

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

GENNAIO/MARZO

2017

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE SCIENTIFICA**

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,  
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,  
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO  
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO  
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO  
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA  
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA  
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,  
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,  
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA  
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

## **DIREZIONE ESECUTIVA**

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,  
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA  
SEMERARO

## **COMITATO EDITORIALE**

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,  
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,  
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA  
STANCA

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

## **Proposte di concordato preventivo concorrenti, trasferimento del controllo ed esenzione dall'obbligo di opa per salvataggio "ostile"**

**SOMMARIO:** 1. Nuovi strumenti di contendibilità endoconcordatari e nuovi contesti di trasferimento del controllo delle società in crisi. 2. Proposte concorrenti di concordato preventivo e contendibilità del controllo delle società quotate. 3. Aumento del capitale in funzione della soluzione della crisi. La sottoscrizione di partecipazioni nell'alveo di un concordato preventivo su proposta concorrente: le ipotesi prospettabili. 4. L'esenzione da offerta pubblica d'acquisto successiva per salvataggio: i presupposti e la *ratio*. 5. Sussunzione dell'acquisizione di quota rilevante in esecuzione di un concordato ostile nella esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lettera b, n. 1, (i), del Regolamento Emittenti. 6. Le difese dell'emittente.

### *1. Nuovi strumenti di contendibilità endoconcordatari e nuovi contesti di trasferimento del controllo delle società in crisi.*

Gli ultimi interventi di riforma della legge fallimentare ed in particolare la novella del 2015 hanno realizzato un progressivo ampliamento del c.d. mercato dell'insolvenza<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Le riforme e le controriforme succedutesi negli ultimi anni si sono caratterizzate per un andamento altalenante, il quale non ha favorito il consolidamento di un diritto vivente. La certezza del diritto in tale materia è minacciata dal continuo mutamento del dato normativo. L'intervento del legislatore non si è arrestato neppure negli ultimi mesi, nonostante fossero già stati avviati i lavori per una riforma organica (cfr. il disegno di legge delega elaborato dalla Commissione Rordorf, approvato dalla Camera dei Deputati e trasmesso al Senato della Repubblica il 3 febbraio 2017; per un esame dei contenuti cfr., *ex pluribus*, i contributi di V. CALANDRA BUONAURA, A. JORIO, G. MEO, P. MONTALENTI, R. SACCHI, G. SCOGNAMIGLIO, G. TERRANOVA, *Verso un nuovo diritto della crisi d'impresa?*, in *Giur. comm.*, 2016, 915 ss.). Coevo ai lavori della Commissione Rordorf è in particolare il D. 83/2015 convertito nella L. 132/2015 (c.d. miniriforma del 2015). Con tale intervento, mediante la reintroduzione di soglie minime di soddisfazione del ceto creditorio e la soppressione del silenzio assenso ai fini dell'approvazione delle proposte di concordato preventivo, si è tentato di contenere alcune tendenze riscontratesi nella prassi. Nello specifico, nelle procedure aperte dopo il 2006, si è osservato che i debitori hanno frequentemente offerto ai creditori livelli di soddisfazione prossimi allo zero e spesso non coerenti con le effettive potenzialità dell'attivo. Con la miniriforma, per altro verso, si è rafforzata l'apertura al mercato ed ampliata la contendibilità dell'attivo, delle aziende e degli *assets* delle imprese soggette a procedure concorsuali. In particolare, i terzi sono stati ammessi

Dapprima il fenomeno ha riguardato il concordato fallimentare e si è concretizzato nell'attribuzione della legittimazione alla proposta di concordato ai terzi ed ai creditori; in guisa che, a prescindere dalla cooperazione del fallito<sup>2</sup>, agli eventuali interessati è stata concessa la possibilità di acquisire l'azienda e/o l'attivo residuo assumendo l'iniziativa di proporre ai creditori, in via autonoma, una soluzione alternativa alla prosecuzione della liquidazione fallimentare<sup>3</sup>.

---

alla formulazione di proposte concorrenti di concordato preventivo e di offerte concorrenti (cfr. i nuovi contenuti degli artt. 163 e 163 *bis* l. fall.). Mediante l'introduzione del procedimento competitivo di cui all'art. 163 *bis* l. fall. è stato reso contendibile anche ciò (beni, aziende e rami di esse) che era stato negoziato dal debitore e trasfuso in proposte di concordato cc.dd. chiuse o preconfezionate. Nella Relazione di accompagnamento alla miniriforma si fa riferimento anche ad un ulteriore mercato che le novità normative mirerebbero a rafforzare, ossia quello dei *distressed debts*, l'acquisto di crediti concorsuali deteriorati potrebbe infatti risultare utile per guadagnare la legittimazione alla presentazione di proposte concorrenti. Per un esame dei nuovi strumenti di contendibilità endoconcorsuali si consenta il rinvio a M. RANIELI, *Prove di contendibilità nel concordato preventivo e fallimentare*, in corso di pubblicazione. In argomento, tra gli altri, cfr. i contributi di S. AMBROSINI, *Il nuovo diritto della crisi d'impresa: l. 132/15 e prossima riforma organica. Disciplina, problemi, materiali*, Bologna, 2016; F. LAMANNA, *La legge fallimentare dopo la miniriforma del D.l. n. 83/2015*, in *Il Civilista*, 2015; G. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Fall.*, 2015, 1163 ss.; M.L. VITALI, *Profili di diritto societario delle «proposte concorrenti» nella «nuova» disciplina del concordato preventivo*, in *Riv. soc.*, 2016, 870 ss.

<sup>2</sup> Prime della riforma del 2006, nella procedura di concordato fallimentare i terzi avrebbero potuto assumere la veste di assuntori nell'alveo di una proposta proveniente dal fallito (su tale fattispecie, per tutti, V. DI CATALDO, *Il concordato fallimentare con assunzione*, Milano, 1976). Non era infrequente che fallito ed assuntore negoziassero l'inserimento di benefici per il fallito nella proposta al fine di incentivare quest'ultimo ad assumere l'iniziativa. Sicché, l'intervento di terzi non avrebbe potuto assumere connotati di ostilità, né avvenire in mancanza di accordo col fallito ed ancor meno a sua insaputa. Secondo F. D'ALESSANDRO, *Il «nuovo» concordato fallimentare*, in *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, a cura di Di Marzio e Macario, Milano, 2010, 400, la pratica di accordare al fallito un pedaggio, in cambio della firma sulla proposta di concordato, era «odiosa in quanto in questo modo il debitore, che già aveva arrecato danno ai creditori con la propria insolvenza, li danneggiava ancora una volta con questa speculazione».

<sup>3</sup> All'indomani delle modifiche apportate all'art. 124 l. fall. si è constatato che il concordato fallimentare avesse assunto una nuova funzione marcatamente speculativa e tale da giustificare un impegno degli interpreti diretto a delimitare i diritti del fallito ed a ricostruire un apparato di tutele azionabili a fronte di concordati ostili e finanche espropriativi. Rispetto al passato, il terzo speculatore

Nel 2015, l'apertura al mercato ha interessato anche la disciplina del concordato preventivo: in presenza di determinate condizioni<sup>4</sup>, ai

---

non dovrà negoziare con il fallito la presentazione di una proposta con assuntore e potrà assumere una iniziativa anche avversa al fallito. Su tali profili, senza pretesa di completezza cfr. AA.VV., *Il concordato fallimentare. La disciplina nel nuovo diritto concorsuale: da mezzo di cessazione del fallimento a strumento d'investimento*, a cura di Pacchi, Milano, 2008; G. BUCCARELLA, *Il concordato fallimentare, coattivo e straordinario*, Milano, 2016; G. D'ATTORRE, *I concordati ostili*, Milano, 2012; M. FABIANI, *La proposta del terzo nel concordato fallimentare*, in *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, a cura di Di Marzio e Macario, Milano, 2010, 413 s.; ID., *La competizione tra più proposte di concordato fallimentare*, in *Fall.*, 2009, 352; ID., *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009; A. JORIO, *Fallimento e concordato fallimentare*, Milano, 2016; F. GUERRERA, *Le soluzioni concordatarie*, in AA.VV., *Diritto fallimentare. Manuale breve*, Milano, 2008; ID., *Aspetti problematici della nuova disciplina del concordato fallimentare*, in *Fall.*, 2008, 9; G. LO CASCIO, *Il concordato fallimentare: aspetti attuali e prospettive future*, in *Fall.*, 2011, 987; A. BOTTAI, *Il concordato con pregiudizio del fallito: è abuso del diritto – abutendo iuribus? Il concordato fallimentare tra mercato, equità e giusto processo*, in *Fall.*, 2012; 34 ss.

<sup>4</sup> La presentazione di proposte concorrenti di concordato preventivo è ammessa successivamente al deposito, da parte del debitore, della domanda di concordato "in pieno", ossia completa del piano e dei documenti a corredo ed in particolare della situazione economico patrimoniale, dalla quale potrà desumersi l'ammontare dell'esposizione debitoria, al fine di verificare la sussistenza, in concreto, della legittimazione del proponente concorrente; quest'ultima è, infatti, subordinata alla titolarità di una quota di crediti concorsuali pari al dieci per cento del monte crediti complessivo detratti i crediti infragruppo. Ai fini dell'ammissibilità, inoltre, dall'attestazione del professionista di cui all'art. 161, 3°, l. fall., depositata dal debitore, non deve risultare che la proposta di quest'ultimo assicura la soddisfazione dei creditori chirografari in misura non inferiore al quaranta per cento o al trenta per cento (rispettivamente se il concordato è di tipo liquidatorio o in continuità aziendale). Tali ultime percentuali costituiscono le c.d. soglie di apertura al mercato. Qualora la proposta del debitore si mantenesse sotto tali percentuali, i creditori che, anche per effetto di acquisti avvenuti dopo il deposito della domanda, fossero titolari della quota di crediti concorsuali necessaria possono proporre ai creditori una soluzione alternativa a quella del debitore. In merito alle regole di legittimazione, parrebbe corretto sostenere, nonostante l'ambiguità del dato normativo, che anche le società appartenenti al gruppo della debitrice (controllante, controllate e consorelle) se creditrici possano presentare proposte concorrenti (in senso contrario cfr., però, G. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, cit. 1168 ss.); inoltre, l'acquisto di una quota di crediti concorsuali, pari al dieci per cento, assegna la legittimazione anche a chi (terzo) non fosse originariamente creditore concorsuale. Sotto il profilo procedimentale, le proposte concorrenti possono essere depositate entro non oltre trenta giorni prima dell'adunanza dei creditori. In presenza

creditori è stata riconosciuta la legittimazione alla presentazione di proposte di concordato concorrenti con quella del debitore (cfr. art. 163 l. fall.); quest'ultimo permane tuttavia l'unico legittimato a presentare la domanda di ammissione alla procedura<sup>5</sup>. I creditori potranno quindi formulare una proposta alternativa ma nell'ambito del procedimento aperto su ricorso dell'impresa debitrice e sempre che la proposta di quest'ultima non superi determinate soglie di soddisfazione dei creditori<sup>6</sup>: in tale ultima ipotesi il concordato non è contendibile.

