

Matricola n. 0000734660

**ALMA MATER STUDIORUM
UNIVERSITA' DI BOLOGNA**

DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN GIURISPRUDENZA

**La partecipazione dei lavoratori alla
risoluzione della crisi di impresa**

Tesi di laurea in DIRITTO COMMERCIALE

Relatore

Prof. Antonio Rossi

Presentata da

Giulia Pancioli

**Sessione Unica
Anno Accademico 2018/2019**

Facile essere coraggiosi, a distanza di sicurezza. (Esopo)

*Alla mia famiglia,
a chi cade e si rialza,
a chi non ci riesce, ma almeno ci ha provato.*

Indice

| | |
|---|---------|
| Introduzione | pag.6 |
| <i>I La fusione come rimedio alla crisi di impresa.</i> | |
| 1. La funzione economica della fusione e la sua adattabilità alla crisi di impresa | pag.10 |
| 2. L'introduzione del 182-sexies e il superamento della Legal Capital Rule..... | pag.18 |
| 3. Evoluzione normativa della fusione: il D.lg. n.6 del 2003 e le esigenze di coordinamento con la disciplina fallimentare..... | pag.23 |
| 4. Le riforme della crisi di impresa dal 2005 ad oggi: la detipizzazione del piano concordatario e il favor per la riorganizzazione corporativa..... | pag. 26 |
| 5. Il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e il concordato in continuità aziendale indiretta | pag.31 |
| 6. Coordinamento degli aspetti procedurali dell'operazione con le disposizioni del diritto concorsuale (I): le competenze degli organi sociali e procedurali | pag.34 |
| 7. Coordinamento degli aspetti procedurali dell'operazione con le disposizioni del diritto concorsuale (II): l'irregredibilità degli effetti della fusione..... | pag.41 |
| 8. Il risanamento aziendale attuato tramite le operazioni di <i>management buy-out</i> e <i>workers buy-out</i> (cenni): uno stratagemma per arginare il dissenso dei soci all'operazione di fusione concordataria e valorizzare il ruolo degli amministratori e dei lavoratori dipendenti della società in crisi | pag.45 |
| <i>II Il Management buy-out.</i> | |

| | | |
|--------------------------------|--|---------|
| 1. | La grande famiglia dei <i>Leveraged buy-out</i> | pag.52 |
| 2. | La diffusione del <i>Management buy-out</i> : | pag.56 |
| 2.1. | Il MBO nel corporate market statunitense | pag.58 |
| 2.2. | La diffusione del MBO negli ordinamenti europei | pag.61 |
| 3. | Il MBO in Italia: le prime forme di MBO nell'ordinamento italiano <i>ante</i> introduzione del 2501-bis c.c.:..... | pag.66 |
| 3.1 | Il MBO nell'ambito dell'articolo 2501-bis: la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento o <i>merger leveraged buy-out</i> | pag.69 |
| 3.2 | La caduta del divieto assoluto di assistenza finanziaria e i riflessi sulla diffusione del MBO | pag.72 |
| 3.3 | Rapporto tra gli articoli 2501-bis e 2358 c.c. | pag.75 |
| 3.4 | L'operatività del MBO nelle s.r.l. | pag.80 |
| 4. | Profili strutturali dell'operazione di MBO: l'indebitamento: | pag.81 |
| 4.1. | La natura dell'indebitamento | pag.82 |
| 4.2. | Il rapporto di causalità tra l'indebitamento e l'acquisizione del controllo | pag.84 |
| 4.3. | L'ammontare dell'indebitamento | pag.85 |
| 5. | I fondi di <i>Private Equity</i> | pag.86 |
| 6. | Le ragioni del successo del MBO in Italia | pag.88 |
| 7. | Prospettive di diffusione delle operazioni di <i>turnaround</i> alla luce del d.lgs. n.14 del 2019..... | pag.93 |
| 8. | Il MBO nel nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza | pag.96 |
| III Il workers buy-out. | | |
| 1. | La partecipazione dei lavoratori nella <i>governance</i> | pag.103 |
| 2. | Il <i>workers buy-out</i> : profili generali | pag.110 |
| 3. | Tipologie di <i>workers buy-out</i> : | pag.116 |
| 3.1. | Il fenomeno delle <i>empresas recuperadas por sus trabajadores</i> argentine | pag.117 |
| 3.2. | Il <i>workers buy-out</i> nell'ordinamento italiano: le cooperative di salvataggio | pag.119 |

| | |
|--|----------|
| 4. La legge Marcora e il <i>workers buy-out</i> negoziato | pag.125 |
| 5. Il nuovo articolo 17 della Legge Marcora | pag.128 |
| 6. La “nuova” Marcora | pag.130 |
| 7. Le società finanziarie | pag.132 |
| 8. Le forme di finanziamento dell’operazione di <i>workers buy-out</i> : altri interventi a sostegno della Legge Marcora: | pag.136 |
| 8.1. I fondi mutualistici | pag.138 |
| 8.2. Il socio finanziatore | pag.141 |
| 9. Le forme di autofinanziamento della società cooperativa..... | pag.146 |
| 10. Il <i>favor</i> per l’autoimprenditorialità: la figura del socio lavoratore | pag.149 |
| 11. Il diritto di prelazione dei lavoratori: | pag.153 |
| 11.1 Il diritto di prelazione delle cooperative di salvataggio: l’introduzione dell’articolo 11 del D.L. Destinazione Italia..... | pag. 161 |
| 12. Il diritto d’informazione dei lavoratori | pag.164 |
| Conclusioni | pag.169 |
| Bibliografia | pag.174 |

