che, anche in prospettiva, vi sono risorse sufficienti per pagare i creditori ⁽¹³⁾. Tale piano di riparto periodico, la cui funzione è di vitale importanza per il funzionamento del mercato finanziario, è ovviamente il bilancio d'esercizio.

Il bilancio d'esercizio viene redatto da amministratori nominati dai soci e che agiscono nel loro interesse, ed è quindi uno strumento formidabile nelle loro mani. Sulla base del bilancio i soci hanno infatti il potere di destinare a se stessi, mediante dividendi o altre forme di distribuzione (acquisti di azioni proprie, riduzione del capitale, etc.), risorse dell'impresa quando ancora i creditori non sono stati pagati. Il bilancio è, in sostanza, lo strumento di una *potenziale* inversione, a danno dei creditori, dell'ordine di priorità nella remunerazione e nella restituzione del capitale.

E' anche in considerazione di questo che la legge impone che, nella redazione del bilancio, il patrimonio venga valutato in modo prudente, sulla base di criteri normalmente inderogabili, e prevede per la redazione di bilanci infedeli sanzioni che sono, o dovrebbero essere, particolarmente severe ⁽¹⁴⁾. Se, una volta osservati tali criteri, risulta che i creditori *possono* essere integralmente

riforma del diritto societario, a cura di Alpa e altri. Né questa corrispondenza è scalfita dalla possibilità, recentemente ampliata (art. 2351²), di emettere azioni senza diritto di voto: esse si basano infatti sul consenso prestato dal finanziatore che le sottoscrive o le acquista. Non si può invece presumere che i creditori abbiano accettato la posizione di azionisti (senza voto): al contrario, è certo che essi *non l'hanno* accettata.

⁽¹³⁾ Infatti, mentre per le attività che sono programmate per esaurirsi in un determinato periodo (ad esempio, la costruzione di uno specifico complesso immobiliare) sarebbe teoricamente possibile attendere la liquidazione del patrimonio e distribuirne il ricavato secondo l'ordine di priorità (prima i creditori secondo i rispettivi gradi e poi soci), ciò non è possibile per le attività che, come è normale, durano per un tempo potenzialmente indefinito (ad esempio, l'attività di produzione di automobili). In tal caso occorrerebbe infatti liquidare periodicamente il patrimonio e ricominciare di nuovo l'attività, magari con un nuovo soggetto giuridico, cosa evidentemente costosissima, rischiosa (per gli stessi creditori) ed inefficiente. E' anzi ipotizzabile che il bilancio d'esercizio, all'epoca delle prime grandi imprese in forma societaria, sia stato introdotto (anche) come mezzo per consentire una remunerazione periodica dei piccoli azionisti, remunerazione che essi reclamavano sentendosi discriminati rispetto ai creditori percettori di un interesse (ringrazio Vittorio Santoro di questo utilissimo riferimento).

⁽¹⁴⁾ Su questo punto la normativa italiana si è recentemente mossa in netta ed inopportuna controtendenza (d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61, che ha riformato gli artt. 2621 ss. c.c.) rispetto ad un panorama internazionale in cui, in conseguenza di frodi che hanno arrecato gravi danni ad investitori e creditori, le sanzioni per la redazione di bilanci infedeli sono state irrigidite (ed il noto Sarbanes-Oxley Act statunitense del 2002 è l'esempio più rilevante di tale tendenza). I gravissimi scandali finanziari esplosi nel 2003 (quello che ha fatto emergere l'insolvenza del gruppo Parmalat *in primis*) dovrebbero verosimilmente provocare il ritorno ad una maggiore severità.

pagati, la legge consente la distribuzione ai soci dell'eventuale *surplus*. Proprio questo grande potere ha indotto alcuni a ritenere implicito, o a richiederne l'introduzione per legge, un ulteriore requisito perché i dividendi possano essere pagati: che la società, dopo il pagamento, resti solvibile (c.d. *solvency test*) ⁽¹⁵⁾.

La legge dà quindi grande fiducia (se così si può dire) e grandi poteri ai soci, non sul presupposto che essi siano "proprietari" dell'impresa, ma sul presupposto che essi, e non i creditori, abbiano tutto da guadagnare e da perdere, rispettivamente, da una buona e da una cattiva gestione, essendo i diritti dei creditori pienamente salvaguardati. E' questo, pertanto, il modello di controllo dell'impresa solvibile, al quale fanno riferimento il codice civile e le norme in materia di mercato finanziario.

3. "Proprietà" e "controllo" dell'impresa "in crisi".- Se dunque in condizioni di normale esercizio è del tutto giustificato che i creditori siano estranei al controllo sull'impresa, esiste invece un serio problema circa il controllo dell'impresa quando essa *non sia* in condizioni di normale esercizio e l'adempimento dei debiti sia in pericolo: un problema cioè di controllo dell'impresa "in crisi" ⁽¹⁶⁾.

Ipotizziamo che, per effetto di perdite d'esercizio, il "cuscinetto" di capitale di rischio esistente al momento dell'erogazione del credito sia andato successivamente perduto. Si presenta a questo stadio della vita dell'impresa quella struttura finanziaria interamente fatta di debito che all'inizio sarebbe stata

⁽¹⁵⁾ Occorre tuttavia precisare che, mentre quanto detto nel testo è valido per i paesi europei, basati sul capitale sociale (anche in ossequio alla direttiva 77/91/EEC, seconda direttiva comunitaria in materia di società), lo è solo in parte per quelli americani. Le condizioni che legittimano la distribuzione dei dividendi sono infatti significativamente diverse nei due sistemi: mentre nei sistemi "europei" è necessaria *l'esistenza di un surplus di bilancio*, nei sistemi nordamericani, che prescindono totalmente dal capitale sociale, condizione necessaria e sufficiente è che la società rimanga solvibile dopo il pagamento dei dividendi. Agli amministratori, nominati dai soci, compete così (non l'accertamento del surplus di bilancio, ma) l'accertamento della solvibilità della società.

L'adozione del c.d. *solvency test* in luogo di quello del capitale sociale è stata raccomandata in sede comunitaria dal rapporto del "Gruppo di esperti di diritto societario", il quale ha notato come le regole sul capitale sociale possano precludere la distribuzione di dividendi a società solvibili e consentirla a società insolventi o comunque con un attivo inferiore al passivo (*"High Level Group of Company Law Experts - A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe"*, 4 novembre 2002, Cap. IV, par. 4, p. 86 ss.). La Commissione ha tuttavia giudicato prematura una modifica così radicale (si veda la Comunicazione della Commissione al Consiglio 21 maggio 2003, *"Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union: A Plan to Move Forward"*, par. 3.2, p. 17 ss.).

⁽¹⁶⁾ In questa sede è giocoforza omettere l'esame di che cosa significhi "in crisi", che richiederebbe una lunga trattazione, senza attinenza con il nostro argomento. Ai fini di cui nel testo è sufficiente considerare "in crisi" l'impresa che non paghi i suoi creditori alle scadenze pattuite, cioè che sia insolvente nel senso dell'art. 5 l. fall.

inaccettabile per i creditori ⁽¹⁷⁾. Tuttavia, mentre all'inizio il finanziatore aveva la scelta se far credito o meno, ora egli è "prigioniero" del debitore: è ormai il creditore che fornisce il vero capitale di rischio, ma è ancora il debitore che prende le decisioni circa l'impresa e che può con il suo comportamento aggravare la situazione. Né d'altro canto la corsa dei creditori al recupero forzato del loro credito è in grado di eliminare il problema: essa, al contrario, lo aggrava, poiché come vedremo rischia di distruggere proprio i valori su cui i creditori potevano fare affidamento (il valore d'avviamento *in primis*).

La situazione richiede un intervento proprio perché, quando si trova in questa condizione, il debitore ha un forte incentivo economico ad investire in progetti ad altissimo rischio, poiché se il risultato sarà positivo sarà lui a goderne i benefici, mentre se il risultato sarà negativo le perdite ricadranno sui creditori. Lo stesso incentivo hanno gli amministratori di una società insolvente, se perseguono senza scrupoli l'interesse dei soci (e non hanno prestato garanzia per i debiti sociali) ⁽¹⁸⁾.

E' proprio per questo che, in caso di pericolo per i creditori, la legge fa sorgere specifici "doveri di protezione" in capo al debitore e, in caso di imprenditore in forma societaria, in capo agli amministratori. Ed infatti:

(a) l'imprenditore che abbia aggravato il proprio dissesto con spese personali eccessive o consumando "una notevole parte del proprio patrimonio in operazioni di pura sorte o gravemente imprudenti" incorre, in caso di successivo fallimento, nel reato di bancarotta semplice, nonché nel più grave reato di bancarotta fraudolenta se distrae o sottrae attività ai creditori (rispettivamente, art. 217 e art. 216 l. fall.). In molti ordinamenti (ma non in quello italiano) è

⁽¹⁷⁾ O. HART, J. Moore, *Default and renegotiation: a dynamic model of debt*, NBER Working Paper 5907 (1997): il default rende i creditori *residual claimants*.

⁽¹⁸⁾ La cosa è intuitiva e, appunto, trova un temperamento per l'ipotesi in cui gli amministratori abbiano prestato garanzia, situazione che dal loro punto di vista equivale a quella in cui il capitale di rischio *non sia* interamente perduto. La letteratura anglosassone aggiunge, fra le condotte pregiudizievoli per i creditori, anche la distribuzione di *liquidating dividends*, ovverosia la distribuzione pura e semplice ai soci della ricchezza residua della società insolvente (S.A. ROSS - SS RINESTERFIELD - STERFIAFFE, *Corporate Finance*, VI ed., McGraw-Hill, Boston-Londra, 2001, p. 458). Tale condotta integra ovviamente gli estremi dell'art. 2627 (illegale ripartizione di utili o riserve) e della bancarotta fraudolenta, per il tramite dell'art. 223², n. 1, l. fall., in caso di successivo fallimento della società. Per uno studio empirico che mostra come nel periodo precedente all'apertura di una procedura di insolvenza non siano infrequenti pagamenti di dividendi eccessivi e altri comportamenti pregiudizievoli per i creditori, si veda K.H. DAIGLE, M.T. MALONEY, *Residual Claims in Bankruptcy: An Agency Theory Explanation*, in *Journal of Law & Economics*, 1994 (37), p. 157 ss., ivi alle pp. 182-187. Si veda anche B.R. CHEFFINS, *Company Law: Theory, Structure and Operation*, Oxford University Press, Oxford, 1997, p. 75 ss. Ritengono che l'interesse dei managers ad una buona reputazione costituisca un rilevante fattore di mitigazione del rischio di comportamento opportunistico a danno dei creditori, anche nella situazione di insolvenza, L. ENRIQUES – J.R. MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, 2001 (86), 1165, ivi alla p. 1171.

previsto un obbligo specifico di ricorrere all'autorità giudiziaria attivando una procedura d'insolvenza ⁽¹⁹⁾;

(b) gli amministratori di società, oltre ad essere potenzialmente responsabili degli stessi reati sopra descritti (artt. 224 e 223 l. fall.), al sorgere del rischio di insolvenza divengono soggetti ad obblighi *nuovi ed ulteriori* rispetto a quelli cui sono normalmente soggetti: la legge li rende infatti civilmente responsabili del danno arrecato ai creditori per effetto di una gestione che, nel nuovo contesto, non tenga conto anche degli interessi dei creditori.

Le tecniche con cui questo secondo risultato, di fondamentale importanza, viene raggiunto differiscono significativamente nei vari ordinamenti:

(b1) possono essere previste specifiche norme di tutela dei creditori al sorgere dell'insolvenza, quali le Sec. 213 e 214 dell'*Insolvency Act* inglese del 1986, rispettivamente in materia di *fraudulent trading* (cioè continuazione dell'attività con lo scopo di arrecare danno ai creditori) e *wrongful trading* (continuazione dell'attività quando l'amministratore sapeva o avrebbe dovuto sapere che non vi era alcuna ragionevole possibilità che la società evitasse una procedura di insolvenza) ⁽²⁰⁾;

⁽¹⁹⁾ R. KRAAKMAN, P. DAVIES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law*, cit. (nota 3), p. 73. In Italia tale obbligo è previsto, ma in modo indiretto ed incompleto, dall'art. 217, n. 4, l. fall. che sanziona l'imprenditore che "ha aggravato il proprio dissesto, astenendosi dal richiedere la dichiarazione del proprio fallimento" (la norma è estesa agli amministratori di società dall'art. 224 l. fall.).

⁽²⁰⁾ L'insufficienza del patrimonio, come accertata nell'ambito della procedura concorsuale, è elevata ad unica condizione della responsabilità, che – seppure non esplicitamente (L. SEALY, D. MILMAN, *Annotated Guide to the Insolvency Legislation*, VII ed., Sweet & Maxwell, 2004, p. 224 ss. e A. WALTERS, *Wrongful Trading: Two Recent Cases*, in *Insolvency Lawyer*, 2001, p. 211 ss.) – copre il danno arrecato ai creditori dalla continuazione dell'attività. Sul concetto di responsabilità per *wrongful trading* come responsabilità che sorge (come credito della massa) per effetto dell'apertura della procedura di insolvenza, senza essere collegata a preesistenti doveri degli amministratori ma pur sempre in coerenza con gli interessi degli stessi azionisti, si veda R.J. MOKAL, *An Agency Cost Analysis of the Wrongful Trading Provisions: Redistribution, Perverse Incentives and the Creditors' Bargain*, in *Cambridge Law Journal*, 2000 (59), 335 ss.