---

di una pluralità di proposte esse saranno sottoposte al voto contemporaneamente e prevarrebbe la proposta approvata con più consensi e – a parità di voti – quella del debitore. Se dopo una prima votazione nessuna raggiungesse la necessaria maggioranza si procederà ad una seconda votazione sulla sola proposta che abbia ottenuto più consensi (c.d. *barrage*). Per un esame dei contenuti di tale nuova disciplina cfr. G. D'ATTORRE., *Le proposte "ostili"*, in AA.VV., *La nuova miniriforma della legge fallimentare*, a cura di Sandulli-D'Attorre, Torino, 2016, 117 ss.; A. ROSSI, *Il contenuto delle proposte concorrenti del concordato preventivo (prime riflessioni)*, in *ilcaso.it*, 2015.

<sup>5</sup> Tale circostanza imprime alla domanda del debitore una valenza decisamente diversa rispetto alle proposte depositate dai concorrenti, non soltanto costituisce il presupposto per l'ingresso di altre proposte, ma si rivela essenziale per tutto il corso del procedimento, perché un'eventuale rinuncia del debitore al concordato potrebbe produrre l'arresto del procedimento e travolgere anche le proposte concorrenti (in tal senso, condivisibilmente, *ex pluribus*, cfr. S. AMBROSINI, *Il nuovo concordato preventivo alla luce della "miniriforma" del 2015*, in *Dir. fall.*, 2015, 372, il quale ritiene che le proposte concorrenti in quanto non possono precedere l'iniziativa del debitore stanno e cadono con la domanda del debitore; in termini analoghi, G. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, cit., 1173; M. FABIANI, *Riflessioni sistematiche sulle addizioni legislative in tema di crisi d'impresa*, cit., 30; *contra* Trib. Monza, *Circolare del 19 gennaio 2016*, consultabile al [www.tribunale.monza.giustizia.it](http://www.tribunale.monza.giustizia.it), il quale sostiene che in caso di rinuncia del debitore la procedura prosegue e sarà incentrata sulla proposta concorrente). Del resto, l'attuale disciplina non riconosce ai creditori la possibilità di presentare un ricorso di concordato preventivo né il potere di costringere il debitore a risolvere la propria crisi mediante accesso a tale specifica procedura concorsuale. Il progetto di riforma della Commissione Rordorf prevede, invece, che i creditori ed i terzi – qualora il debitore versi in stato di insolvenza – possano avanzare, in via autonoma, una domanda di concordato preventivo (cfr. art. 6 DI 3671 *bis*, approvato dalla Camera).

<sup>6</sup> La differenza tra concordato liquidatorio, con soglia al quaranta per cento, e concordato in continuità, con soglia al trenta per cento, dà evidenza di un maggior *favor* per il concordato che preveda la continuità aziendale (in tal senso anche D. BELTRAMI, *Le recenti (ulteriori) modifiche al concordato preventivo dell'estate*

Nel caso in cui il debitore che accede al concordato preventivo sia una società per azioni o una società a responsabilità limitata, gli attuali contenuti dell'art. 163, 5°, 1. fall. consentono l'immissione sul mercato non soltanto del patrimonio dell'impresa ma anche delle partecipazioni (azioni o quote) emesse dalla stessa società debitrice. Intervenendo su una questione dibattuta<sup>7</sup>, il legislatore ha espressamente affermato che la proposta concorrente di concordato preventivo possa prevedere un aumento del capitale con contestuale limitazione o esclusione del diritto di opzione. Le partecipazioni di nuova emissione potrebbero quindi essere riservate, in tutto o in parte, a terzi: siano essi gli stessi creditori proponenti il concordato o altri soggetti (a loro volta creditori oppure meri investitori) eventualmente selezionati dai proponenti.

Con il ricorso a tale possibilità, chi avanza la proposta concorrente non si limita all'acquisizione del patrimonio della società in

---

2015, in *ilcaso.it*, 2016, 24). Per il calcolo delle soglie, stante la coincidenza della formulazione letterale, potrebbero trovare applicazione i criteri individuati dalla giurisprudenza per determinare la soglia del venti per cento prevista all'art. 160 l. fall. (per la soluzione di alcune questioni dubbie, cfr. Trib. Pistoia, 29 ottobre 2015, in *www.unijuris.it*, il quale: 1) esclude che nel caso di più classi la soglia debba essere rispettata per ciascuna di esse, giacché rileverebbe il complessivo ammontare” dei crediti chirografari soddisfatti e non il singolo credito; 2) estende la rilevanza della soglia anche al trattamento dei creditori privilegiati falcidiati).

<sup>7</sup> Già in seguito alle novità apportate nella disciplina del concordato fallimentare si era posta la questione della possibilità che le partecipazioni della stessa società fallita formassero oggetto di una proposta di concordato, con conseguente emersione della peculiarità della posizione dei soci della fallita, rispetto ad una tale prospettiva. Il dubbio concerneva, in altri termini, la possibilità che la proposta (del fallito o anche degli altri legittimati) potesse estendersi alla riorganizzazione del soggetto e non limitarsi alla ristrutturazione del debito. In tale ultimo senso cfr. G. FERRI jr, *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 762; *contra* F. GUERRERA – M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di “riorganizzazione”*, cit., 33. Sul medesimo tema con riferimento alle grandi società insolventi cfr. F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *riv. soc.*, 2010, 60 ss. I termini del dibattito sono certamente diversi a seguito delle modifiche apportate nel 2015, per un quadro di riferimento, cfr. N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, in *Giust. civ.*, 2016, 365 ss. Sulla neutralità della struttura del soggetto rispetto al risanamento concordatario cfr., V. PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. Soc.*, 2017, 100 ss.

concordato ma realizza, al contempo, una scalata interna alla società debitrice<sup>8</sup>, con un'operazione potenzialmente idonea a produrre il trasferimento del controllo della società ammessa alla procedura concorsuale. Ed invero, a seconda dell'ammontare delle partecipazioni sottoscritte, il nuovo socio (o i nuovi soci) potrebbero acquisire una percentuale rilevante del capitale sociale risultante dall'aumento e, in ipotesi, conseguire il controllo c.d. di diritto o, una quota di azioni sufficiente all'esercizio di un'influenza dominante sulla emittente (v. art. 2359 c.c.)<sup>9</sup>.

La previsione di un aumento del capitale da riservare a terzi, a servizio di un piano di risanamento o di ristrutturazione, potrebbe essere inclusa anche nella proposta di concordato presentata dalla stessa società debitrice e la concreta fattibilità dell'operazione, in tal caso, dipenderebbe dalla cooperazione dei soci i quali, o preventivamente o in sede di esecuzione, dovrebbero approvare la ricapitalizzazione e rinunciare, in tutto o in parte, al loro diritto di opzione<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Sulla portata di tale operazione e sulle difficoltà tecniche del coordinamento tra regole del diritto della crisi e regole del diritto societario cfr. F. GUERRERA, *La ricapitalizzazione "forzosa" delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, in *Dir. fall.* 2016, 420 ss; N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., 365 ss.

<sup>9</sup> Rileva puntualmente V. PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, cit., 110, che il mutamento coattivo del controllo costituisca un fine immediato della proposta concorrente come si evince dal meccanismo di *enforcement* previsto dall'art. 185, 6°, l. fall. e da altri frammenti normativi, la cui giustificazione razionale risiederebbe proprio nel rendere possibile siffatto obiettivo. La conferma sarebbe data anche dalla circostanza che il quinto comma dell'art. 163 l. fall. menzioni soltanto la società per azioni e la società a responsabilità limitata, ossia proprio i tipi societari per i quali è configurabile un'acquisizione del controllo fondata sulla mera assunzione di partecipazioni sociali. Nella stessa prospettiva, secondo l'autore, deve essere inteso il contenuto dell'art. 185, ultimo comma, l. fall, il quale al fine di far conseguire a colui che ha formulato la proposta concorrente il controllo, (anche) contro la volontà dei soci attuali, attribuisce al proponente «*il potere di imporre alla società target la deliberazione di un aumento di capitale "riservato"*».

<sup>10</sup> L'apertura di una procedura concorsuale non incide sulle competenze di natura organizzativa degli organi societari e, pertanto, gli stessi mantengono le loro originarie competenze (sul tema, tra i più, cfr. F. GUERRERA, *Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi*, in *Riv. soc.*,

L'aumento di capitale previsto nella proposta di concordato del concorrente sarebbe, invece, certamente conseguibile (fattibile): il legislatore del 2015 ha, infatti, introdotto (cfr. art. 185 l. fall.) strumenti di tutela reale, mediante i quali neutralizzare l'eventuale ostruzionismo dei soci ed ottenere coattivamente il risultato programmato. Qualora i soci si rifiutassero di deliberare la ricapitalizzazione alle condizioni previste nella proposta concorrente omologata, il terzo proponente potrebbe, infatti, richiedere al tribunale la nomina di un commissario *ad acta*; a tale soggetto potrebbe essere accordato il potere di convocare l'assemblea straordinaria dei soci per la deliberazione dell'aumento del capitale, nonché il potere di esercitare, in tale assemblea, il voto, in luogo dei soci (art. 185, u.c., l. fall.).

Le nuove disposizioni di cui agli artt. 163 e 185 l. fall investono, quindi, anche il diritto societario giacché, mediante la previsione di forme coattive di esecuzione del concordato di una società: ammettono deroghe alla disciplina del diritto di opzione; consentono la diluizione delle partecipazioni<sup>11</sup>; alterano la sfera di competenze e

---

2013, 1114 ss. La collaborazione dei soci potrebbe, tuttavia, non essere necessaria se si condividesse l'opinione che gli amministratori, in seguito all'omologazione della proposta di concordato, abbiano il potere di dare esecuzione a tutte le operazioni previste dal piano (cfr. G. FERRI JR., *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Torino, 2014., 95 ss.) sì da poter procedere anche all'aumento programmato senza la necessità dell'intervento decisionale dei soci. Per vero, la possibilità di superare l'ostruzionismo dei soci a deliberare l'aumento di capitale previsto dalla proposta della stessa società debitrice potrebbe essere individuata negli attuali contenuti dell'art. 185, u.c., l. fall. Non pare azzardato ritenere che si possa ricorrere agli strumenti di tutela reale previsti da tale disposizione anche nel caso in cui ad essere omologata fosse stata la proposta della società debitrice, non individuandosi ragioni per assicurare all'esecuzione della proposta concorrente strumenti coattivi diversi e più efficaci di quelli di cui si potrebbe giovare la debitrice per l'esecuzione della propria proposta.