Introduzione

La frequenza con cui, nell'attuale contesto economico, le imprese si trovano a fronteggiare il fenomeno della crisi, ha indotto il legislatore europeo a promuovere un nuovo approccio al diritto concorsuale. In particolare, nel 2014 la Commissione ha emanato, con la Raccomandazione n. 2014/135/UE, delle linee guida per l'adozione di un nuovo approccio al fallimento ed alla crisi. I principi enunciati nella raccomandazione, sono stati successivamente recepiti dalla direttiva 2019/1023/UE, con la quale il legislatore è intervenuto armonizzando il diritto dell'insolvenza degli Stati membri, con l'obiettivo di favorire il ricorso preventivo alle procedure di risanamento. In entrambi i casi, l'intento del legislatore è quello, ben chiaro, di trattare la crisi alla stregua di un evento fisiologico del fare impresa, piuttosto che come evento patologico; si è inoltre voluto abbandonare la tradizionale natura sanzionatoria del diritto concorsuale. Alla luce di questo nuovo approccio alla crisi ed all'insolvenza, gli Stati membri sono chiamati a prevedere un apparato normativo funzionale alla tempestiva percezione dei segnali di squilibrio economico – i cd. *early warnings* – ed, in definitiva, a consentire il risanamento delle imprese sane in difficoltà finanziaria.¹ In Italia, nel corso degli ultimi anni, si è cercato di dare sempre più importanza all'utilizzo di strumenti alternativi a quelli di carattere liquidatorio e la valorizzazione del ruolo dell'imprenditore nella scelta degli strumenti più confacenti per la ristrutturazione della sua posizione debitoria, serve ad incentivare il ricorso al risanamento preventivo, anche laddove non si sia ancora

¹ Nel considerando n.11 della Raccomandazione 2014/135/UE, si afferma che «è necessario incoraggiare una maggiore coerenza tra i quadri nazionali in materia di insolvenza onde ridurre le divergenze e le inefficienze che ostacolano la ristrutturazione precoce di imprese sane in difficoltà finanziaria e promuovere la possibilità per gli imprenditori onesti di ottenere una seconda opportunità, riducendo i costi di ristrutturazione a carico dei debitori(..)».

manifestato uno stato di insolvenza. La ragione di politica del diritto che sta alla base di questo nuovo assetto normativo, volto alla prevenzione della crisi, risiede nel dato per cui solo un intervento tempestivo può garantire il risanamento e il mantenimento della continuità aziendale; inoltre, l'assenza di una necessaria liquidazione dell'intero complesso aziendale consente di evitarne la disgregazione e di preservarne il valore. La continuità aziendale è infatti il secondo elemento, accanto alla prevenzione, che il nuovo diritto della crisi cerca di tutelare; se la crisi è una fase fisiologica della vita dell'impresa, questa deve essere trattata come un problema transitorio, il cui superamento permette all'impresa di tornare operativa. La riforma del 2019 del diritto della crisi di impresa, forte degli input di matrice europea, getta le basi per una disciplina della crisi, informata all'esigenza della prevenzione e tempestiva gestione della crisi².

La portata concreta che assume il principio della continuità, può essere compresa alla luce della complessità della realtà aziendale, costituita da molteplici relazioni contrattuali che, a vario titolo, contribuiscono all'accrescimento del suo valore e che sono, in quanto tali, meritevoli di tutela. L'esistenza di una pluralità di interessi, presuppone che anche in sede di risanamento si debba tener conto del fatto che non sempre la liquidazione dei singoli beni appartenenti al complesso aziendale sia funzionale e sufficiente a garantire la copertura del debito: molto spesso, infatti, si ha a che fare con un patrimonio costituito da beni intangibili, il cui valore è difficile da monetizzare. In particolare, faccio riferimento al bagaglio di esperienza e conoscenza fornito da tutti i soggetti diversi dai soci coinvolti nell'organizzazione aziendale: gli amministratori della società, i suoi lavoratori, i fornitori e tutti coloro che entrano in

² Alcuni Autori hanno segnalato che, questo nuovo approccio alla crisi, ha delle ricadute anche sul diritto societario, in quanto i su menzionati principi sono produttivi di effetti anche nella fase genetica e fisiologica della vita d'impresa. Sul punto, cfr. P.BENAZZO, *Il codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Rivista delle società*, 2019, pag. 275, che rileva come «(...) non vi è dubbio che il nuovo Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza intervenga con ancora più enfasi e con innesti robusti nel corpo del diritto societario. E lo fa con interventi che (...) hanno poi una ricaduta e un'applicazione strutturalmente e funzionalmente eccedenti rispetto alla sola dogmatica dell'allerta e della prevenzione della crisi, dovendo trovare applicazione anche nella fase più propriamente fisiologica dell'avvio, dello sviluppo e della crescita dell'impresa».

contatto con questa quotidianamente. In queste ipotesi, è spesso più efficiente una conservazione del patrimonio aziendale, o quanto meno una sua liquidazione in blocco, così da evitare di disperdere quelle risorse immateriali accumulate nel tempo e difficili da ricostituire. Inoltre, le procedure di risanamento dell'impresa sono spesso preferite anche dai creditori, nell'ottica di poter ricevere un migliore soddisfacimento dei crediti. In definitiva, la continuità aziendale è lo strumento tramite cui il legislatore si propone, da un lato, di preservare il complesso dei beni materiali e immateriali che costituiscono l'azienda e, dall'altro, di meglio soddisfare le pretese creditorie.

La continuità aziendale diviene dunque, anche nell'ambito di diritto societario, un principio da seguire e un fine da perseguire nell'esercizio dell'attività imprenditoriale. Questo significa, in sostanza, che il mantenimento della continuità aziendale è un criterio guida al quale gli amministratori devono attenersi nella gestione dell'azienda, divenendo così estrinsecazione di quei doveri di corretta gestione societaria e imprenditoriale cui la condotta degli amministratori deve mirare³.