Ad un risultato analogo giungono gli artt. 64 del GmbHGesetz e 92 dell'AktienGesetz, i quali impongono agli amministratori di adire l'autorità giudiziaria, pena la loro responsabilità personale, decorsi 21 giorni dal momento in cui la società diviene insolvente. Le differenze attengono al momento in cui scatta la responsabilità: nel sistema inglese nel momento in cui la società, a prescindere dallo stato di insolvenza (che può esservi o meno), non ha alcuna ragionevole possibilità di evitare una procedura concorsuale, nel sistema tedesco 21 giorni dopo che la società è insolvente. Quindi tale responsabilità scatta *prima nel sistema inglese*, se la società, pur non essendo ancora insolvente, non abbia alcuna prospettiva di evitare una procedura d'insolvenza, e *prima nel sistema tedesco* se la società è insolvente ma gli amministratori cercano di risolvere la crisi con tentativi stragiudiziali che, ancorché non irragionevoli, si prolunghino oltre i 21 giorni. Nel noto caso *Continental Assurance Co of London Plc* (27 aprile 2001), ad esempio, amministratori che avevano continuato l'attività per circa cinque mesi dopo il momento in cui la società, secondo il curatore, era divenuta insolvente, sono stati assolti anche se la società è poi caduta in procedura di insolvenza (*creditors' voluntary*

(b2) possono esservi previsioni che, come nel nostro ordinamento, producono indirettamente un effetto analogo: si vedano al riguardo gli artt. 2394 (in materia di responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi inerenti la conservazione del patrimonio sociale, in caso di insufficienza di questo), 2485 (in materia di responsabilità degli amministratori per omissione di adempimenti conseguenti al verificarsi di una causa di scioglimento) e 2486² c.c. (in materia di responsabilità degli amministratori per una gestione "non conservativa" del patrimonio sociale dopo lo scioglimento della società) ⁽²¹⁾;

(b3) il principio può infine essere affermato, sulla base dei principi generali, da semplici decisioni giurisprudenziali, che risolvono casi in cui è in discussione l'operato degli amministratori nella fase "crepuscolare", quando l'insolvenza non è ancora emersa ma incombe come prospettiva concreta della loro gestione, la quale dunque non può più svolgersi nell'interesse esclusivo dei soci ⁽²²⁾.

liquidation), in quanto i tentativi da loro fatti di vendere l'azienda in attività non erano irragionevoli. In Germania lo stesso caso avrebbe probabilmente avuto un esito opposto. D'altra parte amministratori di una società tedesca, a differenza di quelli di una società inglese, potrebbero andare esenti da responsabilità se la società, pur essendo in una situazione di pre-insolvenza (perché continua a pagare i creditori in scadenza vendendo cespiti), non fosse ancora tecnicamente insolvente (nel senso di cui agli artt. 17 e 19, che prevedono sia l'insolvenza come incapacità di adempiere alle obbligazioni in scadenza, sia l'insolvenza come sbilancio patrimoniale cioè eccedenza di passivo sull'attivo).

⁽²¹⁾ Ancorché il primo ed il secondo contemplino la violazione di specifici obblighi ed il terzo contempli la violazione dell'obbligo di conservare il patrimonio in vista della nomina dei liquidatori, il risultato cui si giunge è che gli amministratori, quando il patrimonio sia insufficiente e l'attività sia proseguita, rispondono delle perdite arretrate (risultato cui si giungeva anche prima della riforma secondo una corretta interpretazione dell'allora vigente art. 2449 c.c., che vietava agli amministratori il compimento di "nuove operazioni", rendendoli responsabili anche verso la società e i creditori delle perdite che ne fossero derivate). Resta tuttavia aperto ancora oggi il problema della mancanza di rilevanza dell'insolvenza cui non si accompagni *anche* una perdita del capitale sociale: si tratta di problema che forse si porrà raramente, poiché all'insolvenza normalmente si accompagnano gravi perdite d'esercizio suscettibili di intaccare il capitale, ma come si vede l'equivalenza con il sistema precedentemente descritto non è perfetta. Una responsabilità di questo tipo può derivare ai sensi dei principi generali in materia di illecito (art. 2043 e art. 2395 c.c.), in quanto il ritardo nella richiesta del fallimento della società amministrata costituisce una condotta illecita (in quanto penalmente sanzionata dall'art. 217, n. 4, e 224 l. fall.), e dunque il danno da essa prodotto è risarcibile in capo ai creditori che l'hanno sofferto. Proprio per questo l'adozione di una regola di responsabilità degli amministratori per la continuazione dell'attività in stato di insolvenza, secondo uno dei modelli descritti nella precedente nota, appare opportuna, mentre si è mancata l'occasione di introdurla con la riforma societaria attuata con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.

⁽²²⁾ Si veda il noto caso *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communication Inc.*, Del. Ch. C.A. No. 12150, 1991 W.L. 277613 (Del. Ch. 1991), in cui si è affermato, sia pure incidentalmente, che, quando la società è prossima all'insolvenza, il consiglio di amministrazione deve fare gli interessi "dell'impresa nel suo

Il punto di arrivo è tuttavia chiaro, ed è che, quando la società è insolvente, il cordone ombelicale che lega gli amministratori agli azionisti deve essere reciso ⁽²³⁾.

La tutela dei creditori non può tuttavia limitarsi a questo: se le norme penali e le azioni di responsabilità costituiscono un deterrente e, soprattutto, un ristoro *ex post*, non è pensabile che i creditori debbano accontentarsi del fatto che gli stessi amministratori, nominati dagli azionisti e spesso a questi strettamente legati, “cambino cappello” e divengano ora i gestori dell’impresa nell’interesse dei creditori: le norme societarie restano infatti operanti, e la nomina e la revoca degli amministratori sono pur sempre affidate ai soci ⁽²⁴⁾. L’insufficienza della tutela è ancora più evidente quando non vi è alcuna scissione fra proprietà e controllo, come nel caso dell’imprenditore-persona fisica o della società di persone. Occorre dunque che la legge intervenga.

Una soluzione, la più semplice, sarebbe quella di impedire l’ulteriore prosecuzione dell’impresa. Il patrimonio e la situazione debitoria si cristallizzerebbero, e i creditori potrebbero spartirsi ciò che è rimasto nel patrimonio del debitore. Questa soluzione, date le premesse da cui siamo partiti,

complesso” (“*At least where a corporation is operating in the vicinity of insolvency, a board of directors is not merely the agent for the residual risk bearers, but owes a duty to the corporate enterprise*”): è il lo stesso risultato cui giungono altri ordinamenti, seppure su basi diverse. In questo senso, A. CHAVER, J.M. FRIED, *Managers' Fiduciary Duty upon the Firm's Insolvency: Accounting for Performance Creditors*, in *Vanderbilt Law Review*, 2002 (55), 1813 ss., ivi alla nota 4 (ove citazioni) e testo corrispondente.

Il concetto secondo cui i doveri degli amministratori mutano in caso di crisi della società è stato criticato da una recente decisione della Corte suprema del Canada (*Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise*, del 29 ottobre 2004, disponibile all’indirizzo <http://www.lexum.umontreal.ca/csc-scc/en/rec/html/2004scc068.wpd.html>). Secondo tale decisione i doveri degli amministratori non mutano affatto in tale contesto, e sono sempre quelli di massimizzare il valore del patrimonio sociale, doveri di cui secondo la legge canadese ogni creditore può chiedere il rispetto in giudizio sulla base della normativa societaria con un *oppression remedy* in base alla Sec. 241(2)(c) del Canada Business Corporations Act del 1985. Al di là del fatto che il linguaggio usato dalla corte non brilla per chiarezza, appare evidente che essa ha inteso comunque affermare l’esistenza di un generico diritto dei creditori ad attivarsi per la tutela dei propri diritti quando la solvibilità della società sia in pericolo, la qual cosa è coerente con quanto detto nel testo (“*The fact that creditors' interests increase in relevancy as a corporation's finances deteriorate is apt to be relevant to, inter alia, the exercise of discretion by a court in granting standing to a party as a "complainant" under s. 238(d) of the CBCA as a "proper person" to bring a derivative action in the name of the corporation under ss. 239 and 240 of the CBCA, or to bring an oppression remedy claim under s. 241 of the CBCA*”).

⁽²³⁾ L’adozione di una regola europea in materia di *wrongful trading* è stata raccomandata dal “*High Level Group of Company Law Experts - A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*”, 4 novembre 2002, Cap. III, par. 4.4, p. 68 ss.

⁽²⁴⁾ Così, correttamente, J. ARMOUR, R.J. MOKAL, *Reforming the Governance of Corporate Rescue: The Enterprise Act 2002*, dattiloscritto 17 ottobre 2003, p. 8.

potrebbe tuttavia essere molto penalizzante per i creditori ⁽²⁵⁾. Identico risultato avrebbe lasciato liberi i singoli creditori di recuperare quanto loro spettante: le loro azioni cautelari o esecutive avrebbero lo stesso effetto distruttivo per i valori dell'impresa ⁽²⁶⁾.

4. *Imprenditore insolvente e impresa da cessare: un'equazione sbagliata.*

Il valore dell'impresa intesa come entità produttiva suscettibile di valutazione, da non confondersi con il patrimonio del soggetto imprenditore, dipende dalla sua capacità di produrre *più ricchezza di quella che essa impiega*. Essa ha quindi lo stesso valore quale che sia la struttura finanziaria del soggetto imprenditore. Così un'impresa, intesa appunto come complesso produttivo, può valere gli stessi 100 euro sia che l'imprenditore non abbia debiti, sia che abbia debiti pari a 200 euro ⁽²⁷⁾.

Sorge tuttavia spontanea una domanda: come è possibile che l'impresa abbia un valore positivo se l'imprenditore è in crisi? Le cause di questa apparente contraddizione possono essere molte.

Innanzitutto l'imprenditore può essere in crisi a causa di debiti e scelte che non attengono alla sua impresa (ad esempio, perché perde al gioco). Si tratta di spiegazione corretta, ma alquanto ingenua e comunque valida solo per gli imprenditori persone fisiche, che ormai sono una parte minoritaria della vita economica, ancorché non trascurabile ⁽²⁸⁾. Altre spiegazioni sono molto più rilevanti ⁽²⁹⁾.

In primo luogo, l'impresa può avere un valore positivo, che tuttavia è inferiore a quello che ci si aspettava quando fu effettuato l'investimento. Se ad esempio l'impresa ha richiesto investimenti, non recuperabili, per 1.000.000 di euro, e fornisce a regime un M.O.L. pari a 20.000 euro (cioè un rendimento

⁽²⁵⁾ A. JORIO, *Le crisi d'impresa. Il fallimento*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 7, il quale sottolinea come "la conservazione dell'unità aziendale durante la procedura può a volte costituire uno strumento per il più proficuo realizzo dell'attivo".

⁽²⁶⁾ T.H. JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, Cambridge, Mass. - Londra, 1986, secondo il quale scopo principale della normativa sull'insolvenza è quello di impedire una distruttiva corsa ai beni del debitore.

⁽²⁷⁾ Per semplicità non vengono presi in considerazioni eventuali altri cespiti patrimoniali dell'imprenditore, in quanto ciò complicherebbe l'esposizione senza apportare alcun beneficio concettuale. Quella descritta nel testo è la situazione tipica del patrimonio di società, privo – almeno di regola – di elementi estranei all'attività d'impresa.

⁽²⁸⁾ E sul punto della rilevanza delle imprese individuali rinvio ai dati contenuti in M. BELCREDI, S. MICOSSI, *Diritto societario, corporate governance e autodisciplina: il dibattito in Italia*, in *Economia italiana*, 2001, p. 105 ss.

⁽²⁹⁾ Pur essendo di drammatica attualità dopo il caso Parmalat (esploso nel dicembre 2003), è marginale l'ipotesi dell'impresa che, per effetto di reiterate distrazioni e di occultamenti circa la sua reale situazione, si trovi ad essere insolvente per l'improvviso (e dunque non rimediabile con azioni di contrasto, che richiedono tempo) emergere della verità.

annuo pari al 2 per cento del capitale investito, chiaramente inferiore al costo del debito), è verosimile che essa sia in crisi; ciò non implica tuttavia che essa abbia un valore pari a zero. Essa, in poche parole, è costata *troppo*, ma ha *comunque* un valore positivo che è nell'interesse dei creditori conservare ⁽³⁰⁾. Caso del tutto simile, e forse anche più frequente, è quello in cui l'impresa è oberata dal fardello finanziario dovuto a investimenti errati (ad esempio, tentativi di espansione o di diversificazione non andati a buon fine), che hanno lasciato la società con gli stessi margini di guadagno, ma con molti più debiti ⁽³¹⁾.

In secondo luogo, l'impresa può perdere oggi per effetto di scelte imprenditoriali sbagliate, ma può essere suscettibile di tornare a produrre valore grazie a dismissioni di cespiti non strategici, cambi di strategie, etc., cioè mediante quello che in gergo aziendalista si definisce "*turnaround*" ⁽³²⁾. E' ovvio che, se si intravede la possibilità che l'impresa oggi in crisi "ritorni al valore", la sua valutazione terrà conto di questa possibilità. Le valutazioni sono per loro natura prospettiche, ed è nell'interesse dei creditori il recupero di un'impresa che oggi perde e che domani può tornare a produrre.

In terzo luogo, la crisi può essere dovuta a scelte finanziarie sbagliate. Ad esempio, vi sono settori di mercato (quali quelli ad alta tecnologia) nei quali possono occorrere anni di investimenti prima che si produca un risultato utile. Un buon imprenditore dovrebbe programmare i flussi finanziari in modo da assicurarsi la possibilità di "gettare un ponte" fra monetizzazione dei costi e dei ricavi, ma il fatto che sia stata fatta una scorretta programmazione non implica che l'impresa sia priva di valore e che dunque i creditori non abbiano interesse a farne proseguire l'attività ⁽³³⁾.

⁽³⁰⁾ L'ipotesi regge sia che si tratti di investimenti non recuperabili (ad esempio, spese di pubblicità, macchinari non suscettibili di utilizzazione alternativa, etc.), sia che il loro recupero abbia un valore inferiore a quello dell'impresa in esercizio. Se nell'esempio del testo l'impresa valesse circa 200.000 euro (10 volte il M.O.L.), la vendita disaggregata non sarebbe conveniente ogniqualvolta il corrispettivo atteso fosse inferiore a quella cifra.

⁽³¹⁾ E' l'esempio di scuola riportato in D. BAIRD, *The Elements of Bankruptcy*, III ed., The Foundation Press, Westbury NY, 2001, p. 63. La notissima Polaroid Corp. si trovò in seria crisi nell'estate del 2001 anche a causa del debito accumulato per aver perseguito senza successo un tentativo di espansione nel campo delle immagini ad uso medico ("*Polaroid Explores Restructuring of Debt*", in *The Wall Street Journal*, 11 luglio 2001, p. A3). Ciò non significa che tutte le sue attività fossero prive di valore.

⁽³²⁾ Si veda il bel lavoro di L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, EGEA, 1995, con, in appendice, l'illustrazione della crisi e del risanamento del gruppo Rizzoli negli anni 1982-1984.

⁽³³⁾ Michael Dell, giovanissimo fondatore della Dell Computer Corporation (da anni fra i primi produttori di personal computer del mondo), racconta che nel 1993 la società fu prossima all'insolvenza proprio nel momento di maggiore espansione dell'attività, con riserve di liquidità sufficienti per circa due giorni (R.C. HIGGINS, *Analysis for Financial Management*,⁵ Irwin McGraw-Hill, Boston, 1998, p. 120). Vittima illustre di un'errata pianificazione finanziaria fu Gutenberg: colui che gli aveva prestato 1600 fiorini per sviluppare l'invenzione ne richiese la restituzione con gli interessi, e Gutenberg,

Infine, il patrimonio dell'imprenditore può essere composto di aziende (o rami d'azienda) che creano ricchezza e aziende (o rami d'azienda) che la distruggono e che non sono ristrutturabili. Le seconde possono aver prodotto le perdite che rischiano di affossare le prime, ed è evidentemente nell'interesse dei creditori separare il buono dal cattivo.