<sup>11</sup> L'impatto della nuova disciplina non pare giungere fino a rendere possibile l'estinzione della partecipazione sociale e la perdita dello status di socio. Tale effetto si potrebbe invero ipotizzare considerando la possibilità che l'aumento del capitale sia preceduto – ricorrendone i presupposti – da una delibera di riduzione o addirittura di azzeramento. La natura eccezionale delle norme di cui all'art. 185, u.c., l. fall. induce a privilegiarne una lettura restrittiva, sicché la decisione che i soci potranno essere costretti a subire è soltanto quella di aumento del capitale e non quella di riduzione o azzeramento del capitale. Ciò implica che l'aumento di capitale

la discrezionalità degli organi societari; definiscono per le società ammesse al concordato un sistema di regole speciali<sup>12</sup>. Tali nuove regole si sommano ad altre ed integrano quel corpo di norme in via di implementazione costituente il c.d. diritto societario della crisi<sup>13</sup>.

Le questioni sottese al fenomeno competitivo interno alle procedure di concordato nelle quali il titolare dell'impresa sia una

---

coattivo dovrebbe avvenire per valori tali da assorbire le perdite. In tal senso, cfr. GUERRERA, *La ricapitalizzazione "forzosa" delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, cit., 426 ss. Sul tema v. anche VATTERMOLI, *Soluzioni negoziate della crisi e capitalizzazione dei crediti*, in *GiustiziaCivile.com*, 16 aprile 2016, 4 ss., il quale ritiene che in ipotesi di preliminare decisione di azzeramento del capitale il diritto di opzione potrebbe essere soltanto limitato, in ossequio al principio della indisponibilità della qualità di socio da parte dell'assemblea.

<sup>12</sup> Rileva puntualmente V. PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. Soc.*, 2017, 100, che il problema alla base dell'art. 185 l. fall. e, più in generale, dell'attuazione di un piano concordatario mirato alla riorganizzazione (anche) strutturale dell'ente risiede nella interferenza fra le regole di diritto fallimentare sull'esecuzione del concordato omologato e le regole di diritto societario sul procedimento decisionale delle operazioni straordinarie previste nel piano ed essenziali al programma di ristrutturazione (aumento di capitale con eventuale esclusione del diritto di opzione, conversione di debiti in capitale di rischio, ecc.). L'autore sottolinea inoltre che il diritto concorsuale qualifica l'esecuzione del concordato approvato dai creditori e omologato dal tribunale come un'attività doverosa "con una sostanziale riduzione della discrezionalità che, in condizioni normali, costituirebbe l'essenza delle decisioni sociali". Sugli effetti delle nuove regole sugli organi societari v. anche M.L. VITALI, *Profili di diritto societario delle «proposte concorrenti» nella "nuova" disciplina del concordato preventivo*, cit., 870 ss.

<sup>13</sup> Nella disciplina del concordato preventivo sono state introdotte alcune previsioni incidenti sul diritto societario (artt. 182 *quater*, 182 *quinquies*, 182 *sexies* l. fall.), riguardanti i finanziamenti dei soci e i finanziamenti infragruppo a favore della società in crisi e deroghe alla disciplina della riduzione del capitale per perdite in ipotesi società ammessa al concordato. A tali disposizioni oggi certamente si sommano quelle di cui agli artt. 163 e 185 l. fall. Sul ruolo da assegnare al c.d. diritto societario della crisi, cfr. C. IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (diritto societario quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2016, spec. 1031 ss.; P. MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 820 ss.; A. NIGRO, *Diritto societario e procedure concorsuali*, in *Il Nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 177 ss.; U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Torino, 2014, 14 ss.

società di capitali sono molteplici<sup>14</sup>, in questa sede preme evidenziare un profilo di possibile interferenza tra la innovata disciplina del concordato preventivo e la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto.

## *2. Proposte concorrenti di concordato preventivo e contendibilità del controllo delle società quotate.*

Le nuove forme di apertura al mercato introdotte nella legge fallimentare parrebbero riflettersi anche sulla disciplina delle società quotate, secondo sviluppi ancora non esplorati dagli interpreti. Ed invero, nei casi in cui il trasferimento del controllo o l'acquisizione di quote rilevanti di società quotate avvenga in esecuzione di un concordato (su proposta) concorrente, si potrebbe prospettare l'applicazione cumulativa di regole di diritto della crisi e di regole di diritto societario, nell'ambito di queste ultime rileverebbero soprattutto quelle destinate a regolare le vicende circolatorie del controllo delle società quotate, ed in particolare la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto.

Ed infatti, nella misura in cui si consente a terzi di sottoscrivere partecipazioni di una società, all'esito di una competizione tra più proposte di concordato di cui una proveniente dalla stessa società debitrice, parrebbe essere stato delineato un nuovo contesto nel quale è possibile contendersi il controllo societario anche delle società quotate in crisi. Chi fosse interessato alla scalata di una società quotata potrebbe, ora, profittare dell'apertura di una procedura di concordato preventivo sottosoglia di blocco al mercato e, previa acquisizione di una quota di crediti legittimante<sup>15</sup>, formulare, in competizione con la

---

<sup>14</sup> Il tema è complesso e sollecita numerosi dubbi interpretativi e ricostruttivi, la cui rilevanza giunge a coinvolgere anche la tutela del diritto di proprietà dell'imprenditore in crisi e la salvaguardia dei diritti dei soci di società di capitali. La contendibilità si atteggia inoltre peculiarmente nell'ambito del gruppo di società e nel concordato in continuità aziendale. Per un quadro delle aree di criticità della disciplina del fenomeno si rinvia a M. RANIELI, *Prove di contendibilità*, cit., 219 ss.

<sup>15</sup> Per alcune osservazioni critiche su tale soglia, cfr. G. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, cit., 1165, in nota 8, il quale ritiene che essa sia elevata e che ciò necessariamente comporterà che il cessionario, per acquisire la legittimazione, dovrà rivolgersi a creditori forti, costituiti di regola dal ceto bancario,

società bersaglio (debitrice), una proposta di concordato, mediante la quale programmare la sottoscrizione di un deliberando aumento di capitale, in misura tale da consentire al sottoscrittore l'acquisizione del controllo societario. La medesima iniziativa potrebbe essere contestualmente assunta anche da più contendenti. La selezione della proposta vincente, tra quelle giudicate ammissibili dal tribunale, sarebbe effettuata dai creditori e la proposta concorrente omologata si gioverebbe delle tutele reali di cui all'innovato testo dell'art. 185 l. fall.

Con la presentazione di una proposta di concordato preventivo potrebbe, allora, essere realizzata una scalata ostile alla emittente, in modo diverso ed alternativo rispetto ad altre operazioni di acquisizione di partecipazioni di controllo, ed in particolare in modo diverso dalla promozione di un'offerta pubblica d'acquisto volontaria, anche preventiva<sup>16</sup>.

La partecipazione alla competizione endoconcordataria è, peraltro, operazione meno complessa rispetto al lancio di un'offerta pubblica:

---

giacché la quota del dieci per cento difficilmente potrebbe raggiungersi acquistando crediti vantati da fornitori o da lavoratori.

<sup>16</sup> L'offerta pubblica di acquisto volontaria costituisce un'operazione liberamente decisa dal soggetto che la promuove, la quale costituisce tuttavia una forma di acquisizione di partecipazioni estremamente procedimentalizzata, soggetta al controllo della Consob, oltre che sottoposta a regole di trasparenza, pubblicità e passività (cfr. art. 101 *bis* ss. T.u.f.). Sulla relazione tra offerte pubbliche di acquisto e trasferimento del controllo, *ex pluribus*, cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna 2002, 156.; WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato Colombo-Portale*, 10, Torino, 1993, 362 ss. M. STELLA RICHTER, *A proposito della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche di acquisto e dei suoi interpreti*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano, Giuffrè, 2010, p. 203 ss.; M. GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004; P. MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1995. Per un esame delle regole di contenuto e di procedimento delle offerte pubbliche di acquisto cfr. anche F. MUCCIARELLI, *Offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, Torino, 2014, 39 ss.; F. ANNUNZIATA – M. VENTUROZZO, *L'armonizzazione europea del diritto delle società per azioni quotate. La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Il diritto societario europeo e internazionale*, diretto da Benedettelli e Lamandini, Torino, 2016, 431 ss. Sulle alterne vicende della regola di passività v. P. MONTALENTI, *Mercato del controllo e contendibilità: il ragionevole declino della passivity rule*, in *Il diritto delle società oggi*, a cura di Benazzo, Cera, Patriarca, Torino, 2011, 631 ss.

diversamente da quest'ultima, la presentazione di una proposta concorrente richiede pochi adempimenti formali e sopporta minori oneri informativi. Il proponente concorrente può, infatti, "sfruttare" la produzione documentale depositata dalla società debitrice e limitarsi ad integrare, ma soltanto se sarà necessario, la relazione dell'attestatore sulla fattibilità del piano<sup>17</sup>.

La possibilità che le società quotate accedano al concordato preventivo e l'eventualità che in tale sede si proceda ad una ricapitalizzazione "forzosa"<sup>18</sup> induce ad interrogarsi sull'interferenza, in tale vicenda, di quelle regole che, nell'alveo della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, sono – del pari – destinate a regolare la sottoscrizione di azioni di società quotata in crisi, sebbene con la particolare finalità di esentare i sottoscrittori dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto successiva. Il vantaggio di una scalata endoconcordataria potrebbe risultare ancora più significativo se si concludesse che, alla luce del complessivo ed innovato quadro normativo e della coesistenza delle discipline, il sottoscrittore dell'aumento coattivo che avesse acquisito una quota superiore alle soglie di cui all'art. 106 T.u.f.<sup>19</sup>, si gioverebbe anche dell'esenzione

---

<sup>17</sup> L'ultimo periodo del quarto comma dell'art. 163 l. fall., con riferimento alla proposta concorrente, stabilisce che la relazione di cui al comma terzo dell'articolo 161 può essere limitata alla fattibilità del piano per gli aspetti che non siano già oggetto di verifica da parte del commissario giudiziale, e può essere omessa qualora non ve ne siano. Alla luce di tale previsione è ammessa la presentazione di proposte concorrenti nelle quali è pressoché riprodotto lo stesso contenuto della proposta della debitrice. Rileva A. ROSSI, *Il contenuto delle proposte concorrenti del concordato preventivo (prime riflessioni)*, cit., 5 ss. che le proposte dei terzi potrebbero finanche essere "parassitarie", ossia non distinguersi, se non per un *quid pluris* anche di modesta rilevanza, rispetto a quella della debitrice.

<sup>18</sup> Per tale qualificazione e per i problemi interpretativi ed applicativi dell'operazione cfr. F. GUERRERA, *La ricapitalizzazione "forzosa" delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, cit., 420 ss.