Nel diritto della crisi di impresa, invece, il principio della continuità aziendale deve orientare l'imprenditore nella predisposizione di un piano di ristrutturazione che massimizzi e salvaguardi il complesso organizzativo, la forza lavoro, il *know how* e, dall'altro, consenta di pagare i debiti tramite le risorse generate dalla continuità.

In questo scenario normativo si collocano le operazioni di fusione concordataria, di *management buy-out* e di *workers buy-out*.

L'elemento caratteristico di queste operazioni risiede nel trasferimento della titolarità dell'azienda: il complesso dei beni produttivi viene acquisito da quei soggetti che, già prima della crisi, erano a vario titolo coinvolti nell'impresa. In concreto, quindi, l'effetto prodotto da queste operazioni è quello di trasferire la titolarità dell'azienda

³ L'art. 775 CCII modifica l'articolo 2086 c.c. tramite l'introduzione di un secondo comma che prescrive che «L'imprenditore che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale».

in capo agli amministratori o ai dipendenti, i quali a tal fine costituiscono un nuovo soggetto d'impresa⁴.

Peraltro, anche al di là dell'ambito della crisi d'impresa, il *workers buy-out* è l'unico istituto che, nel nostro ordinamento, consente la partecipazione diretta ed attiva dei lavoratori dipendenti alla gestione aziendale, valorizzandone l'esperienza acquisita negli anni di lavoro: il nostro diritto societario, infatti, non conosce ipotesi assimilabili all'esperienza tedesca della cogestione⁵

La presente tesi si articola in tre capitoli, ciascuno dei quali analizza i presupposti applicativi e le fasi dei tre istituti presi in analisi: la fusione concordataria, il *management buy-out* ed il *workers buy-out*.

Valutati gli aspetti teorici e pratici di queste procedure di risanamento, si tenterà, anzitutto, di verificare quale, tra di esse, consenta di affrontare al meglio la situazione di crisi e, in secondo luogo, di dimostrare come la disciplina concorsuale modelli quella societaria.

⁴ Questo meccanismo di risoluzione della crisi fa leva sul know how dei dipendenti per preservare il valore aziendale. Secondo A. ROSSI, *Il valore dell'organizzazione nell'impresa*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, fasc. 7-8-9, 2009, pag. 605, infatti, «sembra non meritevole di particolari dimostrazioni il fatto che la continuazione di un'impresa redditizia ma destinata alla cessazione, a causa dell'avvenuto scioglimento della società o del fallimento dell'imprenditore, sia funzionale alla migliore valorizzazione dei cespiti attraverso la cessione del complesso aziendale quale *going concern*, in maniera tale da consentire il raggiungimento del maggior livello di soddisfacimento dei titolari di pretese residuali».

⁵ La legge tedesca la definisce *Mitbestimmung*. Sul tema di tornerà a pag. 104 della presente tesi.

Capitolo I

La fusione come rimedio alla crisi di impresa

1. La funzione economica della fusione e la sua adattabilità per la crisi di impresa. 2. L'introduzione del 182 *sexies* e il superamento della *Legal Capital rule*. 3. Evoluzione normativa della fusione: il D.lg. n.6 del 2003 e le esigenze di coordinamento con la disciplina fallimentare. 4. Le riforme della crisi di impresa dal 2005 ad oggi: la detipizzazione del piano concordatario e il *favor* per la riorganizzazione corporativa. 5. Il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e il concordato in continuità aziendale indiretta. 6. Coordinamento degli aspetti procedurali dell'operazione con le disposizioni del diritto concorsuale (I): le competenze degli organi sociali e procedurali. 7. Coordinamento degli aspetti procedurali dell'operazione con le disposizioni del diritto concorsuale (II): l'irregredibilità degli effetti della fusione. 8. Il risanamento aziendale attuato tramite le operazioni di *management buy-out* e *workers buy-out* (cenni): uno stratagemma per arginare il dissenso dei soci all'operazione di fusione concordataria e valorizzare il ruolo degli amministratori e dei lavoratori dipendenti della società in crisi.

1. La funzione economica della fusione e la sua adattabilità per la crisi di impresa

La fusione è un'operazione straordinaria che si diversifica dalle altre operazioni, poiché determina una riorganizzazione complessiva della società che vi prendono parte; rientra nel più ampio *genus* delle operazioni straordinarie corporative, caratterizzate dal fatto di coinvolgere l'intera struttura societaria e non singoli elementi dell'impresa (come la cessione dell'azienda). Sebbene molteplici siano gli aspetti in comune con le altre operazioni straordinarie, sicuramente la fusione gode di un effetto sinergico amplificato, causa anche di un'alterazione soggettiva e oggettiva della struttura della società che la rende particolarmente idonea per la realizzazione di operazioni di risanamento d'impresa in sede di crisi aziendale⁶.

⁶ Cfr. G.FERRI JR- G.GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, UTET, 2007, pag. 235 ss, che afferma che

Dal punto di vista giuridico la fusione costituisce l'unificazione di due o più società per formare una concentrazione, mentre dal punto di vista economico la fusione favorisce la continuazione dell'attività di impresa, attraverso un intervento sullo stato finanziario e operativo della società. I riflessi positivi sull'aspetto finanziario della società derivano dall'unificazione dei complessi aziendali, la condivisione di *know-how* e delle capacità operative che permettono un reperimento maggiore di risorse finanziarie e una migliore capacità di ricorrere al credito; mentre l'aspetto operativo della società è potenziato per via della riconfigurazione della struttura aziendale e della diversificazione del *business* tramite l'integrazione a livello orizzontale o verticale di diverse realtà aziendali⁷. L'unificazione giuridica può avvenire tramite fusione propria (costituzione di nuova società che sostituisce tutte le società preesistenti) o fusione per incorporazione (mediante l'assorbimento in una società preesistente in una o più società) e si badi che quest'ultima è anche la forma più diffusa nella pratica, ma anche lo strumento tramite il quale nel nostro ordinamento hanno luogo le pratiche del *management buy out* (*infra* Cap.2)⁸.