L'esistenza di una crisi, dunque, non è certo un segno di salute dell'impresa, ma non è nemmeno un segnale inequivocabile della opportunità di cessare l'impresa. Altrettanto sbagliato sarebbe, tuttavia, affermare che l'impresa in crisi deve *sempre* essere salvata: esistono imprese non ristrutturabili se non con costi che eccedono i benefici, esistono interi settori in declino a causa dell'emergere di tecnologie alternative o del mutamento di preferenze dei consumatori, e così via. L'accanimento terapeutico verso l'impresa in crisi, sperimentato ad esempio dal legislatore francese dal 1985 fino alla correzione di rotta del 1994, può avere effetti devastanti per gli interessi dei creditori ⁽³⁴⁾.

L'insorgere della crisi richiede dunque una scelta circa il destino dell'impresa. Ai creditori conviene una procedura concorsuale flessibile, che non contenga automatismi né in un senso né nell'altro, e che consenta una valutazione e una scelta operate sulla base di elementi concreti. Come ciò si traduca nella disciplina delle nostre procedure d'insolvenza è altra questione, che tuttavia esula dall'argomento di cui qui ci occupiamo ⁽³⁵⁾.

5. *Le procedure d'insolvenza come strumenti per il trasferimento del controllo sul patrimonio dell'insolvente in capo ai creditori.*- E' ora giunto il momento di avvalersi della importante distinzione concettuale fra valore dell'impresa e valore del patrimonio dell'imprenditore. Qualora l'impresa valga 100 e il patrimonio dell'imprenditore sia gravato da debiti che ne assorbono (o ne superano in negativo) il valore, l'imprenditore non ha più alcun interesse a proseguire la gestione (salvo che, come abbiamo visto, per tentare un colpo di fortuna a spese dei creditori), poiché egli, comunque vada, non potrà più appropriarsi dei risultati positivi dell'attività, destinati a finire nelle tasche dei creditori. Quindi è possibile che un'impresa che ha un valore positivo tuttavia interamente assorbito dalla massa debitoria sia lasciata morire dall'imprenditore

impossibilitato a restituire la somma, perse l'officina e il principale collaboratore, che passò alle dipendenze del suo creditore. Fu quest'ultimo, Johann Fust, e non Gutenberg, a diffondere la stampa e ad acquisire notorietà fra i contemporanei.

⁽³⁴⁾ Cfr. M.J. CAMPANA, *Le droit français des entreprises en difficulté*, in D. MASCIANDARO e F. RIOLO (a cura di), *Crisi d'impresa e risanamento. Terzo rapporto sul sistema finanziario italiano*, Edibank, Milano, 1997, p. 335 ss.; A. JORIO, *La nuova legge francese sull'insolvenza: «ça ira, ça ira, ça ira, les créanciers on les pendra!»*, in *Giur. comm.*, 1986, I, p. 625 ss.

⁽³⁵⁾ E mi permetto di rinviare a L. STANGHELLINI, *Le procedure di insolvenza*, di prossima pubblicazione con Il Mulino, Bologna.

o dagli azionisti, con una decisione *lecita* e, per loro, *del tutto razionale*, ma che distrugge ricchezza ⁽³⁶⁾.

I creditori *hanno* invece, in tal caso, un interesse alla prosecuzione dell'attività, poiché solo mediante l'ulteriore gestione dell'impresa essi possono realizzare (in forme che vedremo nel corso del lavoro) il suo valore, recuperando (nel rispetto delle cause legittime di prelazione) almeno parte del loro credito. La cessazione dell'impresa, dunque, non è una soluzione che necessariamente risponde all'interesse dei creditori. D'altro canto, nessuno strumento sostitutivo ordinariamente fornito dalla legge – quale ad esempio l'azione surrogatoria ex art. 2900 c.c., palesemente inadatta al caso del debitore che trascuri di ben gestire un'impresa – consente loro di evitare che il debitore distrugga la ricchezza su cui essi potrebbero soddisfarsi.

Emerge quindi con chiarezza uno degli importanti obiettivi delle procedure d'insolvenza: trasferire il controllo dell'impresa in crisi da un soggetto che ha ormai un sistema di incentivi distorto e inefficiente (il vecchio imprenditore, gli amministratori espressione dei soci) alla categoria di soggetti che ormai suo malgrado fornisce il capitale di rischio: i creditori. La procedura concorsuale fa sì che i creditori, divenuti "investitori di capitale di rischio senza diritti" per effetto delle perdite, assumano il controllo dell'impresa in crisi: *essa produce coattivamente questo trasferimento e crea una "organizzazione" attraverso la quale i creditori-controllanti possono esercitare i poteri che spettano agli investitori*. Si ricompone così la necessaria corrispondenza fra rischio d'impresa e potere di gestione ⁽³⁷⁾, corrispondenza di cui – se ve ne fosse bisogno – è una conferma la nuova disciplina dei "finanziamenti" dei soci nella s.r.l., di cui all'art. 2467 c.c. (richiamato dall'art. 2497-*quinquies* c.c. per l'ipotesi dei finanziamenti

⁽³⁶⁾ Il fatto che, quando la società ha un patrimonio netto negativo, i soci non sopportino le perdite e percepiscano gli utili solo se la società guadagna in misura sufficiente ad azzerare il deficit produce dunque due opposte distorsioni: l'assunzione di rischi eccessivi oppure il suo esatto contrario, cioè la non effettuazione di investimenti profittevoli. Si veda la descrizione in S.A. ROSS - SS LLIESTERFIELD - STERFIAFFE, *Corporate Finance*, cit. (nota 18), p. 456-458.

⁽³⁷⁾ Diversamente orientato, invece, D. GALLETI, *Le esternalità dell'insolvenza correlate alla struttura di rete ed il fondamento del trattamento concorsuale*, intervento al convegno di Trento su "Crisi e concorsualità nei distretti industriali e nelle reti d'impresa", 5-6 dicembre 2003, secondo cui, dato che i creditori non internalizzano tutta la perdita relativa ad una decisione se continuare o liquidare, "la ragione per cui l'ordinamento interviene nell'insolvenza dell'impresa non [deve] necessariamente risiedere nella messa in pericolo degli interessi dei creditori, i quali possono anche essere assoggettati ad un trattamento giuridico che non li collochi esplicitamente al centro della tutela".

Per una ricostruzione dei nessi esistenti fra rischio d'impresa e potere di gestione si vedano, in materia di società personali, F. DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, Giuffrè, 1973, F. VASSALLI, *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione*, Milano, Giuffrè, 1973, e A. NIGRO, *Il fallimento del socio illimitatamente responsabile*, Milano, Giuffrè, 1974.

nel gruppo), che degrada (quasi) al rango di capitale di rischio i finanziamenti erogati da chi è in grado di esercitare un potere sulla società ⁽³⁸⁾.

Il trasferimento del controllo dal debitore ai creditori non risolve però tutti i problemi. Esso necessita di *strutture* che organizzino il controllo in capo ai creditori, e di *regole* che diano un quadro normativo certo alle forme ed agli obiettivi con cui questo controllo deve essere esercitato.

6. *I creditori: un gruppo senza regole alla ricerca della soluzione più efficiente.*- Se dunque è corretto trasferire ai creditori il potere di decidere la sorte dell'impresa in crisi, restano del tutto incerti sia il contenuto delle loro decisioni, sia le modalità con cui essi devono adottarle. Qual è l'obiettivo dei creditori rispetto all'impresa in crisi? Possono crearsi conflitti all'interno della loro categoria? Come si risolvono tali conflitti, visto che non esiste un'organizzazione "assembleare" precostituita?

I creditori – *presi come gruppo e non come singoli* - hanno senz'altro un obiettivo comune: la massima valorizzazione del patrimonio del loro comune debitore, in qualunque modo essa possa essere attuata e fino al limite dell'importo complessivo dei loro crediti. Così, se l'impresa produce ricchezza, o comunque ha un valore positivo (anche nella prospettiva di una ristrutturazione, come sopra si è visto), è nell'interesse del gruppo dei creditori (non necessariamente dei singoli creditori) ⁽³⁹⁾ continuarne l'esercizio; se invece essa distrugge ricchezza e non è suscettibile di tornare a produrne, è nel loro interesse cessarla. Quanto al patrimonio in genere, essi hanno interesse a che ciascun cespite sia valorizzato nel modo migliore possibile: i crediti dovrebbero essere monetizzati celermente e nella misura massima ottenibile, gli immobili non produttivi dovrebbero essere alienati al migliore acquirente, etc.

Passando dal particolare al generale, si può certamente dire che i creditori hanno interesse a che dal patrimonio del comune debitore sia tratta la

⁽³⁸⁾ Sulla tema dei finanziamenti dei soci, ora disciplinati con norma sintetica ma sistematicamente importante dall'art. 2467 c.c., si veda, per tutti, G.B. PORTALE, *I finanziamenti dei soci nelle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 663 ss.

⁽³⁹⁾ E' infatti noto che i creditori con diritto di prelazione mirano ad una liquidazione celere anche a scapito del massimo realizzo, mentre i creditori chirografari mirano effettivamente al massimo realizzo: un conflitto che notoriamente crea gravissimi problemi fra gruppi di creditori nella gestione delle procedure concorsuali (ne è un esempio rilevante il Chapter 11, le cui lungaggini sono spesso attribuite alla necessità di ottenere il consenso di ciascun gruppo di creditori, nonché degli azionisti). Si tratta di un tema largamente esplorato in dottrina, sul quale rinvio, per un'indicazione delle possibili soluzioni in termini di politica del diritto, a L.A. BEBCHUK, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, in *Harvard Law Review*, 1988 (101), p. 775 ss., e P. AGHION, O. HART, J. MOORE, *Improving Bankruptcy Procedure*, in *Washington University Law Quarterly*, 1994 (72), p. 849 ss.

massima utilità possibile, e che tale interesse, relativamente all'impresa (bene la cui valutazione è complessa e prospettica), si specifica nell'interesse alla continuazione o alla cessazione a seconda che essa valga più come complesso di beni in attività ("going concern") o come complesso di beni disaggregati.

La comunanza di interessi fra i creditori, tuttavia, non è sufficiente a renderli un gruppo coeso e in grado di esercitare efficacemente il controllo: da un lato, infatti, può esservi obiettiva incertezza sulle scelte da compiere, dall'altro lato, come già accennato, all'interno della categoria dei creditori possono coesistere interessi diversi. Così, il creditore garantito da ipoteca capiente è completamente indifferente alla sorte del resto del patrimonio, ed ha unicamente interesse a che l'oggetto della sua garanzia venga celermente liquidato, anche se ciò possa recare danno agli altri creditori. Le regole sulla gestione dell'impresa in crisi non sono inoltre certe in anticipo, come invece sono chiare, ancorché suscettibili di diverse interpretazioni, le regole sulla gestione dei liquidatori della società per azioni ⁽⁴⁰⁾.

In sintesi, i creditori, ancorché accomunati dall'interesse al massimo realizzo, non sono membri di una "associazione" preconstituita e ben funzionante, quali sono invece i soci di una società, anche in liquidazione. Essi sono cioè dei controllanti "deboli".

7. *Le procedure d'insolvenza come strumenti per l'organizzazione del controllo sul patrimonio dell'insolvente in capo ai creditori.*- Le procedure d'insolvenza intervengono esattamente per dare delle risposte al tipo di problema ora descritto. Esse infatti:

(a) creano fra i creditori una comunanza di interessi che prima non esisteva, poiché qualunque creditore poteva aggredire il patrimonio e soddisfarsi interamente anche quando ciò lasciava gli altri parzialmente o totalmente insoddisfatti ed anche quando ciò riduceva l'ammontare complessivo del patrimonio da dividersi (si pensi all'espropriazione forzata di un bene strumentale suscettibile di produrre ricchezza). Il primo effetto di una procedura d'insolvenza, e forse quello che maggiormente la caratterizza rispetto ad altre forme di

⁽⁴⁰⁾ Si veda ora l'art. 2487 c.c., che risolve antichi problemi interpretativi. Sul regime previgente, si veda R. ALESSI, *I liquidatori della società per azioni*, Giappichelli, Torino, 1994, ed in particolare, sui criteri di liquidazione, S. TURELLI, *La gestione dell'impresa nella società per azioni in liquidazione*, ed. provv., Firenze, 2000 (i liquidatori devono scegliere una modalità di gestione che consenta di contemperare la rapidità e la massimizzazione del realizzo). Ben descrive in via generale i parametri di efficienza delle procedure concorsuali F. D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 411 ss., ivi alla p. 412, il quale la individua nel massimo realizzo dell'attivo, nel minor tempo e con i minori costi di procedura.

soddisfazione dei creditori, è infatti il divieto di azioni esecutive individuali ⁽⁴¹⁾, che impedisce azioni individualmente razionali ma collettivamente distruttive ⁽⁴²⁾;

(b) creano fra i creditori un'organizzazione di categoria, prevedendo la nomina di uno o più soggetti che li rappresentano (sia pure con varie funzioni e variamente denominati: commissario giudiziale, curatore, commissario straordinario, commissario liquidatore, comitato dei creditori, comitato di sorveglianza), e prevedendo forme di consultazione diretta e voto su alcune tipologie di decisioni. In questo modo la comunanza fra i creditori, sorta per effetto del divieto di azioni esecutive individuali, viene assistita dalla presenza di uno o più "enti esponenziali";

(c) forniscono un quadro di regole certo – *quanto* completo e soddisfacente negli obiettivi è altra questione, che vedremo a tempo debito – tale da orientare l'operato dei diversi soggetti che intervengono nella gestione del patrimonio del debitore ⁽⁴³⁾. Tali regole disciplinano sia l'operato dello stesso debitore, quando egli mantenga un limitato potere di gestione ⁽⁴⁴⁾, sia quello dell'organo che venga nominato per sostituirlo in tutto o in parte ⁽⁴⁵⁾;

(d) risolvono conflitti fra i vari creditori aventi interessi diversi, ad esempio attribuendo la decisione sulla soluzione concordataria della crisi ai soli creditori chirografari, quando i creditori con prelazione non possano ritenersi pregiudicati (artt. 177 e 127 l. fall, in materia di approvazione, rispettivamente, del concordato preventivo e fallimentare), oppure attribuendo al creditore pignoratizio

⁽⁴¹⁾ Cfr. art. 51, 168 e 188 l. fall., rispettivamente in materia di fallimento, concordato preventivo e amministrazione controllata; norme analoghe valgono per tutte le altre procedure d'insolvenza. La "forza" caratterizzante del divieto di azioni esecutive individuali è tale che proprio dalla sua esistenza si è desunta la natura concorsuale di procedure previste da leggi speciali. La procedura di liquidazione del gruppo EFIM è stata definita "concorsuale" anche e soprattutto a causa dell'effetto di arresto delle azioni esecutive individuali disposto dalla legge 17 febbraio 1993, n. 33 (nonché dai quattro consecutivi decreti-legge che precedettero la legge definitiva): A. GAMBINO, *I gruppi nelle procedure concorsuali minori*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 367 ss.; F. CORSI, *Soppressione dell'EFIM: la sorte delle società controllate*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 657 ss.

⁽⁴²⁾ T.H. JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, cit. (nota 26).