<sup>19</sup> Per effetto delle modifiche apportate dal c.d. Decreto competitività, (D.L. n. 91 del 2014, conversione con modifiche nella L. n. 116 del 2014), per le società diverse dalle PMI, l'opa obbligatoria c.d. successiva sorge per effetto dell'acquisizione di partecipazioni in misura superiore al trenta per cento, o in misura superiore al venticinque per cento, in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata. Per le PMI quotate la soglia è stabilita dallo stesso statuto della società emittente (nell'ambito di una forbice compresa tra il venticinque ed il quaranta per cento) e potrà variare quindi da società a società. La possibilità della maggioranza statutaria del diritto di voto (art. 127 *quinquies* T.u.f.) ha comportato

per salvataggio prevista dal quinto comma lett. a) di tale ultima disposizione.

---

una ulteriore modifica alla disciplina dell'opa obbligatoria: l'obbligo sorge, infatti, anche al raggiungimento di una soglia di voto pari al trenta per cento, la quale potrebbe essere superata anche in ipotesi in cui non sia raggiunta la soglia da partecipazione al capitale, ciò per effetto di una eventuale maggiorazione del diritto di voto (art. 106 T.u.f.). In ogni caso la partecipazione rilevante concerne titoli che attribuiscono il voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza. Il fondamento giustificativo dell'obbligo risiede sia nel principio di parità di trattamento che nella salvaguardia del c.d. diritto di *way-out*. La parità di trattamento è individuata nella possibilità che tutti i titolari delle azioni possano partecipare alla distribuzione del c.d. premio di controllo. Il diritto di uscire dalla società è invece connesso al mutamento del controllo ed alla eventualità che il nuovo titolare non sia gradito ai soci di minoranza. Il mutamento del controllo si presume avvenire nel caso in cui un nuovo soggetto venga a detenere una partecipazione nelle misure indicate dalla legge. L'obbligo di offerta pubblica, in ogni caso, prescinde dall'eventualità che la soglia di legge, nel caso concreto, non assegni all'acquirente il controllo; semmai tale situazione potrà giustificare un'esonazione dall'obbligo. Sulla disciplina e sulle ragioni giustificative dell'opa obbligatoria cfr., tra i numerosi contributi, L. ENRIQUES, *Il mercato del controllo societario*, cit., 11 ss.; R. LENER, *Le offerte obbligatorie*, in *Le offerte pubbliche di acquisto. Commento agli artt. 101 bis ss. T.u.f., così come modificati dal d. lgs. n. 229/2007, dalla legge n. 2/2009 e dal d. lgs. n. 146/2009*, a cura di Stella Richter Jr., Torino, 2001, 163 ss.; F. MUCCIARELLI, *Offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., 134 ss. In relazione alla scelta della soglia fissa, v. R. WEIGMAN, *Art. 106. Opa totalitaria*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 910; M. TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008, 150 ss. Per un'analisi che tenga conto anche delle più recenti modifiche normative, cfr. F. ANNUNZIATA – M. VENTUROZZO, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, cit., 431 ss.; C. ANGELICI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'opa*, in *Giur. comm.*, 2015, 214 ss.; C. MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *NLCC*, 2015; A. TUCCI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di Capriglione, Padova, 2015, 620 ss. In merito alle conseguenze dell'inadempimento dell'obbligo di promuovere l'opa ed alla natura della responsabilità a cui si espone l'inadempiente, si registra un acceso dibattito, sul tema si è recentemente pronunciata anche la Cassazione (Cass., 10 febbraio 2016, n. 2665, caso Fondiaria Sai), con nota di A. POMELLI, *Inadempimento dell'obbligo di opa totalitaria e tutela risarcitoria: il caso è chiuso (?)*, in *Soc.*, 2016, 564 ss. Sul tema, tra i più, v. anche G. MERUZZI, *Responsabilità da contatto, culpa in contrahendo, e dintorni: il caso SAI-Fondiaria-Mediobanca tra vecchi pregiudizi e nuove prospettive*, in *Giur. mer.*, 2007, 2578 ss.; L. DELLA TOMMASINA, *Violazione dell'obbligo di opa e tutela degli azionisti esterni*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2014, 761 ss.

Tra la disciplina della contendibilità del controllo di società quotate e le nuove fattispecie competitive della legge fallimentare si rinvengono profili di vicinanza anche concettuale; non pare casuale che il legislatore e gli studiosi del diritto fallimentare abbiano mutuato le categorie linguistiche della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. Ed invero, si fa frequente riferimento ai concordati “ostili”, alla contendibilità, alle proposte concorrenti e, da ultimo, ci si interroga sugli strumenti di difesa azionabili dalla società debitrice per resistere ai concorrenti. Tuttavia, in merito al trasferimento del controllo delle società quotate, le nuove disposizioni della legge fallimentare non parrebbero atte a stimolare riflessioni ed accostamenti di rilevanza soltanto teorica ma avere la portata di sollecitare la soluzione di questioni di rilevanza anche concreta ed immediata.

Nell’ambito di un’operazione di aumento del capitale realizzata in esecuzione di concordato concorrente parrebbe porsi, a monte, un problema di qualificazione dell’operazione alla stregua di “scalata ostile” o di “salvataggio”. Nei casi in cui una società quotata avesse chiesto l’ammissione al concordato preventivo e proposto ai creditori un piano di risanamento fondato sull’emissione di nuove azioni riservate a terzi, non è scontato che il terzo, che formulasse una proposta di concordato concorrente e la fondasse a sua volta su un aumento di capitale a sé riservato, meriti di essere qualificato come fautore di un salvataggio e non come uno scalatore ostile. Il dubbio è se da tale qualificazione possa eventualmente dipendere l’applicazione dell’esenzione da opa per salvataggio, o se questa tale esimente operi a prescindere da chi (e dalle intenzioni di chi) sia stato il proponente del concordato omologato, sia esso un terzo o la stessa società emittente.

*3. Aumento del capitale in funzione della soluzione della crisi. La sottoscrizione di partecipazioni nell’alveo di un concordato preventivo su proposta concorrente: le ipotesi prospettabili.*

L’ingresso di terzi nella compagine sociale di una società in crisi o insolvente, realizzato mediante sottoscrizione di un aumento di capitale riservato, produce un incremento patrimoniale per l’emittente. Per il sottoscrittore l’operazione ha il vantaggio di consentire

l'acquisto di quote e/o del controllo incrementando il patrimonio della società stessa e non corrispondendo un prezzo di acquisto ai soci, come avverrebbe in caso cessione di azioni. Non è peraltro infrequente che l'aumento sia sottoscritto mediante la commutazione di crediti in azioni e tale operazione determina, al contempo, effetti favorevoli anche per i creditori<sup>20</sup>.

Ancor più, nel caso in cui l'operazione sia esecutiva di un piano di risanamento endoconcordatario proposto da un soggetto diverso dalla debitrice, la modifica degli assetti proprietari si rivela funzionale anche ad una più agevole esecuzione del piano di concordato: è presumibile infatti che i nuovi soci (tra cui potrebbe anche esservi lo stesso proponente) – a differenza dei soci originari – non eserciteranno i loro diritti con finalità e modalità ostruzionistiche, ma sosterranno il progetto del soggetto che ha proposto il concordato.

Prima delle recenti novità normative, nelle società quotate la sottoscrizione di aumenti di capitale, nell'ambito di una strategia di risanamento, poteva avvenire soltanto previa iniziativa della stessa emittente. I sottoscrittori dell'aumento erano pertanto "selezionati" dalla emittente stessa. Rispetto a tale vicenda, una analoga operazione realizzata nell'alveo di un concordato preventivo ostile esporrebbe alcune significative differenze e presenterebbe una maggiore complessità dal punto di vista dei soggetti coinvolti.

Una prima differenza si coglie nella natura forzosa che connota l'aumento di capitale programmato dal concorrente, l'operazione è subita dalla emittente e l'aumento potrebbe essere stato deliberato finanche contro la volontà dei soci: nella assemblea convocata a tal fine potrebbe, di fatto, aver votato il commissario *ad acta* e non i soci.

In secondo luogo, sebbene l'operazione sia stata pianificata dal proponente, quest'ultimo potrebbe astenersi dal sottoscrivere

---

<sup>20</sup> Il fenomeno è stato osservato soprattutto in relazione ai crediti bancari (cfr. P. OLIVERO, *Conversione del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, a cura di Bonelli, Milano, 2011, 91 ss. *ivi* anche V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi*, 114, il quale sottolinea come per le banche l'operazione ha il vantaggio di evitare lo stralcio dei crediti ed ottenere mediante la conversione in azioni strumenti liberamente trasferibili, senza che si possa escludere che il ricavato della liquidazione delle azioni sia maggiore dell'importo dei crediti convertiti).

direttamente le azioni di nuova emissione. Sebbene l'ipotesi più verosimile sia che il creditore proponente sottoscriva l'aumento, anche operando una eventuale conversione del credito<sup>21</sup> di cui certamente è titolare, non è escluso che alla sottoscrizione provvedano, in tutto o in parte, altri soggetti (terzi) indicati dallo stesso proponente.

Ipotizzando che la sottoscrizione dell'aumento di capitale comporti in capo all'insieme dei sottoscrittori l'acquisizione di una partecipazione superiore alle soglie dalle quali sorge l'obbligo di offerta pubblica d'acquisto si pone, quindi, anche il problema di individuare il soggetto teoricamente tenuto al lancio dell'opa successiva totalitaria e di stabilire se e quando possa ritenersi integrato un eventuale acquisto di concerto<sup>22</sup>. Salvo il caso in cui l'aumento sia integralmente sottoscritto dal proponente, negli altri casi, si dovrebbe

---

<sup>21</sup> Il proponente o la cordata di proponenti devono essere titolari, anche per effetto di acquisti successivi all'apertura del concordato, di una quota di crediti concorsuali almeno pari al dieci per cento dell'esposizione debitoria, al netto dei crediti infragruppo. Il proponente potrebbe però avere interesse ad acquisire una quota di crediti maggiore rispetto al minimo previsto ai fini della legittimazione. Tale interesse si giustifica alla luce della possibilità di poter sfruttare il peso dei crediti acquisiti ai fini del voto. Ed infatti, ai sensi dell'art. 163, 6°, l. fall., il proponente può infatti esercitare il voto sulla propria proposta, purché in classe autonoma.