Venendo ora all'effetto principale della fusione (la concentrazione giuridica), questo ha dato adito a diversi dibattiti dottrinali, circa la collocazione dell'operazione tra le

tra le specificità che permettono di distinguere la fusione dalle altre operazioni straordinarie, si deve considerare l'effetto di riorganizzazione complessiva delle società che vi prendono parte. La globalità dell'effetto riorganizzativo la distingue dalla scissione, infatti «non è pertanto ipotizzabile, come invece per la scissione, una fusione parziale» ed è anche diversa dalla trasformazione, dal momento che quest'ultima «nella variante della trasformazione eterogena in o di comunione di azienda, può rappresentare una vera e propria modalità di dis-organizzazione e, rispettivamente, di organizzazione originaria (e non di riorganizzazione) dell'impresa».

⁷In questo senso, Cfr. M.C. DI MARTINO, *Fusione e soluzioni concordate della crisi*, Giappichelli, 2017, pag. 21 ss., che sottolinea come dal punto di vista aziendalistico, la scelta di procedere o meno all'operazione dipende dalla sua attitudine a perseguire il «*business purpose* e quindi, sull'effetto positivo generato dalla combinazione delle diverse realtà societarie che vi prendono parte». A livello aziendalistico, le valutazioni di opportunità riguardanti la realizzazione dell'operazione si basano sull'esistenza di effetti sinergici, di carattere finanziario o operativo, di gran lunga positivi, che non potrebbero essere realizzati singolarmente dalle società.

⁸Cfr. G.TANTINI, *Trasformazione e Fusione delle società*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, a cura di F.GALGANO, 1985, pag.276 ss., che in riferimento alla fusione mediante costituzione di *newco* ritiene che «è diventata un ramo sterile del sistema (...) per un evidente ragione di carattere tributario, di economia, relativa al costo fiscale dell'operazione: comportando la fusione un trasferimento patrimoniale (di ricchezza) pari al capitale netto della società fusa o incorporata, è più economico operare (e assoggettare ad imposta) il trasferimento del patrimonio della (sola) incorporata all'incorporante, piuttosto che il trasferimento del patrimonio di entrambe alla nuova società costituita in sede di fusione».

vicende modificative o estintive dei rapporti giuridici pendenti in capo alle società partecipanti. L'articolo 2504 *bis* c.c. sancisce ora esplicitamente la prosecuzione in capo alla società risultate dalla fusione di «*tutti i rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione*» delle società partecipanti; prima di questo intervento innovativo la lettura prevalente era a favore della natura estintiva dell'istituto, avvallata anche dalla formulazione originaria della norma sopra citata, che prevedeva un trasferimento dei diritti e degli obblighi delle società ormai estinte in capo alla *newco* risultante dalla fusione o alla società incorporante⁹. Questa impostazione è stata successivamente molto criticata perché esito di una confusa lettura di quello che è il fine della fusione, ossia la prosecuzione dell'attività di impresa, con quelli che invece sono gli strumenti di diritto per la sua realizzazione; e l'estinzione in questo caso deve essere considerata come un passaggio meramente formale della realizzazione dell'operazione¹⁰. Più convincente è per questo, quella parte della dottrina che condivide la posizione intermedia, che ricostruisce la fusione come

⁹ D'altronde il riferimento all'effetto "estintivo", compare anche nella direttiva 78/855/CEE (terza direttiva), all'articolo 19 co.1 lett. c, che prevede quale effetto *ipso iure* della fusione «*l'estinzione della società incorporata*».

La modifica dell'articolo 2504 *bis* è stata realizzata tramite il d.lgs. n.6 del 2003; la norma nel disciplinare gli effetti della fusione, prevede che «*La società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione*».

A livello dottrinale, il trasferimento dei diritti e degli obblighi in capo alla società risultante dalla fusione veniva giustificato da alcuni come conseguenza dell'estinzione, sulla base della riconduzione del fenomeno alla successione *mortis causa*; altri invece optano per la tesi opposta, che assimila il fenomeno a una successione *inter vivos*, cui l'estinzione è solo una conseguenza. Cfr. S.LANDOLFI, *Effetti della fusione sui rapporti giuridici delle società incorporate*, in *Le società*, 1986, fasc. 2, pag. 971 ss., che adotta la tesi della successione *inter vivos*, perché «pone in risalto il fatto che i singoli organismi economici strutturati nelle società non vengono meno, ma si integrano e si potenziano». Cfr. G.TANTINI, *Trasformazione e Fusione delle società*, in *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'economia*, (diretto da) F.GALGANO, 1985, Cedam, pag. 288, che critica la teoria che compara la fusione a una successione *mortis causa* poiché «sono evidenti le distorsioni cui può condurre una concezione antropomorfa della società e dei rapporti sociali (...) Se invece si considera la fusione come effetto di un consenso contrattuale (espresso con la deliberazione e attuato con l'atto di fusione), e l'estinzione della società come l'estinzione di un rapporto che continua nell'incorporante (o nella nuova società), non c'è bisogno di utilizzare la disciplina della successione».

¹⁰ Cfr. M. CAVANNA, *La fusione*, in AA.VV., *Trattato di Diritto Commerciale*, vol. V, tomo 2, a cura di G. COTTINO, 2011, Cedam, pag. 391, che tiene a «sottolineare gli equivoci che potrebbero derivare da questa impostazione, ove si confondessero il fine e l'obiettivo della fusione, che è la prosecuzione, irrobustita e rafforzata, delle imprese preesistenti e dei vincoli sociali che ne sono alla base, con gli strumenti tecnici che la legge pone a disposizione degli operatori per realizzarli».

modalità “successoria” e “modificativa” dello statuto che permette la riorganizzazione dell’impresa; secondo quest’ultima la confluenza del patrimonio di tutte le partecipanti in un’unica società è solamente strumentale per la realizzazione della fusione e in ogni caso, «tale sostituzione avviene però senza che si determini alcuna soluzione di continuità tra il prima e il dopo»¹¹.