⁽⁴³⁾ La normativa sull'insolvenza viene da taluni descritta come una sorta di ipotetico "contratto" fra il debitore e tutti i suoi creditori, ovvero sia come un quadro di regole che la legge fornisce data l'impossibilità di raggiungere un accordo valido ed efficace per tutti. In questo senso, T.H. JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, cit. (nota 26); A.J. PADILLA, A. REQUEJO, *La "Segunda Oportunidad"*, in A. MAS-COLELL e M. MOTTA (a cura di), *Nuevas fronteras de la Política Económica*, Centre de Recerca de Economia Internacional, Barcellona, 1999, p. 111 ss., ivi alla p. 117.

⁽⁴⁴⁾ Come accade nel concordato preventivo e nell'amministrazione controllata (artt. 167 e 188 l. fall.) e come può accadere nella "prima fase" dell'amministrazione straordinaria, subito dopo la dichiarazione di insolvenza (art. 18 d.lgs. 270/1999).

⁽⁴⁵⁾ Curatore fallimentare, commissario liquidatore, commissario giudiziale nell'amministrazione controllata o nella prima fase dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi, e commissario straordinario: cfr. rispettivamente art. 84 ss., 198 ss. e art. 191 l. fall., nonché art. 19 e art. 40 d.lgs. 270/1999.

il diritto di vendere la cosa data in pegno, salvo il diritto del curatore di riprenderne il possesso pagando il creditore (art. 53 l. fall.).

Ovviamente le forme con le quali vengono attuati il trasferimento del controllo e l'organizzazione della categoria variano nelle diverse procedure d'insolvenza: talvolta le decisioni vengono prese non dai creditori, ma da terzi nell'interesse dei creditori; talaltra le decisioni sono invece prese direttamente da loro. Ad esempio, l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi (d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270) produce un trasferimento quasi totale del controllo ai creditori, ma non ne "organizza" la categoria ⁽⁴⁶⁾; al contrario, l'amministrazione controllata (artt. 189 ss. l. fall.) produce un trasferimento attenuato ma crea un'organizzazione più forte, che contempla anche il voto dei creditori a maggioranza.

8. Il ruolo dell'imprenditore durante le procedure d'insolvenza: un male necessario?- Anche se in caso di crisi il trasferimento del controllo dall'imprenditore ai creditori è necessario, esso incontra una serie di gravi ostacoli. Innanzitutto può non essere affatto chiaro all'esterno *quando* l'impresa sia in crisi: è vero che vi sono segnali che è possibile osservare dall'esterno, ma moltissime volte l'esplosione della crisi coglie tutti (salvo gli interni) di sorpresa ⁽⁴⁷⁾. Se dunque ci si propone l'obiettivo di favorire l'emersione tempestiva della crisi in funzione della predisposizione di rimedi ancora efficaci, è inevitabile offrire al debitore un ruolo nella gestione della crisi. Se infatti l'effetto della sua denuncia è il suo immediato allontanamento, egli sarà indotto a tentare di raddrizzare la situazione da solo, spesso con effetti disastrosi.

In secondo luogo, quando la crisi è emersa, l'impresa, lungi dal poter camminare da sola, richiede per funzionare un patrimonio di conoscenze e di informazioni non sempre agevolmente trasferibile. Tali informazioni possono consistere sia in conoscenze tecniche, sia più semplicemente nel know-how relativo a nominativi e/o relazioni specifiche con clienti e di fornitori, alla situazione del mercato, ai nomi di concorrenti, e così via. Senza queste informazioni spesso l'impresa non è in grado di funzionare, o lo è solo dopo che si è verificato un pericoloso, e talvolta fatale, periodo di vuoto gestionale.

⁽⁴⁶⁾ Manca infatti qualunque riferimento ai poteri dei creditori, la cui presenza si limita ad una partecipazione, per giunta minoritaria, nel comitato di sorveglianza (art. 45 d.lgs. 270/1999).

⁽⁴⁷⁾ E' per questo che molte legislazioni, in nome dell'interesse alla denuncia anticipata della crisi, operano un opportuno "sconto" sulla sua gravità quando a chiedere l'apertura della procedura sia lo stesso debitore. Il Chapter 11, che addirittura non richiede alcun presupposto oggettivo al debitore che chiede la protezione concorsuale dalle azioni dei creditori, è l'esempio più rilevante di tale fenomeno. La situazione descritta nel testo prescinde dai casi, purtroppo di grande attualità, di vero e proprio occultamento doloso della crisi agli stessi organi sociali.

E' spesso l'imprenditore, o il *management* in carica in caso di società, che è in possesso di queste informazioni, e che dovrebbe comunicarle ai creditori che coattivamente gli sottraggono il controllo dell'impresa. Si pone dunque con chiarezza un notissimo e in parte insolubile dilemma: coloro che hanno provocato la crisi, e che dunque sembrerebbe opportuno allontanare dalla gestione dell'impresa, sono purtroppo necessari affinché questa prosegua la sua attività, almeno nelle fasi iniziali ⁽⁴⁸⁾. Non solo: essi devono cooperare ad un'operazione che si risolve nel toglier loro il controllo dell'impresa.

Questa cooperazione fra imprenditore o *managers* da un lato e creditori dall'altro si svolge all'ombra del dubbio e della diffidenza: imprenditore e *managers* possono non essere capaci di gestire correttamente l'impresa durante la procedura concorsuale, dato che l'hanno portata alla crisi; essi possono inoltre non avere sufficienti incentivi a farlo nel migliore dei modi, dato che comunque i risultati positivi non andranno a loro vantaggio ⁽⁴⁹⁾; essi possono infine avere incentivi *diversi* da quello di massimizzare la soddisfazione dei creditori, dato che essi potrebbero utilizzare il tempo in cui ancora gestiscono l'impresa per trasferire informazioni critiche all'esterno (si pensi alle informazioni sulla clientela), in vista di un utilizzo da parte propria o di terzi.

In realtà l'utilità della collaborazione del debitore va persino al di là del caso della gestione dell'impresa in crisi. Anche qualora si proceda alla semplice liquidazione, infatti, il debitore ha spesso migliori informazioni sul valore dei cespiti da dismettere ed è spesso in grado di conoscere (quando non addirittura di influenzare) il mercato dei potenziali acquirenti ⁽⁵⁰⁾. In caso di vendita di un

⁽⁴⁸⁾ Il problema è meno grave nell'impresa "strutturata", come normalmente è la grande impresa: in questa, infatti, il patrimonio di conoscenze è distribuito fra una molteplicità di soggetti che compongono la struttura, e dunque la sostituzione del "*top management*" non è necessariamente un'operazione distruttiva. E' (anche) per questo che la grande impresa è oggetto di un'apposita procedura concorsuale (l'amministrazione straordinaria) che *può* avere successo anche se spossessa i vecchi soci (il caso Parmalat è un possibile esempio di impresa che prosegue l'attività nonostante un totale mutamento di controllo, passato al commissario straordinario).

⁽⁴⁹⁾ Questa constatazione vale in misura diversa per l'imprenditore (cui è assimilabile l'amministratore-socio) e i *managers* professionali. Infatti, mentre l'imprenditore è realmente privo di incentivi se si esclude quello – alquanto debole - a restare con un minor passivo alla chiusura del fallimento (art. 120² l. fall.: alla chiusura del fallimento "i *creditori riacquistano il libero esercizio delle azioni verso il debitore per la parte non soddisfatta dei loro crediti per capitale e interessi*"), i *managers* operano a fronte di un compenso che in teoria potrebbe essere corrisposto anche in costanza di procedura d'insolvenza. La verità è che, anche qualora ciò accada (e non è frequente, almeno nelle procedure in cui si attua un vero trasferimento del controllo ai creditori), di solito la prospettiva della cessazione del rapporto, con il conseguente effetto disincentivante, è imminente.

⁽⁵⁰⁾ Per la constatazione dell'utilità della collaborazione del debitore alla liquidazione del suo patrimonio già F. FERRARA, *Fallimento e amministrazione controllata*,

ramo d'azienda o di semplici beni strumentali, non di rado il debitore è quello che più facilmente e prontamente può riutilizzarli, o comunque è in grado di orientare possibili soggetti interessati. E' frequente che, sulle ceneri di una società ormai decotta, ne nasca una nuova con lo stesso oggetto e con (formalmente o sostanzialmente) gli stessi soci, la quale acquista dagli organi della procedura l'azienda ad un prezzo che, pur essendo insufficiente all'integrale pagamento del passivo, è superiore a quello che qualunque altro acquirente avrebbe offerto. In alcuni dei casi siffatti, talvolta definiti come "sindrome della fenice" ⁽⁵¹⁾, è del tutto giustificato un senso di ripulsa, ma il freddo calcolo dei creditori va sempre nel senso di ammettere la vendita alla nuova società, dato che questa è la soluzione per loro (ormai intrappolati nell'insolvenza) più vantaggiosa. Il fondamento di un eventuale divieto di operazioni di questo tipo può essere trovato solo nell'esigenza di scoraggiare *ex ante* comportamenti opportunistici, anche a costo di sacrificare *ex post* gli interessi dei creditori: nell'esigenza, cioè, di ridurre il numero totale delle insolvenze a livello di sistema, a spese dell'esigenza di dare ai creditori di un particolare debitore il massimo possibile.

9. *Tutela dei creditori e rispetto dell'ordine di priorità.*- Proprio per incentivare la collaborazione del debitore alla soluzione della crisi più rapida e conveniente per i creditori, molte procedure d'insolvenza, in apparente violazione di quello che sembrerebbe un rigorosissimo ordine di priorità, consentono ai fornitori di capitale di rischio di beneficiare dalla loro cooperazione alla soddisfazione dei creditori. Ciò è quantomeno singolare, e richiede un'attenta riflessione, sgombra da pregiudizi.

E' evidente che – dedotti i costi della procedura – i valori emergenti dal patrimonio dell'insolvente dovrebbero essere attribuiti *prima* ai creditori con diritto di prelazione (e fra questi secondo la disciplina delle diverse cause legittime di prelazione), *quindi* ai creditori chirografari e successivamente, *ma solo quando tutti i creditori siano stati soddisfatti per intero*, ai fornitori di capitale di rischio, cioè all'imprenditore e ai soci (e fra questi, prima agli azionisti con un privilegio sul patrimonio netto risultante dalla liquidazione, etc.).

In linea di principio, la procedura concorsuale dovrebbe porsi come proiezione ed attuazione del sistema di regole ordinario, del quale il rispetto dell'ordine di priorità è un caposaldo. Agli azionisti non è consentito percepire dividendi, sotto alcuna forma, quando perdite di capitale minaccino la possibilità

relazione al convegno di Monza 19-22 ottobre 1972, riprodotta come prefazione a *Il fallimento*³, Milano, 1974, p. XIII.

⁽⁵¹⁾ Occorre tuttavia distinguere fra il caso in cui il debitore paghi i creditori per acquisire i valori aziendali da quello in cui egli se ne appropri senza pagare alcunché, cui la definizione di "sindrome della fenice" è più appropriata: si veda I.F. FLETCHER, *The Law of Insolvency*, Sweet & Maxwell, Londra, 1990, p. 402 ss.

di regolare soddisfazione dei creditori (art. 2433³ c.c.); al debitore esecutato viene “consegnato” solo il “residuo della somma ricavata” dalla vendita forzata (art. 510³ c.p.c.).

Proprio il sistema concorsuale, che talvolta viene descritto come un potenziamento dell'espropriazione forzata, consente di rompere quest'ordine. Può infatti accadere che, anche quando i creditori non vengano interamente pagati, l'imprenditore, o in caso di società i soci, ottengano una qualche forma di beneficio economico. Questo è direttamente consentito dalla procedura di concordato preventivo con garanzia e dalla chiusura del fallimento mediante concordato con garanzia ⁽⁵²⁾, ed è indirettamente consentito dalla procedura di concordato preventivo con cessione dei beni e dalla chiusura del fallimento mediante concordato con assunzione ⁽⁵³⁾. Al debitore esecutato, con la conversione del pignoramento (art. 495 c.p.c.), è consentito di “ricomprare” dai suoi creditori il bene sottoposto ad espropriazione, ma solo dietro offerta di pagamento integrale di *tutti* i creditori intervenuti e delle spese della procedura. Al fallito o al debitore in concordato preventivo è consentito farlo, ma pagando ai creditori chirografari *solo una parte* (e non necessariamente elevata) del loro credito.

Emerge quindi il difficile equilibrio fra attuazione della responsabilità patrimoniale e massimizzazione dell'oggetto su cui essa si attua: paradossalmente, un'attuazione rigorosa degli artt. 2740 e 2741 c.c. rischia di distruggere quello che si vorrebbe distribuire fra i creditori. Ne risulta una soluzione di compromesso: quella di consentire al debitore, se coopera, di salvare qualcosa dal naufragio anche quando i creditori non siano stati soddisfatti, al fine di far sì che la quota che questi ricevono sia quella massima

⁽⁵²⁾ In entrambi i casi, infatti, il debitore può tornare *in bonis* e conservare il *surplus* presente nel proprio patrimonio dopo il pagamento della percentuale promessa: egli può dunque mantenere attività anche quando i creditori chirografari siano stati soddisfatti solo in percentuale: cfr. rispettivamente artt. 184 e 135 l. fall. Unica condizione dell'ammissibilità delle proposte di concordato preventivo e concordato fallimentare è infatti che esse siano convenienti rispetto all'alternativa, rispettivamente, del fallimento e della prosecuzione della liquidazione: non che esse attribuiscano ai creditori *tutto* il beneficio derivante dal concordato. Su ciò diremo ampiamente più avanti.

⁽⁵³⁾ Nel caso di concordato preventivo con cessione dei beni non è raro, ed è anzi in qualche modo auspicabile, che alla domanda di concordato si accompagni l'offerta di acquisto di tutti o alcuni dei cespiti compresi nel patrimonio del debitore, e non di rado tale offerta è organizzata dallo stesso debitore, che può così riappropriarsi di una parte dei propri beni. Lo stesso vale per il concordato fallimentare con assunzione, per il quale addirittura il consenso del debitore è *condicio sine qua non*: cfr. art. 124 l. fall. La Cassazione ha esplicitamente ammesso la liceità del patto paraconcordatario con il quale il debitore si fa promettere un'utilità dall'assuntore quando sarà tornato *in bonis* (Cass. 5 luglio 1984, n. 3931, in *Fallimento*, 1985, 43; in *Dir. fall.*, 1984, II, 981, con nota di G. RAGUSA MAGGIORE; in *Giur. comm.*, 1985, II, 779).

possibile. Si tratta di un compromesso difficile, di una quadratura del cerchio che non sempre riesce ⁽⁵⁴⁾.