<sup>22</sup> L'esatta delimitazione delle azioni che possono essere considerate effettuate di concerto è alquanto ardua; non meno agevole è definire con puntualità l'acquisto di concerto. La disciplina italiana (cfr. artt. 101 *bis*, 4°, 109 T.u.f.), attualmente vigente, assegna rilevanza al c.d. "concerto grosso" (v. P. FERRO LUZZI, *Il "concerto grosso": variazioni sul tema dell'opa*, in *Giur. comm.*, 2002, 662 ss.), sicché le varie fattispecie e presunzioni relative, presenti nelle disposizioni di legge, rilevano anche congiuntamente e cumulativamente per la definizione del perimetro dell'azione di concerto; tuttavia, in merito all'obbligo di promuovere l'offerta pubblica opera un contenimento: esso si estende soltanto ai soggetti (concertisti) che detengono partecipazioni. Sul tema, tra i numerosi contributi, cfr. A. TUCCI, "Acquisto di concerto" e "azione di concerto", in *Riv. dir. comm.*, 2010, 915 ss.; C. MOSCA, *Azione di concerto e opa obbligatoria*, Milano, 2013, 1 ss. Per una disamina della fattispecie, anche in chiave comparatistica, cfr. R. GHETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2014, 754 ss. v., inoltre, Consob, *Allegato 6, Azione di concerto*, Documento di consultazione del 6.10.2010, relativo all'adempimento della Direttiva 2004/25/CE, Direttiva Opa, nel quale, oltre ad un raffronto tra disciplina nazionale e contenuti della Direttiva, si esaminano le presunzioni previste dal dato diritto positivo ed i casi in cui, pur in presenza di una cooperazione tra più soggetti, non si configura un'azione di concerto.

chiarire se l'obbligo di opa si estenda o meno a tutti i sottoscrittori, ciascuno dei quali individualmente potrebbe non superare la soglia rilevante.

L'ipotesi che l'aumento sia destinato a sottoscrittori non preventivamente selezionati dal proponente e non aderenti, *ab initio*, al programma concordatario assume, per vero, rilevanza del tutto marginale, se non meramente teorica. Ed infatti, qualora la proposta di concordato concorrente non palesasse che il previsto aumento sarà effettivamente sottoscritto e non indicasse i futuri sottoscrittori, essa rischierebbe di non superare il vaglio di fattibilità. Ancor più, in mancanza di sottoscrittori pre-individuati non si giustificerebbe la limitazione o la esclusione del diritto di opzione: in mancanza di altri interessati già selezionati, tali ultime scelte non parrebbero convenienti, giacché ridurrebbero, senza alcuna contropartita, le possibilità di collocamento delle nuove azioni.

Sicché, i casi che realisticamente si potrebbero prospettare si riducono a tre, ossia: a) l'aumento sarà sottoscritto direttamente ed integralmente dal proponente (o dalla cordata dei proponenti); oppure b) sarà sottoscritto in parte dal proponente e in parte da altri soggetti pre-individuati dal proponente; oppure c) sarà sottoscritto esclusivamente da terzi indicati dal proponente.

In tale tripartizione si apprezza la possibilità di distinguere il soggetto che ha programmato l'operazione (proponente) dai soggetti che hanno materialmente sottoscritto l'aumento; le fattispecie ipotizzate evidenziano altresì la peculiare relazione che potrebbe intercorrere tra soggetto ipoteticamente tenuto al lancio dell'opa e soggetto artefice del salvataggio. A monte, come anticipato, potrebbe essere necessario stabilire se l'operazione consista in un salvataggio; una tale qualificazione potrebbe non apparire condivisibile se valutata dalla prospettiva della società *target*, la quale aveva del resto formulato una propria proposta di soluzione della crisi.

#### 4. *L'esenzione da offerta pubblica d'acquisto successiva per salvataggio: i presupposti e la ratio.*

L'art. 106, 5°, del T.u.f. indica una serie di ipotesi, ricorrendo le quali, senza che sia necessario alcun provvedimento *ad hoc* da parte

dell'Autorità di Vigilanza, si va esenti dall'obbligo di opa<sup>23</sup>. La legge demanda ad un Regolamento Consob la disciplina di dettaglio delle esimenti e la relativa regolamentazione è, infatti, affidata ai contenuti dell'art. 49 del Regolamento Emittenti.

Il primo comma della disposizione alla lettera b) delimita l'esenzione da salvataggio<sup>24</sup>.

La disposizione distingue tre fattispecie<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> La disciplina delle esenzioni all'obbligo di offerte pubbliche d'acquisto è certamente complessa e particolarmente tecnica (per un esame delle fattispecie, in ottica anche comparatistica, cfr. Consob, *Allegato 7, Casi di esenzione dalla disciplina dell'opa obbligatoria*, Documento di consultazione 06.10.2010, sull'adempimento della Direttiva Opa; in dottrina cfr. F. MUCCIARELLI, *Offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., 160 ss.). Nelle prassi i soggetti interessati ricorrono spesso a richieste di pareri preliminari e preventivi alla Consob, i quali contribuiscono ad arricchire le fonti interpretative e ricostruttive delle fattispecie esonerative. Sulla esenzione da salvataggio, con esame di alcuni casi concreti, cfr. V. LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, cit., 111 ss.

<sup>24</sup> L'esenzione relativa al salvataggio di una società in crisi è stata introdotta dal legislatore del Testo Unico in recepimento di un indirizzo espresso dalla Consob. I casi più significati sottoposti alla Consob erano stati il caso Ferruzzi, di cui al Comunicato Stampa del 22 febbraio 1994, nonché il caso Saltavaleria, Comunicazione n. 960011289 del 19 dicembre 1996 in Consob, Bollettino, Ed. Speciale, n. 5/1997, 30 agosto 1997, Orientamenti interpretativi, p. 23. In sintesi, la Commissione aveva sostenuto che nei casi in cui i creditori di una società in crisi acquisissero il controllo della società mediante la commutazione del credito in azioni non manifestassero tanto l'intenzione di acquisire il controllo quanto quella di realizzare il risanamento della debitrice e, in definitiva, di tutelare il loro credito. Nello stesso senso, cfr. Trib. Milano, 23 giugno 1997, in *Soc.*, 1998, 300 ss. che affermava non sussistere l'obbligo di promuovere una offerta pubblica di acquisto "laddove difetti in capo alle banche acquirenti l'intenzione di assumerne il controllo, essendo connesso l'acquisto delle azioni ad una attività di ricapitalizzazione preordinata al salvataggio della società ed al recupero dei crediti delle banche stesse". Per un approfondimento delle questioni sottese al caso concreto, cfr. *ivi* la nota di R. LENER, *Le finalità di salvataggio di un'impresa in crisi di fronte alla riforma dell'opa obbligatoria*, 303 ss.

<sup>25</sup> Ai sensi dell'art. 49, 1°, lett. b) del Regolamento Emittenti, l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 non sussiste se il superamento della soglia rilevante si realizza: 1) in presenza di una ricapitalizzazione della società quotata ovvero altro intervento di rafforzamento patrimoniale e la società versa in una situazione di crisi attestata da: (i) ammissione a una procedura concorsuale prevista dal R.D. n. 267 del 16 marzo 1942 o da altre leggi speciali; (ii) omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i debitori, ai sensi dell'articolo 182-bis del

La prima serie di ipotesi concerne i casi nei quali l'acquisizione della soglia rilevante si è realizzata in occasione di una ricapitalizzazione della società quotata, ovvero di altro intervento di rafforzamento patrimoniale, e la società versa in una situazione di crisi attestata oggettivamente, giacché si è in presenza di una formale ammissione a procedura concorsuale prevista dalla legge fallimentare o da altre leggi speciali; oppure ricorre un'omologazione di accordo di ristrutturazione dei debiti di cui all'art. 182 *bis* l. fall., reso noto al mercato; oppure si è in presenza di richieste formulate da un'autorità di vigilanza prudenziale, nel caso di gravi perdite, al fine di prevenire il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa.

La seconda fattispecie opera in presenza di un piano di risanamento attestato, ai sensi dell'art. 67, 3°, lett. d) l. fall., purché non vi siano stati altri acquisti negli ultimi dodici mesi e l'acquisizione della quota

---

R.D. n. 267 del 16 marzo 1942, reso noto al mercato; (iii) richieste formulate da un'autorità di vigilanza prudenziale, nel caso di gravi perdite, al fine di prevenire il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa ai sensi del Testo unico, del decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993, del decreto legislativo n. 209 del 7 settembre 2005; 2) in assenza di altri acquisti effettuati o pattuiti nei dodici mesi precedenti, esclusivamente tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale della società quotata, con esclusione del diritto di opzione, idoneo a consentire, anche attraverso una ristrutturazione del debito, il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria, posto in essere in esecuzione di un piano di risanamento: (i) che sia reso noto al mercato; (ii) che attesti l'esistenza di una situazione di crisi; (iii) la cui ragionevolezza sia certificata da un professionista ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lettera d), del R.D. n. 267 del 16 marzo 1942; 3) in presenza di una situazione di crisi, non riconducibile a una delle situazioni descritte ai numeri 1) e 2), purché: (i) qualora l'operazione sia di competenza dell'assemblea anche ai sensi dell'articolo 2364, comma 1, numero 5, del codice civile, la relativa delibera, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, sia approvata, senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dall'acquirente, dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10 per cento; (ii) qualora l'operazione non sia oggetto di delibera assembleare, essa sia approvata con il voto favorevole della maggioranza dei soci, diversi dai soggetti indicati al numero 3), punto (i), che si siano espressi mediante una dichiarazione contenuta su apposita scheda predisposta e messa a disposizione dalla società. Tale scheda di voto è trasmessa all'acquirente, per il tramite del depositario dei titoli che ne attesta la titolarità, entro la data e all'indirizzo indicati dall'acquirente.

rilevante sia avvenuta in occasione di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

La terza ipotesi, residuale, ricorre allorché il salvataggio sia stato approvato senza il voto contrario della maggioranza della minoranza, ossia degli *independent shareholders* (c.d. *whitewash*)<sup>26</sup>.

La Consob ha chiarito che, in presenza di una ricapitalizzazione, il fondamento giustificativo dell'esenzione per salvataggio risiede nella realizzazione di due conseguenze: la prima è che l'investimento di chi acquisisce il controllo incrementa il patrimonio della società e non quello dei soci che trasferiscono la partecipazione; la seconda è che si garantisce parità di trattamento tra i soci, i quali subiscono in modo egualitario l'effetto diluitivo dell'aumento del capitale, senza beneficiare del diritto di *exit*<sup>27</sup>.

Prima delle modifiche apportate nel 2011 al testo dell'art. 49 Reg. Emittenti, la Consob aveva sottolineato, anche in ragione di un riferimento testuale contenuto nella disposizione, che una mera riorganizzazione del soggetto (società emittente) non sarebbe stata sufficiente ad integrare il presupposto dell'esonero da opa, essendo al contempo necessaria una correlazione tra aumento del capitale e ristrutturazione del debito<sup>28</sup>. Il riferimento alla ristrutturazione del debito è stato eliminato in occasione della riforma del Regolamento<sup>29</sup>

---

<sup>26</sup> Per un esame di tale fattispecie di esonero da opa anche in relazione ad altre ipotesi di c.d. *whitewash*, cfr., per tutti, M. NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 743 ss. Per un'applicazione di tale fattispecie cfr. il parere rilasciato dalla Consob, Comunicazione n. DCG/12002448 del 12 gennaio 2012.

<sup>27</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/9030808 del 3 aprile 2009. Per una ricognizione degli orientamenti della Consob, anche con riferimento alla disciplina delle esenzioni, cfr. P. RAINELLI, *Opa obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, in *Giur. comm.*, 2011, 621 ss.