Con l’intervento riformatore del legislatore nel 2003, in virtù del principio ispiratore di continuità dei rapporti giuridici e processuali, l’articolo 2504 *bis* è stato riformulato, sostituendo l’espressione «*società estinte*» con «*società partecipanti alla fusione*» e prevedendo un sistema di proseguimento *ipso iure* dei diritti e obblighi delle società parte del procedimento in capo alla società risultante. Questa modifica normativa è a conferma dell’opinione prevalente in dottrina e in giurisprudenza circa la natura “modificativa” dell’operazione, essendo difatti contraddittorio riconoscere l’estinzione dei rapporti giuridici, come scopo di un istituto che presenta carattere rigenerativo¹². La caratteristica rigenerativa è anche il punto di forza che lo rende potenzialmente idoneo ad essere utilizzato anche in situazioni di crisi, soprattutto alla luce del cambio di rotta che le procedure concorsuali hanno subito con la riforma del

¹¹ G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, 2, *Diritto delle società*, op.cit., pag. 646, secondo cui sebbene la fusione sia vicenda modificativa dell’atto costitutivo, non si può del tutto negare l’effetto successorio ed estintivo che questa produce.; «ed è proprio in questa conciliazione normativa fra continuità ed estinzione che risiede l’essenza stessa dell’istituto della fusione». Cfr. M. CAVANNA, *ibidem*, pag. 394 ss, secondo cui «la fusione, in qualsiasi modo si realizzi, si traduce in una vicenda modificativa del contratto sociale: che è però veicolo di un radicale riassetto dei rapporti e di strutture organizzative, da cui l’estinzione di una o più società e/o la costituzione di una nuova sembrerebbero rappresentare, come si diceva, il logico *trait d’union*». Nello stesso senso, Cfr. C. SANTAGATA, R. SANTAGATA, *Le Fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, vol.7**, 2004, UTET, pag. 47 che in merito all’effetto estintivo ritiene che abbia «matrice convenzionale, siccome emerge dalla riflessione che gli stessi esponenti delle società possono, nel programmare e decidere la fusione, optare, secondo mere ragioni di opportunità, se determinare l’estinzione di tutte le società partecipanti o persistere a utilizzare una di esse per la prosecuzione dell’attività; ed ancora, prescegliere liberamente l’una o l’altra per la designazione del ruolo di incorporante».

¹² Questa diversa caratterizzazione della fusione, come vicenda modificativa dei rapporti giuridici preesistenti, può ritenersi avvalorata, non solo alla luce della riforma sopra menzionata, ma anche della lettura che le stesse Sezioni Unite della Cassazione hanno dato all’istituto, caratterizzato «da una vicenda meramente evolutiva dello stesso soggetto, che conserva la sua identità pur in un nuovo assetto organizzativo»; il riferimento va all’ordinanza del 8 Febbraio 2006 n.2637, con la cui motivazione le Sezioni Unite della Cassazione chiarificano l’intento del legislatore riformatore. Per un commento esaustivo Cfr. S. MILANESI, *Fusione societaria e processo: l’intervento delle Sezioni Unite*, in *Giur. Comm.*, 2007, fasc.2, pag. 787 ss.

2006 e dell'intento che ha animato il legislatore europeo negli anni successivi (vedi *infra* §3).

Rimanendo ancorati alla lettura giuridica dell'istituto risulta difficile comprendere in quale modo un'operazione altamente complessa e non priva di rischi, possa conciliarsi con le vicende legate a una situazione di crisi di impresa; a meno che il suicidio della società non sia il fine che si vuole raggiungere, un'operazione così è difficilmente giustificabile, anche alla luce dei limiti gestori che incombono sugli amministratori, finalizzati alla corretta gestione societaria e imprenditoriale.

Per comprendere l'utilità della fusione nella risoluzione della crisi di impresa dobbiamo distaccarci quindi dalla lettura giuridica e avvicinarci a quella di stampo aziendalista; da quest'ultima emerge il carattere strategico-organizzativo di questa operazione, la cui realizzazione dipende non dal valore dell'impresa singolarmente considerata, ma da considerazioni in merito all'effetto sinergico che si può produrre attraverso l'integrazione delle diverse realtà aziendali. La globalità dell'operazione fa sì che la società risultante dalla fusione possa beneficiare di un complesso aziendale unificato, del coordinamento delle varie fasi del ciclo di produzione, delle risorse umane, di *know how* e margini prospettici positivi che la rendono più incline al mercato e facilitano il reperimento delle risorse finanziarie e il ricorso al capitale di credito.

Il valore di una singola impresa è di per se relativo, contando l'effetto complessivo derivante dall'integrazione delle singole realtà aziendali: non solo la società che vede disperdere le proprie risorse a causa di dissesti finanziari può avere interesse alla realizzazione dell'operazione, ma anche le società che sono caratterizzate da alti livelli di efficienza possono trovare interesse nella deliberazione di una fusione con una società in crisi, considerando l'operazione «in grado di determinare un incremento attuale o prospettico delle capacità reddituali e dei flussi finanziari del nuovo complesso aziendale unificato¹³».