10. *Le procedure d'insolvenza come tecniche di gestione dell'incertezza e della (eventuale) transizione dal debitore ai creditori.*- Le procedure d'insolvenza intervengono quindi nella fase di incertezza che consegue alla situazione in cui il rischio delle decisioni di un debitore è sopportato dai creditori. Se infatti l'ordinamento deve ricomporre la frattura che – contro la volontà dei creditori – si è creata fra potere e rischio, su cosa si debba fare in concreto e come lo si debba fare regna all'inizio della procedura l'incertezza più assoluta, né può essere diversamente.

Vi è infatti incertezza sulle decisioni da prendere (cosa si deve fare del patrimonio del debitore), su chi deve prendere le decisioni (solo i creditori – e quali fra essi - o anche il debitore), come si debbano riallocare i diritti sul patrimonio del debitore (solo fra i creditori – e, ancora, quali fra essi - o anche in capo al debitore). I valori dell'attivo sono spesso valori attuali di flussi incerti (l'impresa vale oggi quanto renderà in futuro, la qual cosa è incerta soprattutto per un'impresa in difficoltà) e le azioni intraprese durante la procedura possono beneficiare un gruppo (ad esempio, i creditori con prelazione, interessati ad una rapida liquidazione se ed in quanto ragionevolmente certi della capienza dei beni su cui sono garantiti) oppure un altro (i creditori chirografari, interessati a che si faccia il possibile per realizzare il massimo, anche a scapito della celerità) ⁽⁵⁵⁾.

Vi è poi da decidere se e come deve essere finanziato il costo dell'attività d'impresa. Anche qualora sia chiaro che vi è un valore di avviamento da salvare, nell'immediato può essere necessaria una liquidità di cui l'impresa non dispone (ad esempio, per pagare i crediti di somministranti che legittimamente si rifiutino

⁽⁵⁴⁾ Una motivazione più ingenua del fatto che il debitore ha un interesse a collaborare alla soddisfazione dei creditori consiste nella riduzione della sua eventuale responsabilità residua a procedura chiusa. Un argomento in questo senso è fornito dall'art. 120² l. fall., che come abbiamo visto (*supra*, nota 49) dà ai creditori il diritto di agire per la parte non soddisfatta dei loro crediti per capitale e interessi. In realtà questa spiegazione non vale per quegli ordinamenti (e sono sempre più numerosi) che consentono al debitore di ottenere la liberazione dei debiti residui (spesso definita con il termine anglosassone "*discharge*") per la parte non soddisfatta (si veda ad esempio la scelta della recente legislazione tedesca: par. 286 ss. *Insolvenzordnung* del 1994), e comunque non vale per tutti i casi in cui il debitore è una società di capitali, i cui soci godono della responsabilità limitata. A modificare parzialmente questo quadro possono tuttavia intervenire motivazioni diverse, quale quella di evitare, con la chiusura della procedura mediante concordato, azioni risarcitorie per le responsabilità incorse dagli amministratori (e allora il contesto diviene sostanzialmente simile a quello delle società con soci che non godono della responsabilità limitata).

⁽⁵⁵⁾ Si vedano esempi in J.I. BULOW, J.B. SHOVEN, *The bankruptcy decision*, in *Bell Journal of Economics*, 1978 (9), p. 437 ss.

di proseguire le forniture o comunque per pagare soggetti che si rifiutino di contrattare con l'impresa in crisi e di fornirle *input* critici) ⁽⁵⁶⁾. Dato che il finanziamento concesso all'impresa sottoposta ad una procedura d'insolvenza dovrà essere restituito a preferenza di qualsiasi altro credito (cfr. art. 111¹, n. 1, l. fall. e art. 52 d.lgs. 270/1999), la decisione su come acquisire tale liquidità, particolarmente quando l'impresa abbia un deficit di gestione corrente, può essere decisiva.

Le stesse linee-guida che devono essere seguite in questa fase "crepuscolare" sono in parte incerte: anche se in teoria dovrebbe essere assicurato il rispetto degli artt. 2740 e 2741 c.c., appare inevitabile dotare la procedura concorsuale dell'efficacissimo "lubrificante" costituito dalla prospettiva per il debitore di salvare qualcosa dalla procedura, e ciò nell'interesse degli stessi creditori.

Le procedure d'insolvenza hanno dunque come obiettivo comune quello di gestire la fase di incertezza in vista della realizzazione dell'interesse tutelato dall'ordinamento. Non è tuttavia univoco quale sia tale interesse, o, dato che nessun ordinamento può permettersi di prescindere totalmente dalla tutela dei creditori, non è chiaro se l'interesse che le procedure d'insolvenza mirano ad attuare sia *solo* quello dei creditori o sia *anche* quello dei creditori. Conflitti fra l'interesse dei creditori ed interessi diversi possono infatti darsi, e la loro soluzione differisce da paese a paese e varia persino fra procedure d'insolvenza predisposte dallo stesso ordinamento giuridico.

Così, ad esempio, in Francia il giudice, fra più offerte d'acquisto dell'azienda, sceglie *"l'offerta che meglio permette di assicurare la stabilità dei rapporti di lavoro connessi all'azienda ceduta e il pagamento dei creditori"* (art. 621-87 *Code de commerce 2000*, regola sostanzialmente ripresa in Spagna dall'art. 149^{1-3a} della Ley 22/2003 di riforma delle procedure concorsuali), mentre in Germania la vendita dell'azienda ad un acquirente che, pur mantenendo molti rapporti di lavoro, offra un prezzo inferiore ad un altro può essere impedita da un voto dei creditori (§ 163 *Insolvenzordnung*). In Italia, invece, la procedura di fallimento (e le procedure di concordato preventivo e amministrazione controllata, che hanno il fallimento come pietra di paragone della convenienza per i creditori) mira solo alla tutela degli interessi dei creditori (cfr. art. 90 l. fall., che pone un veto alla continuazione dell'attività se il comitato dei creditori si sia pronunciato sfavorevolmente), mentre la procedura di amministrazione straordinaria mira anche alla tutela dei dipendenti (cfr. art. 63 d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270, che

⁽⁵⁶⁾ Il problema è solo parzialmente risolto dall'art. 74² l. fall. (che prevede il pagamento in predeuzione anche delle forniture anteriori alla procedura, quando il curatore subentri nel contratto): non sempre si tratta infatti di contratti di somministrazione. Si veda ad esempio il decreto del Tribunale di Parma 20 febbraio 2004 (reperibile su www.ipsoa.it), che ha autorizzato Parmatour a pagare creditori esteri il cui rifiuto di contrattare avrebbe provocato gravissimi danni.

impone di prendere in considerazione, quale componente riduttiva del prezzo di vendita, la redditività negativa dovuta al mantenimento di posti di lavoro parzialmente o totalmente improduttivi)⁽⁵⁷⁾.

Qual è dunque il quadro di regole e di finalità in cui si inserisce la transizione del controllo dai soci ai creditori?

11. Interesse degli azionisti ed interessi di terzi: il quadro generale ed il profitto "responsabile".- E' fondamentale, ai fini della nostra analisi, accertare quali siano gli opportuni obiettivi delle procedure d'insolvenza. Ciò al duplice scopo di fornire un criterio interpretativo, utile laddove la legge non dia sufficienti indicazioni, e di identificare il quadro generale all'interno del quale le procedure d'insolvenza, anche in un'ottica di riforma, debbano essere correttamente collocate.

Credo che sia opportuno partire dal modello di controllo dell'impresa solvibile. La legge, come abbiamo visto, consente agli azionisti un diritto indeterminato di definire gli indirizzi generali della gestione e di scegliere coloro che dovranno concretamente attuare tali indirizzi. Ciò in considerazione del loro carattere di fornitori di capitale di rischio, o *residual claimants*, che giustifica l'attribuzione del potere. E' su questo sistema che si fonda, nel bene o nel male, l'economia di mercato che fa dell'impresa privata un elemento fondante e costituzionalmente riconosciuto (art. 41 Cost.). Con questo non s'intende affatto dire che non vi è alcun posto nel sistema per interessi diversi da quelli degli azionisti, e che gli amministratori devono perseguire questi ultimi a scapito di qualsiasi altro interesse: gli interessi diversi da quello al profitto si pongono come limite esterno a quello degli azionisti, nel senso che non vi è profitto senza buone relazioni con i dipendenti, con i fornitori, con i clienti: con coloro che, con

⁽⁵⁷⁾ Eloquente la dichiarazione del commissario straordinario di Cirio, Luigi Farenga, al Corriere della Sera: per la vendita del 39,9% di Del Monte Pacific (società con piantagioni nelle Filippine, quotata alla borsa di Singapore) "*si tratta di vendere solo al prezzo più alto possibile*", mentre per la Cirio-De Rica, essendo coinvolti impianti in Italia, "*non è solo di questione di prezzo, perché gli acquirenti devono anche presentare un piano di continuità aziendale che preservi i posti di lavoro*" ("*Crac della Cirio, parte la vendita*", in *Corriere della Sera*, 6 febbraio 2004, p. 25).

espressione molto usata, vengono definiti *stakeholders*, o soggetti che hanno un interesse al buon funzionamento dell'impresa ⁽⁵⁸⁾.

Ma vi è di più: l'ordinamento giustamente impone all'impresa dei costi in relazione ad interessi che difficilmente potrebbero trovare tutela in semplici relazioni di mercato: tale è l'interesse all'attività lavorativa dei portatori di handicap, che viene tutelato imponendo all'impresa di assumere una quota di persone svantaggiate, o l'interesse pubblico ad un ambiente salubre, che viene tutelato imponendo all'impresa di adottare misure antinquinamento spesso costose e imponendo dei costi per l'inquinamento residuo (si pensi alla c.d. *carbon tax* a fronte delle emissioni di anidride carbonica).

Ed ancora: il sistema pubblico e le organizzazioni private possono contribuire ad *umentare* il grado di consapevolezza generale dell'impatto negativo dell'attività d'impresa, o a rendere importanti agli occhi del pubblico (e dunque anche dei potenziali acquirenti dei prodotti o servizi dell'impresa) comportamenti che altrimenti sarebbero privi di un ritorno economico. Così è sorto l'interesse (egoistico) delle imprese a non utilizzare lavoro minorile e quello ad aiutare soggetti deboli a prescindere dalla loro qualità di potenziali consumatori. E' questo a mio avviso il quadro nel quale si deve collocare la c.d. responsabilità sociale dell'impresa, oggetto di crescente attenzione anche a livello comunitario ⁽⁵⁹⁾: un quadro che mira non a limitare di per sé l'interesse

⁽⁵⁸⁾ Vi è chi si spinge a dire che il consiglio di amministrazione deve mediare gli interessi dei vari *stakeholders*, al fine di conseguire una gestione efficiente dell'impresa, e la discrezionalità quasi assoluta di cui godono gli amministratori nelle società a capitale diffuso, lungi dall'essere (solo) un costo per gli azionisti, sarebbe lo strumento attraverso il quale gli amministratori, con un ruolo di mediatori, riescono a remunerare l'impegno profuso dai vari *stakeholders* per il successo dell'impresa, impegno che non è possibile remunerare sulla base di contratti completi e formali (M.M. BLAIR, L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in *Virginia Law Review*, 1999, p. 247 ss.).

In una dichiarazione alla stampa resa nel gennaio 1997 dopo la conclusione della vendita della divisione computer (che generava gravi perdite), l'allora presidente di Olivetti Roberto Colaninno dichiarò: "*Avremmo potuto scegliere offerte migliori, ma Piedmont [l'acquirente] ha garantito l'utilizzazione dell'impianto di Scarmagno [che all'epoca aveva 1.600 dipendenti] come luogo di produzione principale*" ("*Olivetti dà l'addio ai personal computer*", in *Il Sole - 24 Ore*, 21 gennaio 1997, p. 25). E' ragionevole ritenere che la chiusura di Scarmagno avrebbe provocato, nel breve termine o nel medio-lungo, costi per Olivetti che superavano il vantaggio di un'offerta migliore, e che dunque gli amministratori abbiano agito nel puro interesse degli azionisti.

⁽⁵⁹⁾ Si veda la "Comunicazione della Commissione relativa alla responsabilità sociale delle imprese: un contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile" (COM/2002/347), che definisce la *corporate social responsibility* come "l'integrazione volontaria delle problematiche sociali ed ecologiche nelle operazioni commerciali e nei rapporti delle imprese con le parti interessate". In tale importante documento si legge: "Le principali funzioni di un'impresa consistono nel creare valore tramite la produzione di beni e servizi che la società richiede, generando al contempo profitti per i suoi titolari e azionisti nonché ricchezza per la società, in particolare tramite un processo continuo di creazione di posti di lavoro (...). Tuttavia (...) le imprese prendono sempre più coscienza del fatto che gli obiettivi di un successo commerciale sostenibile e di benefici durevoli per

degli azionisti al profitto, ma ad arricchirlo, inserendovi un numero crescente di altri interessi che non possono essere trascurati se non mettendo in pericolo l'obiettivo del massimo profitto ⁽⁶⁰⁾.

12. *Interessi dei creditori ed interessi di terzi: le procedure di insolvenza come attuazione coerente del quadro generale di valori.*- Questo quadro di valori, valido per l'impresa in condizioni di normale esercizio e solvibile, non può essere arbitrariamente alterato quando l'impresa diviene insolvente. Prendiamo ad esempio il caso dei rapporti con i dipendenti. Di fronte alla constatazione che l'attività genera perdite anziché profitti, gli amministratori di una società *in bonis* hanno il potere-dovere di adottare tutte le misure consentite dall'ordinamento: dalla chiusura degli impianti improduttivi, con conseguenti licenziamenti, fino alla proposta di liquidazione della società. Le leggi di tutela del lavoro impongono giuste cautele e tutele a favore dei dipendenti, ma alla fine gli impianti improduttivi verranno invariabilmente chiusi. Nessun sistema può ragionevolmente tollerare, pena la sua autodistruzione, che le crisi debbano necessariamente essere spinte fino all'insolvenza, senza poter essere affrontate prima.

E la normativa positiva è proprio in questo senso: i soci possono in qualunque momento decidere di mettere in liquidazione la società, con il connesso effetto del sorgere di una limitazione dei poteri degli amministratori, cui è imposto di conservare il patrimonio, e del sorgere dell'obbligo di nomina dei liquidatori, cui è imposto di liquidarlo (artt. 2484, n. 6, 2485, 2486, 2487 e 2489 c.c.). Se dunque la decisione di cessare un'attività che perde è consentita a coloro che hanno *volontariamente* fornito capitale di rischio, non è pensabile che questa decisione sia preclusa ai creditori: non solo quando la società sia insolvente essi sono ormai i veri fornitori di capitale di rischio, ma essi lo sono – a differenza dei soci – senza averlo volontariamente scelto.

gli azionisti (shareholder value) *non sono perseguibili massimizzando i profitti a breve termine, bensì adottando comportamenti vigili nei confronti del mercato, ma responsabili.* (...) L'immagine e la reputazione di un'impresa sono fattori sempre più determinanti ai fini della sua competitività, in quanto consumatori e organizzazioni non governative (...) tendono a ricompensare (...) le imprese che adottano pratiche socialmente ed ecologicamente responsabili" (par. 3, corsivo aggiunto). La responsabilità sociale dell'impresa, infine, crea un "clima di fiducia nelle interrelazioni tra gli altri stakeholders (partner commerciali, fornitori e consumatori)" che può dare risultati positivi sul piano dell'innovazione (par. 4.1).