<sup>28</sup> Cfr. Consob, DEM/100733783, 1 settembre 2010.

<sup>29</sup> La modifica è stata effettuata dalla Consob con la Delibera n. 17731 del 5 aprile 2011. Sulle criticità suscitate dalla necessaria presenza di un piano di ristrutturazione del debito cfr. anche *Allegato 7, Casi di esenzione dalla disciplina dell'opa obbligatoria*, Documento di consultazione, cit., 6. La Commissione ha rilevato che, in presenza di crisi di natura industriale e non finanziaria, un piano di ristrutturazione del debito avrebbe anche potuto non essere necessario ai fini del riscontro di un'operazione di salvataggio. Su tale profilo e per un'analisi delle decisioni adottate dalla Consob in materia di esenzione da salvataggio cfr. V.

e tale eliminazione è stata motivata in ragione del fatto che in alcune ipotesi un'operazione di salvataggio avrebbe potuto reggersi su un piano industriale e non necessariamente su una rimodulazione del debito.

Con l'attuale formulazione, l'esenzione *de qua* risulta pertanto estesa a tutte le situazioni di recupero dell'equilibrio economico-patrimoniale della emittente e la fattispecie non è più soggettivamente riferibile al ceto bancario ed alle operazioni di commutazione dei crediti bancari in azioni.

Tuttavia, anche in considerazione dell'espresso richiamo alla finalità di salvataggio di cui al quinto comma dell'art. 106 T.u.f., ai fini dell'esenzione continua ad essere necessario che il piano, nel quale si inserisce la ricapitalizzazione, sia potenzialmente idoneo a favorire la fuoriuscita dalla crisi. In assenza di un piano vocato al salvataggio e, almeno astrattamente, idoneo a conseguirlo, quand'anche si realizzasse un ampliamento della compagine sociale con l'ingresso di nuovi soci, non parrebbero integrati i presupposti giustificativi dell'esenzione *de qua*.

La Consob ha precisato che la fattispecie di cui all'art. 49, 1°, lett. b) (i) Reg. Emittenti opera qualora siano riscontrabili “*un nesso di natura strumentale tra l'operazione diretta al salvataggio ed il superamento della soglia; nonché un nesso di natura temporale tra acquisti e ricapitalizzazione*”<sup>30</sup>. Il riscontro di un'operazione strumentale al salvataggio parrebbe, quindi, costituire elemento indefettibile affinché si possa invocare l'esenzione, diversamente essa finirebbe con l'operare ogni qual volta ricorra una ricapitalizzazione di un'emittente in stato di crisi, a prescindere dalla circostanza che

---

LUPOLI, *L'esenzione da opa obbligatoria nelle operazioni di “salvataggio” di società quotate in crisi*, cit., spec. 133 ss.

<sup>30</sup> Cfr. la Comunicazione Consob del 2 aprile 2015 n. 0025962, consultabile anche in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), con la quale la Consob, in risposta ad un quesito, ha affermato che le azioni ottenute mediante conversione di crediti, in esecuzione di concordato preventivo costituiscono un acquisto necessitato e temporalmente coincidente con la ricapitalizzazione della società. L'acquisizione di tali azioni sarebbe quindi direttamente correlata alle esigenze di salvataggio dell'emittente; al contempo, il piano di risanamento votato dai creditori risulterebbe finalizzato alla risoluzione dello stato di crisi. Sussisterebbero quindi i presupposti per l'applicabilità dell'esenzione “da salvataggio” di cui all'art. 49, comma 1, lettera b), n. 1, i) del Regolamento Emittenti.

l'operazione si inserisca o meno in una più estesa strategia di risanamento.

*5. Sussunzione dell'acquisizione di quota rilevante in esecuzione di un concordato ostile nella esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lettera b, n. 1, (i), del Regolamento Emittenti.*

Nel caso in cui l'acquisizione della soglia rilevante, ai fini del sorgere dell'obbligo di opa successiva, sia avvenuta per effetto della sottoscrizione di un aumento di capitale in esecuzione di un concordato preventivo (su proposta) concorrente omologato, si potrebbe certamente riscontrare una ricapitalizzazione di società quotata il cui stato di crisi è oggettivamente desumibile dall'ammissione al concordato preventivo. In altri termini, parrebbero ricorrere tutti i presupposti espressamente indicati dall'art. 49, comma 1, lettera b, n. 1, (i), del Regolamento Emittenti.

Occorre chiedersi allora se, per l'ipotesi al vaglio, vi possano essere delle ragioni per escludere l'operatività dell'esenzione; in particolare, parrebbe opportuno stabilire se la disposizione regolamentare non presupponga la ricorrenza di condizioni ulteriori, rispetto a quelle espressamente elencate, la cui esplicitazione poteva non apparire necessaria al momento della confezione della previsione, avvenuta prima delle modifiche apportate alla legge fallimentare. Ed invero, alla data di redazione della norma, la ricapitalizzazione di una società quotata in concordato non avrebbe potuto che essere un'operazione effettuata su impulso e per volontà della stessa società emittente.

Tale semplice considerazione suggerisce allora di verificare se, ai fini dell'esenzione, oltre ad una ricapitalizzazione endoconcorsuale, sia, altresì, necessario il *placet* della emittente sul piano diretto al proprio salvataggio. Se così fosse, l'esenzione non potrebbe essere invocata nelle ipotesi in cui l'aumento del capitale fosse stato coattivamente imposto alla emittente ed il preteso risanamento fosse stato osteggiato dalla società del cui salvataggio si tratterebbe.

Per la soluzione della questione, occorre probabilmente abbandonare una prospettiva soggettiva e muovere dal soggetto "salvato" al risultato (oggettivo) di salvataggio. Il salvataggio non pare infatti poter essere riferito al soggetto (emittente), né essere

soggettivamente inteso, ossia individuato nello specifico percorso di risanamento che sarebbe stato di gradimento dell'emittente.

Poiché nel caso in cui la ricapitalizzazione fosse stata decisa dalla emittente ed i nuovi soci individuati dalla stessa società debitrice non si porrebbe in dubbio l'operatività dell'esenzione, escluderla nel caso di aumento di capitale forzoso significherebbe, in definitiva, far dipendere l'obbligo di opera successiva dalla circostanza che i nuovi sottoscrittori siano stati o meno scelti dalla società emittente. Invero, in entrambe le ipotesi, la specifica composizione della compagine sociale (ad aumento avvenuto) non parrebbe rilevare ai fini del riscontro di un'operazione di salvataggio, né ai fini della ricorrenza di un effettivo risanamento, anzi, indipendentemente dai soci, il titolare dell'impresa risulterebbe invariato.

Il salvataggio sotteso alla disciplina dell'esenzione da offerta pubblica parrebbe, quindi, riferito all'impresa e non alla struttura e/o alla composizione del soggetto titolare della medesima. Anche per tale frammento di disciplina parrebbe confermata la neutralità della struttura soggettiva rispetto alla soluzione mediante la quale si perviene al superamento della crisi.

Il risanamento potrebbe produrre effetti sul soggetto, i quali non sarebbero stati ammissibili in una condizione diversa dallo stato di crisi ed in un contesto diverso dalla fase esecutiva di un concordato omologato<sup>31</sup>. La circostanza che la proposta del terzo debba essere attuata indipendentemente dalla cooperazione della debitrice, secondo quanto si desume dall'art. 185 l. fall., porta a concludere che sia del tutto irrilevante che i soci e gli organi della società debitrice ne condividano i contenuti. In tale prospettiva, risulta arduo assegnare rilevanza alla circostanza che l'emittente approvi o meno l'ingresso dei nuovi soci (scelti dal proponente) e far dipendere da tale consenso

---

<sup>31</sup> In tale prospettiva, v. V. PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, cit. 115, il quale rileva che anche nella proposta di direttiva europea in materia di procedure di ristrutturazione e di insolvenza del 22 novembre 2016 è ammessa la possibilità che le modifiche organizzative, anche se incidenti sui diritti dei soci, possano essere realizzate nonostante il loro dissenso, in ragione dell'effetto vincolante che la parte dispositiva del piano approvato produce a favore e contro tutti i «partecipanti», anche se dissenzienti. Il concordato omologato modificherebbe proprio l'essenza dei procedimenti deliberativi societari, mediante l'imposizione di un vincolo all'azione sociale per la realizzazione delle operazioni programmate nel piano.

l'operatività o meno dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto. Se il diritto della crisi nega alla società debitrice la possibilità di sottrarsi all'esecuzione di un aumento di capitale forzoso, il diritto societario non parrebbe poterle assegnare la facoltà di incidere, con il suo gradimento, sull'operatività dell'esenzione da opa per il salvataggio così realizzato.

Sotto un contiguo profilo, la circostanza che la proposta preveda un aumento del capitale potrebbe essere coerente con un piano concordatario in continuità aziendale<sup>32</sup>, sicché il salvataggio si potrebbe apprezzare nella prosecuzione dell'attività d'impresa in continuità diretta e *formalmente* soggettiva. Un "mero" mutamento del

---

<sup>32</sup> Il rapporto tra operazioni sul capitale e concordato preventivo è stato oggetto di specifico intervento legislativo, mediante il quale, come ricordato, si è in particolare ammessa la sospensione degli obblighi di riduzione del capitale nel periodo compreso tra l'accesso alla procedura e l'omologazione della proposta (cfr. art. 182 *sexies* l. fall.). Tuttavia, laddove la crisi abbia, come è agevole supporre, intaccato l'integrità del capitale sociale, azzerandolo o riducendolo sotto il minimo legale, esso - ad omologazione del concordato avvenuta - dovrebbe essere aumentato, in guisa da ripianare le perdite e raggiungere il minimo legale; diversamente si assisterebbe alla reviviscenza della causa di scioglimento della società di cui all'art. 2484, n. 4, c.c. (sul difficile rapporto tra sospensione dell'obbligo di ricapitalizzazione nel corso del concordato, continuità aziendale e cause di scioglimento della società, cfr., tra i più, R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.* 2014, 320 ss.; P. BENAZZO, *Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2016, 278 ss., secondo il quale in difetto di equilibrio finanziario risulterebbe integrata la causa di scioglimento prevista dall' art. 2484, n. 4, c.c. e non ricorrerebbe un caso di impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale sussumibile nell'art. 2484, n. 2, c.c. Sul tema v. anche V. CALANDRA BUONAURO, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Il diritto dell'impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali*, a cura di F. Barachini, Torino, 2014, 7 ss.; L. MANDRIOLI, *Le responsabilità e gli obblighi di comportamento degli organi della società in concordato preventivo o in accordo di ristrutturazione dei debiti che prosegue l'attività d'impresa*, in *questa Rivista*, 35, 2014). Senza che si possa escludere che una ricapitalizzazione possa giovare anche ad una soluzione concordataria di tipo liquidatorio, è certo tuttavia che nel caso di perdita del capitale la ricapitalizzazione assicuri la sopravvivenza del soggetto candidato a proseguire l'attività d'impresa. Inoltre, stante i contenuti del disegno di legge delega elaborato dalla Commissione Rordorf, il legame tra concordato preventivo e continuità aziendale potrebbe risultare indefettibile, per essere previsto, nelle indicazioni del legislatore delegante, che tale procedura sia riservata esclusivamente ai casi in cui si preveda la continuità aziendale.

controllo sulla società debitrice non realizza, infatti, un trasferimento dell'azienda in esercizio ad un soggetto diverso dall'originario titolare<sup>33</sup>.