¹³ M.C. DI MARTINO, *Fusioni e soluzioni concordate*, op.cit., pag. 23. Favorevole a questo possibile utilizzo dell'operazione di fusione, Cfr. G. SAVIOLI, *Le operazioni di gestione straordinaria*, 2012, Giuffrè, pag. 207, che afferma che «le operazioni di concentrazione aziendale, anche se tipicamente

Inoltre, continuando con l'analisi aziendalista, la fusione è realizzata senza l'esborso di ulteriori mezzi finanziari o apporti di capitale da parte dei soci e il contributo ricevuto in seguito all'aggregazione delle società non viene pagato in denaro o tramite altra forma ma tramite l'attribuzione ai nuovi soci di partecipazioni nella società risultante dalla fusione, mentre i mezzi finanziari vengono utilizzati per il superamento dello stato di crisi iniziale in cui verserà la società incorporata, tramite l'interazione con altri operatori economici e l'apertura al mercato¹⁴.

Nella valutazione effettuata per la determinazione dell'esito della fusione, le considerazioni preliminari si basano su una valutazione globale che dovrà tener conto non solo dei risultati passati, ma anche delle future condizioni di impresa e di redditività del complesso unificato che si viene a formare.¹⁵ Solo così procedendo si può rendere giustificabile un'operazione che richiede una forte leva finanziaria, in una fase di crisi, anche se permangono forti dubbi in merito all'applicabilità in concreto della fusione nell'ambito delle procedure concordatarie¹⁶.

Per rispondere all'interrogativo dobbiamo *in primis* tenere conto delle molteplici cause che originano una crisi: le crisi possono derivare da una carenza patrimoniale, da una riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale o da uno squilibrio economico-finanziario, ma ai fini della determinazione del presupposto oggettivo del concordato preventivo, la crisi è unicamente intesa in chiave economico-finanziaria. Non sempre una società in perdita versa in uno stato di insolvenza, così come una società in procedura non necessariamente subisce una contestuale perdita del capitale

connesse a strategie di espansione, possono infatti talvolta rappresentare modalità per l'attuazione di strategie connesse al superamento della crisi e quindi, di sopravvivenza dell'organismo economico».

¹⁴Cfr.F.GUERRERA,M.MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «riorganizzazione»* in *Rivista delle società*, fasc.1, 2008, pag.76. Secondo gli autori, «i mezzi finanziari possono pertanto essere destinati ad altri impieghi e servire piuttosto ad affrontare lo stato di crisi aziendale, sulla base di opportune combinazioni con altre imprese dotate del potenziale economico, finanziario e industriale necessario allo scopo».

¹⁵ Cfr. *Ivi.*; sulla stessa linea, G. SAVIOLI, *Le operazioni di gestione straordinaria*, op. cit., (nt.68), pag. 284 secondo cui la valutazione deve tener conto «delle forze e delle altre condizioni potenziali inesprese che potranno trovare la propria manifestazione proprio in conseguenza dell'operazione.»

¹⁶ In questo senso, Cfr. M.C. DI MARTINO, op.cit., pag. 52, che ritiene che sia un ostacolo alla realizzazione di una fusione concordataria, il fatto che molto spesso la società risultante dalla fusione abbia un patrimonio netto negativo, così da rendere difficile l'attribuzione patrimoniale alla società risultante dalla fusione e la determinazione delle partecipazioni dei soci nella nuova società.

sociale¹⁷. Molto spesso una società che versa nelle condizioni di cui art. 2446 e 2447 c.c., è nonostante tutto ancora in grado di adempiere le proprie obbligazioni grazie agli strumenti di credito o l'apporto di capitale da parte dei soci; anche se nella realtà le due situazioni tendono a coincidere, e una situazione di crisi patrimoniale corrisponde a una crisi economico-finanziaria, così che ogni qual volta la società subisca delle perdite di capitale potrà dirsi insolvente¹⁸. Per ovviare a questo rischio, in pendenza del deposito del progetto di fusione e anche in funzione della determinazione del rapporto di cambio, si richiedono delle valutazioni *ex ante* circa la sostenibilità dell'operazione tramite la redazione di una situazione patrimoniale, che discostandosi dai criteri cautelari che gli amministratori sono tenuti a seguire già dalla fase crepuscolare di un'impresa, si basa sui normali criteri di redazione del bilancio, richiedendo una rivalutazione delle poste del bilancio che permette di considerare voci del bilancio positive non rilevabili tramite l'utilizzo dei criteri redazionali prudenziali¹⁹. Mentre in una fase di crisi le valutazioni patrimoniali sono

¹⁷ La riduzione del capitale sociale è rilevata sulla base di valori di bilancio *ex art.* 2423 ss. c.c. che prescindono da qualsiasi valutazione di mercato; considerazione diversa può invece farsi per la solvibilità di un'impresa, strettamente collegata alla sussistenza di un equilibrio economico-finanziario e la potenzialità dell'impresa di ricorrere al capitale di credito. Cfr. L. STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto e economia*, 2007, Il Mulino, pag. 144 ss., secondo il quale «una società che ha perso il capitale può essere del tutto solvibile (si pensi a una società high-tech nel cui sviluppo i soci continuano a credere), come al contrario può essere insolvente pur non avendo perduto il capitale (si pensi a una società in «crisi di crescita», che sostiene costi immediati maturando crediti non ancora scaduti, o a una società che non riesce a incassare né a smobilizzare i propri crediti verso lo stato, pur non sussistendo i presupposti per svalutarli in bilancio)». Ancora l'autore, riporta l'esempio di Omnitel che pur avendo perso per molti anni di seguito il suo capitale, non ha mai rischiato l'insolvenza grazie ai soci che costantemente la rifinanziavano coprendo le perdite, in prospettiva di profitto.

¹⁸ Riguardo quanto detto, Cfr. M.C. DI MARTINO, *op.cit.*, pag. 52, che a conferma di questa relazione tra la crisi patrimoniale e la crisi economico-finanziaria, riconduce il dato per cui il legislatore stesso mostra consapevolezza di questo stretto rapporto, tramite la previsione all'art. 182 *sexies* di una deroga all'applicazione, in sede concordataria, delle regole di mantenimento del capitale sociale e della relativa causa di scioglimento della società.