⁽⁶⁰⁾ Con questo non si intende assolutamente giudicare assenti, o peggio irrilevanti, le aspirazioni puramente altruistiche anche da parte di imprenditori o finanziatori: tali aspirazioni, fortunatamente di crescente importanza (G. MORO, A. PROFUMO, *Plus valori. La responsabilità sociale dell'impresa*, a cura di O. Pivetta, Baldini & Castoldi, Milano, 2003), sono straordinari complementi di un sistema che, tuttavia, è incentrato sul profitto.

Le procedure d'insolvenza, lungi dall'essere un'isola nel sistema economico e giuridico, sono di questo un'importantissima proiezione e con questo debbono armonizzarsi. Loro compito è dunque mantenere ed affermare il sistema di valori che regola *in generale* (e non solo in quel momento) l'attività economica: non è pensabile che, solo perché un'impresa è insolvente, venga cambiato e stravolto il sistema di incentivazione degli investimenti su cui si basa l'intero sistema. Il compito più difficile è, piuttosto, mantenere la coerenza di tale sistema anche in presenza di un contesto completamente diverso e che si presta ad opposti opportunismi: vi è infatti da un lato, il rischio che, a causa del fatto che i creditori sono deboli e poco organizzati, l'attivo su cui essi debbono soddisfarsi venga impiegato per scopi che normalmente non trovano tutela, e dall'altro il rischio, diametralmente opposto, che in nome della tutela dei creditori si sacrifichino interessi che invece erano precedentemente tutelati.

I creditori non sono di solito, come abbiamo visto, un gruppo preventivamente organizzato. Può tutt'al più esservi un *pool* di banche che ha finanziato un grosso prestito erogato all'impresa, ma quasi sicuramente non vi è un'organizzazione dei fornitori di una determinata impresa rimasti insoddisfatti. Anche una volta aperta la procedura, il curatore (o il suo omologo: commissario straordinario, commissario giudiziale, ecc.) non viene di solito scelto dai creditori ⁽⁶¹⁾: talvolta egli è nominato dall'autorità giudiziaria, talaltra dall'autorità amministrativa, creandosi così una separazione fra l'agente (il curatore/commissario straordinario, ecc.) e i soggetti i cui interessi egli deve perseguire, con conseguenti costi a carico dei creditori ⁽⁶²⁾.

E' solo con la relativa debolezza dei creditori quali "proprietari" dell'impresa in crisi che può spiegarsi come da più parti, anche se spesso in modo incerto e confuso, si sostenga che le procedure concorsuali devono perseguire anche interessi *contrastanti* con quelli dei creditori, mentre nessuno mette in dubbio che, nel rispetto dei limiti imposti da interessi esterni, gli azionisti possano e debbano ricercare il massimo profitto. E' per questo, ancora, che l'art. 63 del d.lgs. 270/1999 impone ai creditori di un'impresa in amministrazione straordinaria il costo (sotto forma di minor realizzo) della vendita dell'azienda con un prezzo scontato in ragione dell'avviamento negativo ⁽⁶³⁾, costo che nessuna legge avrebbe mai potuto imporre ai soci di una società *in bonis*: questa norma, scaricando sui creditori oneri impropri (che dovrebbero più correttamente gravare sulla fiscalità generale), stravolge un sistema di valori di fondamentale importanza ⁽⁶⁴⁾. In altre parole, ai creditori vengono imposti oneri esterni ulteriori

⁽⁶¹⁾ Un'importante eccezione è costituita dalle procedure di Inghilterra e Galles, su cui vedi *infra*, nota 79.

⁽⁶²⁾ *Infra*, par. 13.

⁽⁶³⁾ *Supra*, par. 10, nota 57 e testo corrispondente.

⁽⁶⁴⁾ Netta, in questo senso, la posizione di F. D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici* (nota 40), p. 417. Una lucida presa di

rispetto a quelli che vengono imposti agli azionisti, senza che sussista un'adeguata giustificazione della diversità di trattamento.

L'insolvenza non deve d'altra parte essere l'occasione, o il pretesto, per eccedere nel senso opposto: la tutela dei creditori non può portare ad annullare la tutela di interessi che sono normalmente affermati *contro* gli azionisti di una società solvibile, o che sono da essi consapevolmente accettati. Ne consegue che se l'impresa solvibile è soggetta ad obblighi nei confronti di terzi (diversi dai creditori), tali obblighi devono essere tendenzialmente rispettati anche in caso di insolvenza ⁽⁶⁵⁾.

posizione contro le inefficienze dell'attuale sistema di procedure concorsuali, ivi inclusa quella causata dall'obiettivo (palese od occulto) di attuare interventi a favore dei dipendenti a spese dei creditori anziché dalla fiscalità generale, è quella di P. SANTELLA, *Alcune considerazioni su soluzioni alternative in materia di fallimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 377 ss., in particolare p. 396 ss.. E' certamente pensabile che, di fronte al licenziamento improvviso di un alto numero di lavoratori, la soluzione del loro mantenimento forzato a spese dei creditori sia il migliore dei mondi *possibili*, essendo inattuabili sia il migliore in assoluto (la loro assunzione da parte di un'altra impresa), sia quello subito successivo (il sussidio dei lavoratori licenziati a spese dello stato). Ciò non toglie tuttavia che il sistema non sia coerente, perché impone al creditore della grande impresa un costo che il creditore della piccola impresa non sopporta. Delle due l'una: l'interesse dei lavoratori è prevalente rispetto a quello dei creditori, ed allora lo deve essere in ogni contesto, o non lo è, ed allora la tutela dei lavoratori deve essere posta a spese della collettività e non dei creditori. Spia dell'incoerenza del sistema è ad esempio Cass., 21 luglio 1993, n. 8140, in *Fallimento*, 1994, p. 351, la quale ha affermato che se anche l'offerta dell'assuntore del concordato è stata positivamente valutata per i suoi riflessi sull'occupazione, il fatto che egli non riprenda effettivamente l'attività d'impresa non assume rilievo ai fini della risoluzione del concordato, non essendo ciò oggetto di un obbligo.

⁽⁶⁵⁾ E' pertanto corretto, ad esempio, che il costo della bonifica ambientale di siti inquinati dall'impresa venga addebitato all'impresa insolvente sotto forma di costo prededucibile, non potendo i creditori giovare dell'attivo prodotto mediante l'inquinamento scaricandone invece i costi sulla collettività. E' altresì corretto che i lavoratori siano tutelati in caso di cessione dell'azienda secondo le norme dell'art. 2112 c.c. e dell'art. 47 l. 29 dicembre 1990, n. 428 (come modificato dal d.lgs. 2 febbraio 2001, n. 18), restando preclusi comportamenti opportunistici che consentirebbero ai creditori di monetizzare il fatto che l'imprenditore è divenuto insolvente (si pensi ad una situazione in cui i lavoratori abbiano acconsentito ad una riduzione di salario in cambio della promessa di mancati licenziamenti: se ai creditori fosse consentito fare ciò che l'imprenditore si era impegnato a non fare, cioè licenziare, essi estrarrebbero di fatto un indebito guadagno dalle tasche dei lavoratori). A. SHLEIFER, L. SUMMERS, *Breach of trust in hostile takeovers*, in A. AUERBACH (a cura di), *Corporate takeovers: Causes and consequences*, Chicago, University of Chicago Press, 1988, p. 33 ss., mostrano la possibilità che in conseguenza di un *takeover* ostile gli azionisti estraggano benefici dai dipendenti e da altri soggetti che hanno un rapporto di lungo termine con l'impresa. E' anche questo uno dei motivi per cui la condizione dei lavoratori gioca un (seppur limitato) ruolo nelle acquisizioni ostili: si veda la direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche d'acquisto, che prevede la consultazione dei lavoratori nonché l'obbligo per l'offerente e per la società-bersaglio di dichiarare quali sono gli effetti prevedibili sull'occupazione (rispettivamente, art. 14, art. 6, comma 3, lett. i), e art. 9, comma 5).

Quello della coerenza fra valori e regole *pre-* e *post-insolvenza* è un esercizio difficile ⁽⁶⁶⁾, ma di fondamentale importanza. E' in quest'ottica che devono collocarsi le riflessioni che seguono.

13. *La società insolvente come società a struttura finanziaria "slittata" e il problema degli "agency costs"*. - Lo stato di insolvenza attesta che il mercato finanziario non crede più alla capacità del debitore di rimborsare il debito già accumulato, e si rifiuta quindi di fornire nuovo credito. La manifestazione dello stato di insolvenza in termini di flussi finanziari è un indizio, imperfetto ma significativo, dell'esistenza di una insufficienza del patrimonio ⁽⁶⁷⁾, indizio cui del tutto correttamente gli ordinamenti moderni riconnettono un intervento esterno nella gestione dell'impresa ⁽⁶⁸⁾. La società insolvente è dunque una società i cui veri "azionisti" (*residual claimants*) sono presuntivamente divenuti, loro malgrado, i creditori.

La coerenza del sistema, di cui sopra abbiamo discusso e che costituisce valore fondamentale dell'ordinamento e in particolare del diritto commerciale, richiede che, per quanto possibile, ai creditori di una società in crisi siano dati gli stessi diritti e le stesse tutele di cui godono gli azionisti di una società solvibile, e che essi siano assoggettati agli stessi vincoli che limitano l'azione di questi ultimi.

Le nostre procedure concorsuali, allora, non rispondono se non in minima parte a questo modello. Infatti:

1) come abbiamo visto, in alcuni casi la tutela dei creditori è affievolita dalla tutela di altri interessi (generalmente quelli dei dipendenti), il cui costo si preferisce addossare ai creditori piuttosto che alla collettività sotto forma di ammortizzatori sociali;

2) i creditori non hanno alcun potere di scegliere il loro rappresentante, cioè colui che gestisce il patrimonio del debitore insolvente *nel loro interesse* (si pensi alla nomina del curatore o del commissario straordinario, sulla quale i creditori non hanno alcuna voce);

⁽⁶⁶⁾ Il mantenimento della coerenza nel sistema di valori è particolarmente arduo quando sono in gioco regole non scritte che funzionano grazie alla ripetitività dei comportamenti: così, ad esempio, l'impresa può essere interessata a prestare assistenza ai consumatori anche oltre gli obblighi di legge, e su questo presupposto acquisisce reputazione e avviamento. Quando cessa l'attività, ben difficilmente sarà possibile per i consumatori che hanno acquistato i prodotti su questo (implicito) presupposto ricevere lo stesso grado di tutela (salvo che l'acquirente dell'azienda abbia interesse in questo senso, la qual cosa non è automatica).

⁽⁶⁷⁾ Secondo l'efficace terminologia di M. BELCREDI, *Crisi e ristrutturazione finanziaria delle imprese*, in M. CATTANEO (a cura di), *Manuale di finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1999, p. 643 ss., ivi alla p. 646 ss.

⁽⁶⁸⁾ Per la dimostrazione della significatività dello stato di insolvenza come presupposto delle procedure concorsuali, che esula i confini del presente lavoro, rinvio a L. STANGHELLINI, *Le procedure di insolvenza*, cit. (nota 35).

3) i creditori non hanno alcuna possibilità di decidere soluzioni alternative alla liquidazione del patrimonio (che nella maggior parte dei casi dà risultati economici insoddisfacenti) se non accordandosi con il debitore, che tuttavia, non essendo un benefattore, pretende per questo di mantenere una parte dell'attivo (si pensi al concordato preventivo con garanzia o al concordato fallimentare con garanzia, che richiedono l'iniziativa del debitore, e si pensi alla povertà di strumenti della ristrutturazione finanziaria nell'amministrazione straordinaria, con l'eccezione ora di quella delle grandissime imprese a seguito della l. 39/2004)⁽⁶⁹⁾;

4) i creditori non hanno alcuna possibilità di incidere sulla gestione del patrimonio nemmeno quando rappresentino la maggioranza dei crediti, salvo il debole strumento del reclamo contro gli atti del curatore e del commissario straordinario (art. 36 l. fall. e art. 65 d.lgs. 270/1999);

5) il parere dei creditori, espresso dall'apposito comitato, è ridotto ad un "ludo cartaceo"⁽⁷⁰⁾ e comunque, salvo un caso marginale⁽⁷¹⁾, non è mai vincolante per il curatore;

6) i creditori non possono sostituire il curatore nemmeno quando rappresentino la maggioranza dei crediti⁽⁷²⁾;

7) i creditori non possono proporre l'azione di responsabilità contro il curatore, poiché può farlo solo il nuovo curatore eventualmente nominato (dal tribunale), e a procedura conclusa possono farlo i singoli creditori, con problemi di "apatia razionale" per i piccoli creditori (che spenderebbero per agire più di quello che possono attendersi);

⁽⁶⁹⁾ L. STANGHELLINI, *Cos'è il "decreto Parmalat"*, www.lavoce.info, 8 gennaio 2004. Nell'amministrazione straordinaria la legge consente ad un terzo di presentare un concordato anche senza il consenso del debitore (art. 78 d.lgs. 270/1999), ma è inevitabile che si tratti di un concordato con trasferimento dell'attivo al terzo, che è una forma alternativa, ancorché più efficiente, di liquidazione. Il concordato previsto dalla legge n. 39/2004, invece, consente una ristrutturazione finanziaria su iniziativa del commissario.

⁽⁷⁰⁾ Questa è la conclusione che è lecito trarre da Cass., 14 luglio 1987, n. 6121, in *Giust. civ.*, 1987, I, p. 2800; Cass., 3 gennaio 1998, n. 16, in *Foro it.*, 1998, I, 2956, secondo le quali non è necessario che il parere del comitato dei creditori "venga espresso con il metodo collegiale, potendo esso risultare anche da separate dichiarazioni dei singoli componenti ed eventualmente manifestarsi anche col silenzio, nel caso in cui la richiesta di parere sia stata formulata a ciascun componente del comitato con l'avvertenza che la mancata manifestazione del parere entro un termine stabilito sarà considerata come parere favorevole".

⁽⁷¹⁾ Art. 90 l. fall., che vieta l'esercizio dell'impresa se il comitato dei creditori si sia pronunciato sfavorevolmente.

⁽⁷²⁾ In mancanza di un potere di revoca del loro "rappresentante", infatti, la tutela dei creditori si limita all'esperibilità di un'azione di responsabilità successiva (art. 116 l. fall.: in questo senso Cass. 14 ottobre 1997, n. 10028, in *Fallimento*, 1998, p. 1123). Ma provare in giudizio i presupposti della responsabilità del curatore è molto più disagiata che semplicemente sostituire il curatore che si ritiene non stia operando al meglio.