La conclusione in merito all'operatività dell'esenzione non muta neppure valutando la vicenda dalla prospettiva dei sottoscrittori dell'aumento forzoso.

La condotta posta in essere da tali soggetti non pare meritare una diversa qualificazione in dipendenza della provenienza della proposta di concordato. Indipendentemente da chi sia stato l'ideatore del piano di salvataggio al quale è stata data esecuzione, l'operazione ha prodotto un salvataggio e tale ultimo risultato giustifica l'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica successiva.

Si consideri, infine, che nell'ipotesi considerata, l'acquisizione delle partecipazioni, non soltanto, sarebbe avvenuta con modalità consentite dalla legge, ma altresì, nell'ambito di un contesto competitivo al quale la società emittente ha preso parte. In tale gara, la soccombenza della debitrice è stata decretata dai creditori, titolati ad esprimere la loro preferenza (voto) sulle proposte di soluzione della crisi (salvataggio) loro sottoposte.

In termini di impatto della conclusione individuata sull'appetibilità dei nuovi strumenti competitivi endoconcordatari, è agevole rilevare che la possibilità di poter sfruttare l'esonero dall'obbligo di offerta pubblica successiva incida sulla propensione dei terzi ad investire in tale peculiare forma di scalata endoconcordataria. L'eventualità di dover affrontare il costo di un'offerta pubblica potrebbe fungere da

---

<sup>33</sup> La fattispecie in rilievo costituisce un'ipotesi di continuità in qualche misura intermedia, giacché pur non essendovi stato un trasferimento d'azienda a favore di un terzo imprenditore si è comunque realizzata una modifica soggettiva interna all'originario titolare, del quale potrebbero aver assunto il controllo soggetti che prima del concordato erano dei meri creditori o dei terzi in senso stretto. Sulle questioni sottese al concordato con continuità soggettiva ed in particolare sul delicato equilibrio tra sacrificio delle ragioni dei creditori e vantaggi mantenuti dai soci, con un risultato che parrebbe collidere con la c.d. *absolute priority rule*, cfr. D. VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale, absolute priority rule e new value exception*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 331 ss. Sul tema, v. anche G. D'ATTORRE, *Concordato con continuità aziendale e ordine delle cause di prelazione*, in *Giur. comm.*, 2016, 39 ss. Sulla relazione tra soci e risanamento e per le prospettive di riforma cfr. G. MEO, *I soci e il risanamento. Riflessioni a margine dello schema di legge-delega proposto dalla Commissione di riforma*, in *Giur. comm.*, 2016, 286 ss.

deterrente sui potenziali proponenti e ridurre il successo applicativo delle proposte concorrenti previste dall'art. 163 l. fall., dalle quali tuttavia potrebbero conseguire salvataggi, a beneficio dei creditori, quand'anche ostili all'emittente.

Tali considerazioni conducono a concludere che qualora ricorrano i presupposti di cui all'art. 49, 1°, lett. b), n. 1, (i), Reg. Emittenti e si riscontri, nel caso concreto, un piano funzionale al salvataggio, quale oggettivamente dovrebbe essere quello ormai omologato (sia esso retto da una ristrutturazione del debito o da operazioni industriali astrattamente idonee al superamento della crisi), l'esenzione da opa dovrebbe poter operare, a prescindere dalla circostanza che le acquisizioni rilevanti siano o meno riconducibili ad una ricapitalizzazione forzosa. L'operatività dell'esenzione non può, a parer di chi scrive, dipendere da elementi soggettivi.

L'aumento di capitale previsto in un concordato preventivo omologato è oggettivamente idoneo a generare un incremento del patrimonio della emittente e non incide (né agevolandolo né sacrificandolo) sul diritto di *exit* dei vecchi soci ma, semmai, sul loro diritto di opzione. Tale ultimo sacrificio è, tuttavia, espressamente contemplato dal diritto positivo (art. 163, 5°, l. fall.); la scelta costituisce - verosimilmente - l'esito di un bilanciamento tra salvaguardia dei diritti dei soci e prospettive soddisfattive dei creditori. Gli strumenti competitivi nel concordato si giustificano, del resto, proprio sul presupposto che l'intervento dei terzi (apertura al mercato) è atto a tradursi in una migliore *recovery* per i creditori e, in vista di tale obiettivo, la legge tollera una lesione dei diritti partecipativi dei "vecchi" soci.

Infine, qualora nel caso concreto non fossero riscontrati tutti i presupposti di operatività dell'esenzione, occorrerebbe stabilire su quali soggetti graverebbe, eventualmente, l'obbligo di offerta pubblica d'acquisto.

La soluzione è lineare nel caso in cui il proponente il concordato avesse direttamente provveduto a sottoscrivere tutte le quote di nuova emissione e, per l'effetto, avesse acquisito una quota superiore alla soglia: sul proponente graverebbe anche l'obbligo di opa

Nel caso in cui alla sottoscrizione avessero partecipato, oltre al proponente, altri soggetti indicati da quest'ultimo, anche qualora ciascuno di essi non avesse acquisito una quota rilevante, potrebbe

ritenersi integrato un acquisto di concerto, ciò assegnando alla proposta di concordato, alla quale i sottoscrittori hanno preventivamente aderito e successivamente dato esecuzione, la qualificazione di accordo “*volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente*” (art. 101 *bis* T.u.f.). Tale accordo rileverebbe a prescindere dalla forma adottata e dalla intrinseca validità ed efficacia dello stesso.

Qualora non detenesse, in precedenza, partecipazioni nell'emittente e non ne avesse acquisite neppure successivamente e/o in occasione della sottoscrizione dell'aumento, il proponente il concordato resterebbe estraneo all'obbligo di opa. Per il sorgere di tale obbligo in capo al concertista, in via solidale, non è invero strettamente necessario l'acquisizione di nuove partecipazioni, ma è essenziale detenere partecipazioni nella emittente (cfr. art. 109 T.u.f.)<sup>34</sup>.

Non è peraltro escluso che i sottoscrittori concludano – successivamente alla esecuzione del concordato – un vero e proprio patto parasociale, nel qual caso potrebbe ritenersi integrata l'ipotesi di cui all'art. 109, 2°, T.u.f., la quale dispone l'obbligo di offerta pubblica di acquisto quando gli aderenti ad un patto parasociale siano venuti a detenere una partecipazione complessiva superiore alle soglie rilevanti nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto<sup>35</sup>.

Nel caso in cui il proponente rimanesse estraneo all'obbligo di opa si apprezzerrebbe, in definitiva, una dissociazione soggettiva tra chi ha programmato l'operazione di salvataggio e chi sarà obbligato a promuovere l'offerta pubblica di acquisto successiva.

---

<sup>34</sup> Sull'operatività del c.d. “concerto grosso” e sulla distinzione tra concertisti e soggetti tenuti al lancio dell'opa obbligatoria per effetto di acquisti di concerto cfr. C. MOSCA, *Azione di concerto e opa obbligatoria*, cit., 180 ss.

<sup>35</sup> Su tale profilo cfr. Comunicazione Consob, 2 aprile 2015 n. 0025962, cit., nella quale si precisa che la stipulazione di un accordo (patto parasociale) tra due azionisti può determinare «una “*reviviscenza*” degli acquisti dagli stessi operati in precedenza (dodici mesi), e, quindi, una aggregazione delle partecipazioni rivenienti dagli stessi acquisti, potenzialmente rilevante ai fini dell'offerta pubblica di acquisto», nel caso di specie tuttavia la circostanza che gli acquisti dei paciscenti fossero avvenuti nell'ambito di un'operazione diretta al salvataggio ha indotto la Consob a concludere per l'operatività dell'esenzione da salvataggio, ciò in quanto la stessa si applica anche agli acquisti di concerto.

## 6. Le difese dell'emittente.

La circostanza che la sottoscrizione di un aumento di capitale in seno ad un concordato su proposta concorrente possa costituire un'acquisizione con finalità di salvataggio meritevole di esenzione da opa non elimina la natura ostile dell'operazione e della scalata che, per mezzo di essa, è stata subita dalla società bersaglio (debitrice).

La circostanza induce a verificare se vi siano strumenti di difesa dei quali la società *target* si potrebbe avvalere per contrastare la scalata endoconcordataria.

Giacché, in base alle regole attualmente vigenti, la domanda di concordato può essere formulata soltanto dalla società debitrice, una forma preventiva di difesa parrebbe essere rappresentata proprio dalla scelta di una procedura di soluzione della crisi diversa dal concordato preventivo<sup>36</sup>. Tale opzione si giustificherebbe in particolare nei casi in cui la ipotetica proposta di concordato della debitrice non assicurasse livelli di soddisfazione sufficienti a blindare il concordato e rendere inammissibili eventuali proposte concorrenti.

Il riconoscimento ai creditori di livelli soddisfattivi relativamente elevati potrebbe in parte dipendere dalla tempestività con la quale la società ha rilevato lo stato di crisi ed approntato i relativi rimedi. L'anticipazione della reazione potrebbe scongiurare l'aggravamento del dissesto e rendere possibile una migliore *recovery* dei creditori, anche superiore alle soglie del trenta o del quaranta per cento<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> Sul pericolo che i nuovi strumenti di contendibilità conducano ad una fuga dal concordato preventivo cfr. M. FABIANI – G. CARMELLINO, *Il concordato preventivo*, in *Le riforme delle procedure concorsuali*, a cura di Didone, Milano 2016, 1742.

<sup>37</sup> La circostanza che il concordato sia contendibile potrebbe aggravare i profili di responsabilità degli amministratori per non aver presentato la domanda tempestivamente o fintanto che sarebbe stato possibile evitare la scalata endoconcordataria (sugli strumenti idonei a consentire una precoce rilevazione della crisi e sulla responsabilità che potrebbe gravare sugli amministratori per il ritardo nel farvi fronte, cfr., tra i più, A. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016, 100 ss., L. STANGHELLINI, *Director's duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the "recapitalize or liquidate" rule*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, a cura di Benazzo, Cera, Patriarca, Torino, 2011, 733 ss.; A. ZOPPINI, *Emersione della crisi e interesse sociale (spunti dalla teoria dell'emerging insolvency)*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Torino, 2014, 49 ss.; G. GUERRIERI, *La responsabilità dell'amministratore nell'impresa in crisi*, in *NLCC*, 2016, 571 ss.; P. MONTALENTI,

Nell'eventualità che la società acceda al concordato preventivo in condizioni tali da poter essere scalata<sup>38</sup>, le difese endoprocedimentali contro i concorrenti, anche se potenzialmente efficaci, producono conseguenze rilevanti anche per la debitrice.