¹⁹ Cfr. art. 2501 *quater* c.c., la norma disciplina la situazione patrimoniale, base di valutazione dei valori reali del patrimonio su cui poi sarà basato il rapporto di cambio. «L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige, con l'osservanza delle norme sul bilancio di esercizio, la situazione patrimoniale delle società stesse, riferita a una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede delle società o pubblicato sul sito internet di questa» (norma entrata in vigore successivamente al recepimento della terza direttiva comunitaria tramite il d.lgs. n.22/1991). La situazione patrimoniale che precede l'operazione di fusione ha un ruolo essenziale; Cfr. G. TANTINI, *op.cit.*, pag. 316, secondo cui «questo bilancio speciale è l'unico elemento su cui fondare il giudizio di congruità del rapporto tra i patrimoni e i

sminuite rispetto a quello che è il reale valore economico, in questa situazione si vuole pervenire all'emersione dei valori effettivi del patrimonio sociale; può risultare una situazione patrimoniale solo contabilmente negativa da cui in realtà emergono valori non contabilizzati ma effettivamente positivi e valori non imputati a capitale (avviamento, *know how*, organizzazione industriale), che però la peculiarità della disciplina contabile della fusione riesce a far emergere, a riprova del fatto che anche qualora si abbia una perdita integrale del capitale, questo non comporta automaticamente il venir meno del patrimonio effettivo della società²⁰.

Qualora l'esito della situazione patrimoniale sia del tutto negativo (non solo dal punto di vista contabile), la mancanza di un minimo patrimoniale per procedere alla redistribuzione e la mancata ricapitalizzazione da parte dei soci, ne estingue la partecipazione; in questo caso la fattibilità dell'operazione potrebbe essere compromessa, non potendo realizzarsi l'effetto peculiare della fusione dato dalla commistione dei patrimoni e delle compagini societarie di tutte le società partecipanti²¹.

La natura mista (estintiva-modificativa) della fusione viene però in soccorso, rendendo l'istituto particolarmente duttile e incline ad adattarsi a varie esigenze; i

capitali delle società che si fondono(...)». Data la sua specialità i criteri che devono essere utilizzati per la sua redazione dovrebbero tenere in considerazione di molteplici interessi, data la triplice funzione che l'autore su menzionato ricorda, ossia «la determinazione del rapporto di cambio, del capitale della società incorporante (o risultante dalla fusione) e l'informazione dei creditori (ai fini di un'eventuale opposizione), appaiono così diverse, e non omogenee tra loro, da rendere impossibile il soddisfacimento di tali finalità, e la tutela dei relativi interessi, con un unico strumento contabile». Per quel che riguarda la forma di questa situazione patrimoniale, Cfr. MAFFEI ALBERTI, *Art. 2501 quater. Della trasformazione, della fusione e della scissione*, in *Commentario Breve al Diritto delle società*, pag. 1724, che afferma che la redazione della situazione patrimoniale deve avvenire «seguendo lo schema contenutistico e i criteri di formazione e valutazione propri dei bilanci di esercizio e in continuità con i medesimi; essa deve essere corredata dal conto economico del periodo trascorso dall'ultimo bilancio e dalla nota integrativa (...)».

²⁰ Questo è stato rilevato anche in giurisprudenza, Cfr. Cass., 22 Ottobre 2004, n.20637, che chiamata a pronunciarsi in merito al momento in cui può essere esercitata azione sociale di responsabilità fa riferimento alla sussistenza di una condizione di insufficienza patrimoniale che però non coincide con l'insolvenza ma è determinata dall'incapienza del patrimonio.

²¹ In uno scenario del genere, non sussiste nessun valore patrimoniale positivo che possa compensare le perdite patrimoniali registrate nel bilancio della società in concordato e non è possibile assegnare ai soci di quest'ultima azioni o quote di partecipazione della società risultante dalla fusione. Non è questo il luogo per l'esposizione di tutto il dibattito dottrinale intorno all'ammissibilità di una fusione negativa; per un approfondimento Cfr. M.C.DI MARTINO, *Fusioni e soluzioni concordate della crisi*, op.cit., pag. 59 ss.

rapporti giuridici delle partecipanti subiscono una modifica formale della loro intestazione che viene trasferita alla nuova società e sebbene questo trasferimento coinvolga tutte le società, riguarda direttamente le organizzazioni partecipanti e solo indirettamente i rapporti che vi fanno capo che possono anche non essere oggetto di trasferimento²². L'unificazione di diverse società determina reazioni a livello dei singoli rapporti e in alcuni casi alcuni rapporti giuridici che facevano capo alle singole partecipanti sono estinti, ma questo non disperde l'organicità della società, le persone, i mezzi, le relazioni contrattuali e il *know-how* che confluiscono invece nella nuova struttura societaria.

2. L'introduzione dell'articolo 182-sexies e il superamento della Legal Capital Rule

L'unico vero limite all'utilizzo dell'operazione di fusione per la risoluzione di una crisi è la disciplina del mantenimento del capitale sociale al di sopra di un minimo previsto dalla legge²³. La disciplina del *Legal capital* è stata introdotta in Italia in seguito al recepimento della seconda direttiva comunitaria in materia di società (direttiva n.77/91/CEE) e sebbene le esigenze di uniformità e armonizzazione del diritto europeo siano portatrici di interessi giuridici superiori e incontestabili, non pochi problemi si sono posti circa la compatibilità di questa disciplina con le esigenze di risanamento e ricorso alle procedure concordatarie²⁴. La predisposizione

²² Cfr.M.C. DI MARTINO, *Fusioni e soluzioni concordate della crisi*, op.cit., pag. 72 ss. In merito alla determinazione del rapporto di cambio, Cfr. C. SANTAGATA -R.SANTAGATA, *Le fusioni*, op. cit., pag.165, il quale evidenzia come la determinazione del concambio e l'attribuzione di azioni ai nuovi azionisti della società incorporante sia «un effetto naturale e non essenziale» e «con l'assimilazione reciproca esse perdono il carattere di alterità, o se si vuole, l'originaria individualità; sicché resta vero che si verifica l'inutilità dei distinti centri di imputazione».