8) l'ottica del curatore è necessariamente liquidatoria, poiché la procedura (salvo un concordato) può chiudersi solo con la liquidazione dell'attivo, e dunque tale ottica diverge da quella dei creditori ogniqualvolta la liquidazione si risolve in una perdita.

In sintesi, se uno degli scopi del diritto societario è ridurre i "costi di delega" (*agency costs*) ⁽⁷³⁾ che derivano dalla possibile non coincidenza di interessi fra soci e amministratori, le procedure concorsuali, quando vengano lette nella chiave dei creditori come *residual claimants* (portatori di capitale di rischio), costituiscono il trionfo di tali costi. All'insorgere dell'insolvenza, dagli amministratori nominati dagli azionisti (i quali, seppur in modo imperfetto, dispongono di strumenti di *corporate governance* che li tutelano) si passa, senza passaggi intermedi, al gestore nominato da un'autorità esterna. I creditori, che si trovano nel mezzo, sono del tutto dimenticati al momento della nomina del curatore (o commissario), né sono tenuti in grande considerazione, se non come dei beneficiari passivi e lontani, durante il tempo in cui egli opera.

Quali le conseguenze, in un'ottica di riforma?

14. Riforma delle procedure concorsuali e aderenza al diritto societario. - Le procedure concorsuali dovrebbero consentire ai creditori il "controllo" dell'impresa in crisi. Poche ma significative innovazioni sarebbero sufficienti per segnare questa rivoluzione copernicana. Vediamole.

(A) *Prevedere in capo agli amministratori specifici doveri di protezione dei creditori quando si profili un pericolo per il soddisfacimento delle loro ragioni, a prescindere da una perdita del capitale sociale.* Ciò per rafforzare la loro responsabilità sulla scorta delle indicazioni provenienti da ben noti modelli stranieri e, soprattutto, prevenire il danno che i creditori possono subire nella fase "crepuscolare" dell'impresa ⁽⁷⁴⁾. L'obiettivo deve essere da un lato quello di evitare soluzioni dell'insolvenza non concordate con i creditori, dall'altro quello di dare certezza e stabilità a tali soluzioni anche in caso di eventuale insuccesso del tentativo di salvataggio ⁽⁷⁵⁾.

⁽⁷³⁾ Si tratta dei costi che derivano dal fatto che esiste diversità fra colui che opera (agent) e coloro nel cui interesse egli opera (principal): costi di controllo (sostenuti dal principal), costi di garanzia (sostenuti dall'agent, che li riversa sul principal) e perdita residua non evitata (M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976 (3), p. 305 ss., che hanno creato un filone di letteratura interamente nuovo ed ormai ricchissimo). Sottolinea la mancanza di poteri dei creditori come spia dell'inefficienza delle procedure concorsuali P. SANTELLA, *Alcune considerazioni su soluzioni alternative in materia di fallimento*, cit. (nota 64), p. 401 ss.

⁽⁷⁴⁾ Rinvio alla precedente nota 21 per la dimostrazione dell'assunto secondo cui gli artt. 2484 e 2485 c.c. sono insufficienti allo scopo.

⁽⁷⁵⁾ E' cosa ovvia, infatti, che l'incertezza sulle conseguenze *ex post* dei tentativi di salvataggio, ancorché effettuati in buona fede, scoraggia tali tentativi anche quando

(B) *Consentire ai creditori di sostituirsi agli azionisti in caso di insolvenza della società.* Le società di capitali attribuiscono ai loro soci il beneficio della responsabilità limitata: strumento importantissimo che ha tuttavia, come necessario *pendant*, il fatto che l'azionista il quale, pur potendo farlo, legittimamente decida di non ricapitalizzare l'impresa insolvente ⁽⁷⁶⁾, deve passare la mano ai creditori. E' dunque del tutto corretto prevedere strumenti che, nella sostanza, consentano (ma non impongano) ai creditori di sostituirsi coattivamente ai vecchi azionisti, acquisendo quote di capitale di una società dalla struttura finanziaria (ri)equilibrata proprio perché tutti i crediti, o una cospicua parte di essi, è stata convertita in azioni ⁽⁷⁷⁾. In questo senso, la legge 39/2004 da cui abbiamo preso le mosse è un passo nella direzione giusta, ma

avrebbero ottime probabilità di successo. Si veda, per un possibile modello, la disciplina degli accordi stragiudiziali con creditori singoli o con gruppi di creditori, previsto dall'art. 5 del DDL C. 7497 di riforma delle procedure concorsuali (*supra*, nota 1) e ora ripreso dall'art. 8 del DDL C. 5171, presentato il 20 luglio 2004 dal gruppo parlamentare DS.

⁽⁷⁶⁾ Si veda *supra*, nota 36 e testo corrispondente. Parmalat Finanziaria s.p.a. aveva nel gennaio del 2004 un debito pari a circa 14,3 miliardi di Euro e un attivo valutabile approssimativamente in 4 miliardi di Euro (comunicato stampa Parmalat Finanziaria s.p.a. in amministrazione straordinaria 26 gennaio 2004, reperibile sul sito www.parmalat.com): la ricapitalizzazione di Parmalat Finanziaria s.p.a. da parte dei suoi soci, anche se era teoricamente possibile (e certamente sarebbe stata risolutiva), costituiva un'opzione del tutto teorica, in quanto essi avrebbero dovuto versare oltre 10 miliardi di Euro che sarebbero andati ai creditori, prima di poter vantare una qualsiasi aspettativa sull'attivo della società. Essi, pur potendo "salvare" Parmalat in tempi relativamente brevi, si sono avvalsi della responsabilità limitata e si sono astenuti dal versare qualsiasi somma, anche quelle necessarie per mantenere in vita un'attività che ha un rilevante valore (Parmalat Finanziaria ha infatti beneficiato di un prestito-ponte da parte di banche).

E' proprio perché i soci hanno lasciato i debiti di Parmalat ai creditori che non ha senso invocare per i piccoli azionisti di Parmalat un rientro tramite warrants (ciò che ha invece fatto il ministro delle Politiche Agricole e Forestali Gianni Alemanno in una dichiarazione rilasciata alla stampa il 19 agosto 2004). Tale rientro, dato che la "torta" a disposizione non può a tutt'evidenza essere moltiplicata, avverrebbe a spese dei creditori.

⁽⁷⁷⁾ E' bene comunque precisare che il trasferimento ai creditori deve essere il frutto di una loro decisione (ad esempio, come nel caso di Parmalat, mediante un voto sulla proposta di concordato), e non l'oggetto di un obbligo. Laddove la gestione produca perdite, infatti, trasferire ai creditori la società, ristrutturata dal punto di vista finanziario ma non da quello industriale, può essere fonte di gravi ed ulteriori perdite per i creditori, in quanto può rinviare una drastica ristrutturazione o addirittura una liquidazione facendo venire meno la pressione del debito (ormai convertito in capitale). Pur essendo in teoria in grado di assumere la decisione corretta, infatti, i creditori si troverebbero ad esempio a dover licenziare i lavoratori pur in assenza di debiti, con difficoltà facilmente immaginabili. Così, ad esempio, pur essendo Parmalat e Alitalia (che non è insolvente alla data in cui scriviamo e che speriamo non lo divenga) entrambe soggette alla l. 39/2004, la quale consente di dare azioni ai creditori, il trasferimento ai creditori del controllo di Parmalat, che ricava un utile dalla gestione corrente, avrebbe conseguenze del tutto diverse rispetto al trasferimento ai creditori del controllo di Alitalia, che dalla gestione corrente subisce gravi perdite.

molti strumenti potrebbero essere valutati (dal conferimento del solo attivo in una società di nuova costituzione le cui azioni verrebbero attribuite ai creditori, alla ricapitalizzazione della società insolvente senza un voto dell'assemblea dei soci, con offerta dei diritti d'opzione rivenienti dall'aumento di capitale ai creditori) ⁽⁷⁸⁾. Resterebbe il problema della liquidazione delle azioni così ricevute per i creditori che per scelta o per divieto (si pensi ai limiti agli investimenti per certi tipi di intermediari finanziari) non intendano mantenerle, ma si tratterebbe di un problema da ponderare con il vantaggio ricevuto (è infatti meglio un valore di 100 liquidabile a 80 che un realizzo di solo 50), e comunque è sempre possibile (ed è invero auspicabile) che l'*exit* del creditore divenuto azionista sia agevolato dalla quotazione in borsa della società ristrutturata.

⁽⁷⁸⁾ Non ignoro il problema di come le azioni debbano essere distribuite alle varie categorie di creditori, sui quali rinvio per una specifica trattazione al lavoro citato alla nota 35. Segnalo che il secondo strumento è esplicitamente previsto dall'art. 4, comma 10, lett. a), del citato DDL C. 7497 di riforma delle procedure concorsuali (*supra*, nota 1), il quale prevede che la legge delegata indichi le *"ipotesi in cui è attribuito agli organi della procedura il potere, quando il debitore sia costituito in forma di società di capitali diversa dalla società per azioni e sulla base di un bilancio redatto secondo le regole vigenti in materia di bilancio d'esercizio, previa esecuzione delle svalutazioni e delle rettifiche di valore eventualmente dovute anche in relazione alle effettive prospettive di continuazione dell'attività, di aumentare il capitale sociale della società sottoposta alla procedura nella misura sufficiente a ripristinarne la solvibilità, con il sovrapprezzo necessario ad eliminare l'eventuale perdita che residui dopo l'azzeramento del capitale sociale, con diritto d'opzione e di prelazione dei soci e con successiva offerta ai creditori dei diritti d'opzione non esercitati, prevedendo esplicitamente che i creditori possano compensare il debito di sottoscrizione con il loro credito verso la società e che in caso di conseguito ripristino della solvibilità cessino la procedura di insolvenza e lo stato di liquidazione della società (...)"*. Si tratta di tecnica che, richiedendo l'annullamento delle precedenti azioni o quote e l'emissione di nuove azioni o quote a favore dei creditori, presuppone l'attribuzione al curatore di poteri che normalmente spettano all'assemblea (la disposizione è ripresa, con lievi adattamenti, dall'art. 7, comma 10, del DDL C. 5171 citato alla nota 75). Il Chapter 11 può, in certi casi, portare al medesimo effetto di sostituzione parziale o totale degli azionisti senza il loro consenso.

La limitazione alle società a responsabilità limitata dell'aumento di capitale prevista dal progetto in questione è dovuta al fatto che l'aumento senza delibera dei soci (pur in presenza di diritto d'opzione a loro favore) sembra incompatibile con l'art. 25 della seconda direttiva CEE in materia di società per azioni, che richiede che gli aumenti di capitale siano deliberati dagli azionisti. Questa, almeno, è la conclusione della Corte di giustizia delle Comunità europee, nel caso *Pafitis v. Banca Trapeza Kentrikis Ellados AE* (Corte giustizia Comunità europee, 12 marzo 1993, C-4491/93, in *Società*, 1996, p. 977; in *Giust. civ.*, 1996, I, p. 2773; in *Foro it.*, 1997, IV, c. 131, secondo la quale "l'art. 25 della direttiva 77/91/Cee, intesa a coordinare e rendere equivalenti negli stati membri le garanzie a tutela dei soci e dei terzi nella costituzione della società per azioni e nelle modificazioni del capitale della stessa, si oppone ad una normativa nazionale che consenta che il capitale di una società per azioni bancaria, in situazione resa eccezionale dall'indebitamento, possa essere aumentato per via amministrativa e senza delibera dell'assemblea").

(C) *Consentire ai creditori di scegliere il loro rappresentante e di controllarlo.* E' veramente difficile giustificare perché i creditori non possano nominare, controllare, revocare né, infine, dare indicazioni al loro rappresentante. Le spiegazioni della nomina del curatore da parte dell'autorità giudiziaria (o addirittura dall'autorità amministrativa) sono insufficienti o semplicemente mancanti nella letteratura in materia di procedure concorsuali ⁽⁷⁹⁾. Se infatti è accettabile che l'autorità giudiziaria supplisca alla carenza di organizzazione dei creditori nella fase iniziale della crisi, non si comprende perché, una volta superata tale fase, i creditori non possano riprendersi quanto loro spetta: il diritto di scegliere chi agisce nel loro interesse. Né si dica che in tal modo vi sarebbero conflitti (ad esempio sulla proposizione delle azioni revocatorie contro i creditori maggiori), in primo luogo perché nella stragrande parte dei casi i creditori hanno interessi convergenti (si pensi all'interesse alla massima valorizzazione dell'attivo o alla riduzione al minimo dei costi di procedura), ed in secondo luogo perché i conflitti interni ad un gruppo possono essere governati con moltissime tecniche prima di decidere che l'autodeterminazione è impossibile (si pensi ad esempio ad una nomina alla quale debbano concorrere anche i creditori minori o quelli diversi dalle banche). In altre parole, l'onere della prova grava su chi afferma che i creditori *non debbano* scegliere il loro rappresentante, e non viceversa, e ben difficilmente tale onere sembra poter essere assolto. In questo senso, le procedure previste dall'ordinamento inglese sono un esempio meritevole di grande attenzione ⁽⁸⁰⁾, e, seppure in senso meno accentuato, la recente riforma spagnola (Ley 22/2003 del 9 luglio 2003) prevede un ruolo non trascurabile per i creditori (uno dei quali può entrare a far parte del collegio degli *administradores concursales*: art. 27, n. 3). Anche il ruolo attribuito all'assemblea dei creditori nella procedura di insolvenza tedesca è infine significativo (si veda il potere di

⁽⁷⁹⁾ Rilevante eccezione è la posizione di favore per le soluzioni straniere che prevedono un intervento dei creditori nella nomina e revoca del curatore, espressa da A. GAMBINO, *Nuova disciplina societaria e procedure concorsuali fra diritto vigente e prospettive di riforma (in controtendenza)*, relazione al convegno della Fondazione Cesifin Alberto Predieri su Riforma del diritto societario e riflessi sulle procedure concorsuali, Lucca, 4 marzo 2004.

⁽⁸⁰⁾ Nelle procedure concorsuali degli ordinamenti di Inghilterra e Galles (anche dopo l'Enterprise Act 2002 che ha abolito la *administrative receivership*) sono di norma i creditori a nominare direttamente il loro rappresentante (talvolta è la società o il tribunale a nominare un rappresentante provvisorio che, essendo sempre sostituibile dai creditori, di solito è scelto previa consultazione informale con i maggiori creditori). Si veda, ad esempio, nella procedura di *administration* (procedura nella quale l'attività d'impresa è normalmente continuata al riparo delle azioni dei creditori, in vista della ricerca di un accordo con i creditori) il *creditors' meeting* ha il potere di sostituire un *administrator* nominato dalla società (par. 97(1) della Schedule B1 dell'Insolvency Act 1986, introdotto dall'Enterprise Act 2002), o addirittura il potere di nominarlo direttamente spettante al creditore titolare di un privilegio generale sui beni dell'impresa o *floating charge* (par. 14(1) della Schedule B1 di cui sopra), come pure infine il potere di nominare un *liquidator* ai sensi dell'art. 100 dell'Insolvency Act 1986.

deliberare sulla vendita di beni a soggetti collegati al debitore o a prezzo inadeguato; rispettivamente § 162 e § 163), come importante è la possibilità che il comitato dei creditori venga adeguatamente remunerato a spese della massa e possa avvalersi di propri esperti. In questo senso sembra muoversi un recente progetto di legge, la cui approvazione è tuttavia del tutto incerta ⁽⁸¹⁾.