In presenza di una proposta concorrente, una surrettizia forma di difesa potrebbe essere individuata nella modifica, in senso migliorativo, della proposta originaria. Per tale via, invero, più che difendersi, la società parrebbe competere con il concorrente per guadagnare la preferenza dei creditori. Anche qualora determinasse il superamento delle soglie di blocco (trenta e quaranta per cento), il miglioramento della proposta non comporterebbe comunque l'inammissibilità sopravvenuta delle proposte concorrenti. L'ammissibilità è da valutare con riferimento alle condizioni presenti al momento del deposito della domanda di concordato: le modifiche successive più che avere la portata di paralizzare la competizione costituiscono effetto della medesima ed estrinsecazione di una possibilità di "rilancio".

Nel caso in cui non vi fossero margini di miglioramento della proposta presentata dalla emittente e/o questa comunque paventasse il rischio di approvazione della proposta concorrente, l'unico strumento

---

*I doveri degli amministratori degli organi di controllo e della società di revisione nella fase di emersione della crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, Torino, 2017, 285 ss.; in argomento v. anche A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per esercizio scorretto dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 813 ss.

<sup>38</sup> Per effetto delle possibilità offerte ai terzi dall'art. 163 l. fall., la decisione di presentare la domanda di concordato sottosoglia immette sul mercato le quote di partecipazione della società e determina il concreto pericolo che i soci subiscano un annacquamento delle loro partecipazioni; sì da connotarsi come decisione di rilevanza primordiale rientrante nelle cc.dd. competenze implicite dell'assemblea (per la definizione di tale tipologia di decisioni, cfr. P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975, 40; nonché P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. arbitrato*, 2009, p. 269 e ss.; M. MAUGERI, *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in *RDS*, 2007, p. 86 e ss.). Una tale decisione assunta dagli amministratori, in ossequio alla regola di competenza di cui all'art. 152 l. fall., potrebbe allora essere ritenuta invalida per difetto di potere decisionale dell'organo che l'ha assunta e/o comunque essere impugnata dai soci, che si assumono lesi nei loro diritti partecipativi, ai sensi dell'art. 2388 c.c.

idoneo ad evitare che questa sia omologata parrebbe costituito dalla rinuncia della ricorrente al concordato. Se formulata prima dell'omologazione, la rinuncia alla domanda di concordato dovrebbe produrre l'arresto dell'intero procedimento, e ne risulterebbero travolte anche le proposte concorrenti<sup>39</sup>.

Tale strumento difensivo tuttavia espone la debitrice al rischio di fallimento; con tale scelta processuale si rimuove, infatti, un ostacolo all'apertura della procedura fallimentare rappresentato proprio dalla pendenza della procedura concordataria<sup>40</sup>.

Occorre considerare che il fallimento non necessariamente produce un peggioramento delle prospettive della debitrice e dei creditori; la stessa legge fallimentare ammette (cfr. art. 160, u.c., l. fall.) che a bassi livelli di soddisfazione il fallimento sia la soluzione da preferire rispetto ad un concordato preventivo liquidatorio.

In particolare, mediante l'apertura della procedura fallimentare, gli organi societari potrebbero conseguire il "beneficio" di sottrarsi agli obblighi di cui all'art. 185 l. fall., sì da non dover eseguire le direttive del proponente, funzionali alla realizzazione dei contenuti del piano concordatario da questi proposto.

Le precedenti osservazioni hanno suggerito di poter individuare nella rinuncia al concordato una forma di espressione della facoltà di

---

<sup>39</sup> Le conseguenze della rinuncia al concordato in presenza di proposte concorrenti sono individuate in modo alquanto contrastante dagli interpreti. Una parte degli interpreti nega che il procedimento possa proseguire dopo la rinuncia del debitore (cfr. S. AMBROSINI, *Il nuovo concordato preventivo alla luce della "miniriforma" del 2015*, cit., 372, M. FABIANI, *Riflessioni sistematiche sulle addizioni legislative in tema di crisi d'impresa*, cit., 30). Altri ammettono una prosecuzione del procedimento che sarà a quel punto incentrato sulla proposta concorrente, Trib. Monza, *Circolare del 19 gennaio 2016*, cit, nello stesso senso anche P. VELLA, *La contendibilità dell'azienda in crisi. Dal concordato in continuità alla proposta alternativa del terzo*, in *ilcaso.it*, 27.

<sup>40</sup> Sulla natura preventiva del concordato e sulla possibilità che, in pendenza della procedura concordataria, la dichiarazione di fallimento consegua soltanto all'esito di una vicenda che presupponga l'arresto del procedimento di concordato (ossia in ipotesi di inammissibilità, di revoca dall'ammissione ex art. 173 l. fall.; di mancata approvazione dei creditori, di mancata omologazione), cfr. Cass. S.U., 15 maggio 2015, n. 9935, con nota di F. DE SANTIS, *Principio di prevenzione ed abuso della domanda di concordato: molte conferme e qualche novità dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione*, in *Fall.*, 2015, 908, ss.

scegliere di fallire<sup>41</sup>. Gli organi sociali competenti, salvi profili di responsabilità<sup>42</sup>, potrebbero quindi optare per il fallimento, pur di sottrarsi all'omologazione della proposta concorrente<sup>43</sup>.

Tale astratta possibilità non parrebbe tuttavia configurarsi negli stessi termini per tutte le società. In particolare, nel caso in cui la debitrice sia una società quotata che abbia fatto appello al pubblico risparmio, il ricorso a tale forma di difesa parrebbe porsi in contrasto con le caratteristiche intrinseche del soggetto in concordato e con la natura degli interessi che in tale ente si concentrano.

Ed invero, per tali ultime società, la contendibilità del controllo assume connotazioni affatto diverse rispetto alle società chiuse, tanto è che la possibilità di difendersi dalla scalata non costituisce prerogativa naturale della *target* quotata, la quale è anzi soggetta a regole di

---

<sup>41</sup> Per la possibilità di qualificare la rinuncia al concordato come estrinsecazione di una scelta processuale e del diritto di scegliere di fallire v. M. FABIANI, *Riflessioni sistematiche sulle addizioni legislative in tema di crisi d'impresa*, in *NLCC*, 2016, 30; M. RANIELI, *Prove di contendibilità*, cit., 180. Sul legame tra scelte processuali e diritto di fallire v. anche F. PASQUARIELLO, *Il « diritto » di fallire del piccolo imprenditore*, in *Dir. fall.*, 2008, 665 ss.

<sup>42</sup> Su tale profilo di responsabilità cfr. N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., 378, il quale pur ritenendo che la rinuncia alla domanda di concordato da parte del debitore, in presenza di proposte alternative, sia espressione di una scelta discrezionale, sottolinea che gli amministratori che abbiano vanificato - con la rinuncia - le proposte concorrenti vadano incontro a responsabilità per i danni subiti dai creditori sociali, quanto meno «*in termini di differenza tra prevedibile falcidia concordataria e "moneta fallimentare" - in conseguenza della successiva dichiarazione di fallimento*»

<sup>43</sup> La scelta di fallire non necessariamente è da intendersi quale priva di effetti positivi per la dimostrata società ed essa potrebbe non esprimere il risultato di un cieco ostruzionismo con effetti autolesivi. Il concordato non rappresenta più un *safe harbor* dal rischio di contestazioni di rilevanza penale e, nel caso di omologazione della proposta del concorrente, per effetto dei contenuti di cui all'art. 185 l. fall., la società debitrice permarrebbe soggetta all'obbligo di compiere ogni atto necessario a dare esecuzione a tale proposta e per tutta la durata del piano di concordato. Il fallimento, di contro, non impone al fallito particolari impegni esecutivi. Peraltro, l'omologazione della proposta del terzo non scongiura definitivamente il rischio di una futura dichiarazione di fallimento (il dubbio sorge per effetto del richiamo all'art. 173 l. fall. contenuto all'art. 185 l. fall.). Sicché, rinunciando al concordato la debitrice si sottrae anche all'alea alla quale la esporrebbe l'omologazione della proposta concorrente.

passività<sup>44</sup>. A ciò occorre aggiungere che lo strumento di difesa (rinuncia al concordato), nel caso di specie, dovrebbe essere indirizzato contro una scalata endoconcordataria alla quale è connesso un piano di salvataggio. In tale prospettiva, sostenere che gli organi sociali possano rimuovere un ostacolo al fallimento pur di resistere ad un *take-over* ostile parrebbe soluzione interpretativa contrastante con il valore assegnato al salvataggio proprio dalla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. Per tali società, il cambio del controllo, se avviene in occasione di un salvataggio, è non solo ammesso ma neanche agevolato, tanto da essere accordata all'artefice della scalata l'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto.

Tali considerazioni portano a non suffragare soluzioni uniformi per tutte le società potenzialmente destinatarie di una contesa del controllo endoconcordataria, giacché per le società quotate il ricorso ad armi processuali per osteggiare una scalata ostile (ma al contempo anche un salvataggio) potrebbe apparire una scelta esorbitante la discrezionalità decisionale degli organi societari. Questi ultimi difficilmente potrebbero sostenere che la decisione realizza risultati preferibili rispetto a quelli attesi dal salvataggio. Nelle società quotate la scelta di rinunciare al concordato e di accettare il fallimento per difendersi da una scalata risulterebbe, in definitiva, inconciliabile con la gerarchia di valori desumibile dalla disciplina del trasferimento del controllo e dalla specifica previsione legislativa di un'esenzione da opa per salvataggio.

---

<sup>44</sup> Sebbene non vi sia condivisione sul fatto che la contendibilità del controllo assicuri risultati preferibili rispetto agli interessi sottesi alla stabilità del medesimo, il nostro Ordinamento ha dimostrato di rinvenire nella contendibilità un valore prevalente sulla stabilità. È pur vero che la regola di passività è stata oggetto di ripensamenti nel corso degli anni, là dove da una versione forte della *passivity rule*, quale era quella di cui al testo originario dell'art. 104 T.u.f., si è passati al c.d. *opt in* (introdotto con il D.l. 185/2008), in guisa che la possibilità di difendersi avrebbe potuto essere concessa a monte dallo statuto. Tale soluzione è stata tuttavia, in seguito nuovamente temperata (D. lgs. 146/2009), mediante un sistema di *opt-out* - attualmente vigente - il quale, in senso inverso rispetto all'*opt-in*, ammette l'operatività in via residuale della regola di passività, salvo deroga statutaria. Sul fondamento e sulle vicende della *passivity rule*, nel nostro Ordinamento, cfr., per tutti, P. MONTALENTI, *Mercato del controllo e contendibilità: il ragionevole declino della passivity rule*, cit., 631 ss., R. MAGLIANO, *Le alterne vicende della disciplina italiana della passivity rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 1001 ss.