(D) *Prevedere un'organica procedura di ristrutturazione finanziaria.*

Le procedure concorsuali, nella massima parte dei casi (statistiche effettuate in modo indipendente in vari paesi parlano di oltre il 90 per cento), hanno il compito di liquidare l'attivo residuo rapidamente ed efficientemente ⁽⁸²⁾. Nei pochi casi in cui esista un attivo da gestire (casi che tuttavia sono spesso economicamente e socialmente rilevanti), occorre dare ai creditori la possibilità di partecipare ad un vero piano di ristrutturazione, evitando così che l'attivo debba essere *necessariamente* liquidato, e per di più in tempi che sono (o dovrebbero essere) rapidi. Ci sono infatti creditori (e soprattutto i creditori finanziari) che sono in grado di assumersi l'onere di tempi più lunghi di soddisfazione, se la dilazione è

⁽⁸¹⁾ Nel progetto di legge di riforma delle procedure concorsuali di iniziativa del gruppo parlamentare DS (DDL C. 5171), presentato il 20 luglio 2004, è prevista la possibilità per i creditori di deliberare, a maggioranza, la revoca del commissario giudiziale o del curatore per giusta causa, con deliberazione approvata dal tribunale, e per i creditori che rappresentino almeno il venti per cento del passivo la possibilità di proporre l'azione di responsabilità contro il commissario giudiziale o il curatore anche in carica per i danni arrecati alla massa dei creditori nell'esecuzione dell'incarico, i cui risultati positivi (a seguito di condanna o transazione) vadano a vantaggio della massa (art. 3, comma 3, lett. b). E' altresì prevista, sulla scorta di un'indicazione frequentemente contenuta nelle c.d. raccomandazioni di *best practices* internazionali, l'istituzione di un comitato nominato dai creditori, che può dare pareri vincolanti (ad esempio sulla scelta dei consulenti ed ausiliari nonché sulla nomina e revoca del curatore), "anche formato da professionisti da retribuire a spese della massa, con espressa possibilità che il comitato dei creditori si avvalga di propri consulenti o esperti" (art. 3, comma 3, lett. c).

Sembra invece muoversi nel solco tradizionale lo schema di disegno di legge di riforma reso pubblico nel luglio del 2004, redatto dalla commissione di esperti nominati dal ministro della Giustizia (lo si legga, fra l'altro, in *Fallimento*, supplemento al n. 8 del 2004): esso prevede l'attribuzione al consiglio dei creditori di maggiori poteri in materia di gestione (principalmente la necessità che il consiglio approvi il programma di liquidazione e autorizzi il curatore a stare in giudizio e a compiere determinati atti di gestione), ma non incide sulla quasi totale scissione fra deleganti (i creditori) e delegato (il curatore), il quale è nominato e revocato dal tribunale e non può essere destinatario di un'azione di responsabilità dei creditori finché la procedura non è chiusa, e solo previa autorizzazione del tribunale (artt. 59, 63, 64, 66 e 145 dello schema citato). Lo stesso consiglio dei creditori, ancorché in casi di particolare complessità possa essere retribuito (e questo è molto positivo), è pur sempre nominato dal giudice delegato senza consultazione con i creditori.

⁽⁸²⁾ La qual cosa impone di predisporre meccanismi di mercato volti all'alienazione dei cespiti e dell'azienda in attività, senza la pressione della liquidazione: a questa importantissima funzione adempiono, ad esempio, procedure tradizionalmente viste come conservative quali il Chapter 11 (M.J. ROE, *Chapter 11 and the Market*, relazione al convegno Cesifin "Riabilitazione e riorganizzazione del debitore insolvente", Firenze, 7 giugno 2002, che cita casi come Enron e Global Crossing, nei quali quasi tutti gli *assets* vennero venduti entro pochi mesi dall'apertura della procedura).

compensata da una maggiore soddisfazione delle loro pretese. In quest'ottica, mettere tutti i creditori nella stessa posizione equivale a dare un vestito unico per tutte le latitudini: troppo caldo per alcuni, troppo freddo per altri. Ben venga dunque la *par condicio* sostanziale, che consente di ritagliare per i creditori, secondo i loro rispettivi interessi, un vestito su misura e dunque di dar loro, se lo vogliono, azioni dell'impresa ormai ristrutturata ⁽⁸³⁾.

Auguriamoci che il pur timido segnale costituito dall'art. 4-*bis* della l. 39/2004 segni l'inizio di un'attenzione per i creditori come soci (involontari), ai quali dare una posizione di controllo dell'impresa in crisi: quell'impresa che i soci (veri) hanno scelto di non ricapitalizzare e di abbandonare.

15. *Conclusioni.*- Solo per chiarezza e per consentire il controllo della loro coerenza, ripercorro i passaggi logici del discorso che precede.

A) *Quanto al controllo dell'impresa solvibile:*

a1) fino a che il pagamento dei creditori non sia in pericolo, è giustificato che i soci, ancorché protetti dalla responsabilità limitata, scelgano i gestori dell'impresa;

a2) in tale contesto, può essere addirittura giustificato che i soci prelevino ricchezza dal patrimonio sociale addirittura *prima* che i creditori siano integralmente soddisfatti, purché ciò avvenga all'interno di un quadro di regole rigoroso e assistito da sanzioni, incentrato sul bilancio d'esercizio come strumento di accertamento della ricchezza prodotta dall'impresa ed eventuale "piano di riparto" di essa.

⁽⁸³⁾ L'art. 4-*bis* della l. 39/2004 (ulteriormente modificato dal d.l. 3 maggio 2004, n. 119, convertito in legge con l. 5 luglio 2004, n. 166) consente "*la suddivisione dei creditori in classi, secondo la posizione giuridica ed interessi economici omogenei*" (lett. a), nonché "*trattamenti differenziati fra creditori appartenenti a classi diverse*" (lett. b). E' stata soppressa, nel passaggio parlamentare, la seconda parte della lettera b, che nell'emendamento DS esplicitamente subordinava la diversità di trattamento alla "*condizione che il concordato sia conveniente per i creditori di ciascuna classe rispetto alle alternative concretamente praticabili e tutti i creditori partecipino in giusta misura ai vantaggi economici del concordato*" (formula mutuata dal § 245¹ n. 2, della Insolvenzordnung tedesca), ed è stata soppressa dal d.l. 119/2004 la "*possibilità di costituzione di autonome classi per i piccoli creditori e per i possessori di obbligazioni emesse o garantite dalla società in amministrazione straordinaria*", sostituita da una vaga considerazione della "*posizione dei piccoli risparmiatori persone fisiche, che abbiano investito in obbligazioni, emesse o garantite dall'impresa in amministrazione straordinaria*".

L'applicazione della nuova normativa nel piano di ristrutturazione di Parmalat presentato il 4 giugno 2004 appare invero alquanto cauta (si propone una sola classe di creditori chirografari) e per più versi discutibile (nella stessa classe sarebbero inclusi, sia pure con trattamenti differenziati, i creditori chirografari di tutte le società incluse nel piano, con una sostanziale privazione di qualsiasi valore al voto dei creditori, dato che la maggioranza si formerebbe con l'apporto di creditori con posizione economica e giuridica potenzialmente molto diversificata).

B) Quanto al controllo dell'impresa "in crisi":

b1) la struttura finanziaria dell'impresa, ancorché inizialmente equilibrata, per effetto di perdite ripetute può tuttavia trovarsi ad essere composta di solo debito;

b2) in questa situazione i creditori si trovano nella stessa situazione di "investitori senza diritti", situazione che non corrisponde a quella che era stata la loro scelta iniziale;

b3) quando il capitale di rischio risulti perduto, il debitore (e per l'imprenditore societario, gli amministratori, salvo quando essi siano responsabili per effetto di garanzie prestate) ha un incentivo ad assumere nuovi rischi, in quanto suoi sarebbero gli eventuali utili mentre le perdite graverebbero sui creditori;

b4) inoltre, quando la dimensione della massa debitoria sia tale da assorbire ogni prospettiva di utile netto, è del tutto razionale per il debitore non effettuare ulteriori investimenti anche quando l'impresa sia produttiva di ricchezza, mentre ciò arreca danno ai creditori, i quali ben potrebbero monetizzarne il valore;

b5) in un contesto di sopravvenuta assenza di capitale di rischio e di pericolo di perdite per i creditori la legge fa sorgere in capo al debitore ed agli amministratori di società nuovi ed importanti "doveri di protezione", civilmente e penalmente sanzionati, nei confronti dei creditori;

b6) tali doveri di protezione hanno tuttavia necessariamente una funzione provvisoria, ed è necessario trasferire il controllo dell'impresa e del patrimonio dal debitore ai suoi creditori al fine di assicurare la loro soddisfazione o comunque di ridurre le perdite attese.

C) Quanto alle procedure d'insolvenza:

c1) la funzione di trasferire il controllo dell'impresa dall'imprenditore ai suoi creditori è svolta, nei diversi ordinamenti, dalle procedure d'insolvenza;

c2) i creditori sono tuttavia un gruppo disomogeneo e non previamente organizzato, e dunque incapace di assumere decisioni collettivamente vantaggiose e tali da rendere massima la soddisfazione di tutti;

c3) oltre alla funzione di trasferimento del controllo ai creditori, le procedure d'insolvenza hanno dunque l'ulteriore funzione di *organizzare* l'esercizio del controllo in capo ai creditori, dotandoli di regole d'agire comune delle quali in precedenza essi erano privi, costituendo strutture per la gestione dell'incertezza e per l'organizzazione della collettività degli interessati;

c4) il trasferimento e l'organizzazione del controllo in capo ai creditori, lungi dall'avvenire in modo istantaneo, spesso creano una fase di incertezza e richiedono conoscenze che inizialmente sono solo a disposizione del debitore; ne consegue che, almeno in determinati casi, è interesse dei creditori non estromettere immediatamente quest'ultimo;

c5) anche a prescindere dalla fase iniziale del trasferimento del controllo, non di rado la collaborazione del debitore è utile in quanto egli, grazie al suo patrimonio di informazioni, è in grado di rivelare la crisi prima di qualsiasi esterno e, una volta emersa la crisi, di orientare l'esito della liquidazione a danno o a vantaggio dei creditori;

c6) la collaborazione del debitore, quando essa sia necessaria o utile nell'interesse dei creditori, può essere incentivata mediante la prospettiva di recuperare qualcosa dalla procedura concorsuale anche quando i creditori non siano stati interamente soddisfatti, cioè mediante una violazione di quello che sembrerebbe essere un ordine di priorità assoluto fra capitale di rischio e capitale di debito nella sopportazione delle perdite;

c7) proprio ad incentivare la collaborazione del debitore mirano, ad esempio, le procedure di concordato fallimentare e di concordato preventivo con garanzia, in ciò del tutto dissimili rispetto all'omologo istituto della conversione del pignoramento nell'espropriazione forzata "individuale", che richiede al debitore l'integrale pagamento dei debiti.

D) Quanto alla coerenza fra modello di controllo dell'impresa solvibile e controllo dell'impresa insolvente:

d1) l'economia di mercato su cui si fonda il nostro sistema presuppone la tutela dell'interesse al profitto dei fornitori di capitale di rischio (*residual claimants*);

d2) in nome di interessi meritevoli di tutela, la legge e la società nel suo insieme pongono *limiti* e impongono *correttivi* all'interesse dell'imprenditore privato al profitto, ma non possono metterlo in discussione pena la violazione della carta costituzionale e l'indebolimento delle fondamenta del sistema economico;

d3) di più, la legge può incoraggiare la consapevolezza della responsabilità sociale dell'impresa, che tuttavia si coniuga al profitto e non contrasta con questo;

d4) le procedure d'insolvenza, che sono una componente fondamentale del sistema economico, lungi dal poter rovesciare la gerarchia di interessi su cui esso si basa ed affermare valori autonomi, lo devono attuare in modo coerente;

d5) ne consegue che esse devono tutelare gli stessi interessi, e con la stessa forza, che vengono tutelati di fronte all'impresa solvibile;

d6) ne consegue ulteriormente che ciò che è consentito agli azionisti deve essere consentito anche ai creditori divenuti "investitori senza diritti" a seguito dell'insolvenza, e viceversa;

d7) che qualunque alterazione della tutela dei creditori rispetto a questo quadro di riferimento è frutto, da un lato della debolezza dei creditori che non sono rappresentati con la stessa efficacia con cui lo sono gli azionisti, e dall'altro dal fatto che l'impresa non prosegue normalmente, e dunque divengono

possibili comportamenti opportunistici a danno di chi, come spesso i lavoratori e talvolta i consumatori, ha fatto un investimento sulla sopravvivenza dell'impresa.

E) Quanto alla rispondenza delle attuali procedure concorsuali al modello di controllo della società insolvente:

e1) i creditori non hanno sostanzialmente alcun potere nella scelta del gestore del patrimonio dell'insolvente (curatore, commissario straordinario), che pure dovrebbe agire nel loro interesse;

e2) essi non dispongono di incisivi strumenti di indirizzo e controllo dell'azione del curatore (o commissario), né di efficaci strumenti di tutela, preventiva o risarcitoria, contro deviazioni del suo operato dal perseguimento del loro interesse;

e3) le procedure concorsuali sono il trionfo dei costi di delega (*agency costs*), e dunque, potenzialmente, dell'inefficienza.

F) In un'ottica di riforma:

f1) occorrerebbe prevedere una disciplina dei doveri di protezione degli amministratori verso i creditori allorché il soddisfacimento delle loro ragioni sia in pericolo;

f2) occorrerebbe che le procedure attribuissero ai creditori l'opzione (non l'obbligo) di sostituirsi coattivamente ai soci attuali, mediante soluzioni della crisi basate sulla costituzione di una nuova società o una ricapitalizzazione di quella insolvente ad opera dei creditori;

f3) occorrerebbe in ogni caso consentire ai creditori di scegliere, prima, e di controllare, poi, il loro rappresentante nella gestione (anche quando sia meramente liquidatoria) del patrimonio dell'insolvente;

f4) occorrerebbe infine prevedere un organico quadro di procedure che consentano (accanto ad una ristrutturazione *industriale*) una ristrutturazione *finanziaria*, oggi del tutto carenti, consentendo così ai creditori di beneficiare del fatto che l'attivo non viene liquidato (spesso a prezzo vile) ed anche consentendo - sulla scorta del precedente costituito dalla l. 39/2004 - trattamenti diversi per creditori aventi interessi economici diversi.