²³ Il legislatore prevede diversi livelli di capitalizzazione a seconda delle tipologie societarie; le spa sono regolarmente costituite con un capitale non inferiore ai 50 mila euro (art. 2327 c.c.); le S.r.l. si possono costituire in due forme diverse: da un lato la S.r.l. "standard" con capitale legale non inferiore ai 10 mila euro, dall'altro lato la S.r.l. "in forma semplificata" con capitale anche inferiore ai 10 mila euro, ma non inferiore ad 1 euro (tipologia introdotta dal D.lg. 28 Giugno 2013, n.76).

²⁴ L'articolo 17 della direttiva n.77/91/CEE prevede che «in caso di perdita grave del capitale sottoscritto, l'assemblea deve essere convocata nel termine previsto dalla legislazione degli stati membri, per esaminare se sia necessario sciogliere la società o prendere altri provvedimenti». In altri

e l'approvazione del piano e della proposta di concordato preventivo sono di competenza degli amministratori (arti. 152 l.fall.), che sono inoltre soggetti a diversi obblighi imposti dalla normativa societaria; prima della riforma del 2012, l'applicazione degli articoli 2446 co.2 e 3 e 2447 c.c. imponeva a questi di convocare il tribunale per la riduzione del capitale (nel caso di perdite superiori a 1/3 del capitale) o di convocare l'assemblea per procedere a una ricapitalizzazione o a una trasformazione della società (nel caso di riduzione del capitale al di sotto del minimo legale), pena lo scioglimento (*ex art. 2484 n.4 c.c.*) e l'adozione di una gestione conservativa, in vista della liquidazione (art.2486 c.c.). Questa disciplina alquanto complessa, volta alla tutela delle pretese creditorie, rischia però di porsi in contrasto con gli obiettivi di risanamento dell'impresa, così come di arrecare nocimento ai i creditori che potrebbero essere soddisfatti in misura maggiore dagli introiti generati dalla continuazione dell'attività. Con questo scenario normativo le possibilità di ricorrere all'operazione di fusione (anche se negativa) erano alquanto limitate e a livello dottrinale e giurisprudenziale si è concordi nel ritenere che, pur ammessa la fusione di una società con patrimonio netto (in termini reali) negativo, la società risultante la fusione dovrebbe disporre di eccedenze tali da assorbire e neutralizzare le perdite acquisite²⁵. La società risultante dalla fusione, con capitale inferiore al minimo legale sarebbe obbligata alla ricapitalizzazione, pena scioglimento. In termini teorici questo non impedisce la realizzazione della fusione, perché la perdita del capitale opera come causa di scioglimento solo in caso di mancata adozione di una delibera di reintegra o di trasformazione della società e spesso la fusione è

ordinamenti, diversi da quelli europei, come quello americano, il concetto del capitale legale è irrilevante, potendo le società operare anche con un patrimonio netto negativo, purché non insolvente.

²⁵ In questo senso, Cfr. C. SANTAGATA, R. SANTAGATA, *Le Fusioni*, op.cit., pag. 28 ss; Cfr. M.C.DI MARTINO, *Fusioni e soluzioni concordate della crisi*, op. cit., pag. 79 ss. Per delle considerazioni comparatistiche, interessante è la disciplina prevista dalla Legge Federale Svizzera (LFus) del 3 Ottobre 2003 (art.6), in materia di operazioni straordinarie: « *Una società di cui non sia più coperta la metà del capitale azionario o sociale e delle riserve legali, oppure che presenti un'eccedenza di debiti, può operare una fusione purché l'altra società abbia una dotazione di capitale proprio liberamente disponibile di importo pari allo scoperto e, se del caso, all'eccedenza di debiti*»; con la particolarità per cui «*questa condizione non si applica nella misura in cui i creditori delle società partecipanti alla fusione accettino di essere relegati a un grado posteriore a quello di tutti gli altri creditori*».

configurata come una valida alternativa alle ipotesi testualmente contemplate negli art. 2446 e 2447 c.c.; inoltre anche in caso di scioglimento di società, l'inizio della distribuzione patrimoniale in sede di liquidazione impediva (e tuttora impedisce) il ricorso all'operazione (art. 2501 co.2 c.c.)²⁶. La concreta attuabilità dell'operazione era però resa difficile, poiché si creava un circolo vizioso da cui gli amministratori difficilmente riuscivano ad uscire: ai fini della corretta costituzione della società risultante dalla fusione era necessario coprire le perdite per poter questa avere un capitale di ammontare previsto dalla legge, ma in ogni caso queste ultime non potevano essere coperte fino a quando l'operazione di ristrutturazione non giungeva a termine.

La regola “ricapitalizza o liquida” (art. 2484 n.4) è stata erroneamente utilizzata e molti hanno posto in dubbio l'idoneità di questa a garantire la prosecuzione dell'attività di impresa in caso di squilibrio economico-finanziario; sebbene la perdita di capitale sociale sia un segnale di allarme, indicativo di una potenziale crisi, che genera in capo agli amministratori doveri di informazione e di convocazione assembleare, sicuramente le regole di bilancio utilizzate per azionare questo campanello, non sono idonee a favorire un'adeguata rappresentazione finanziaria e una ferrea tutela dei creditori²⁷. La disciplina del capitale legale consente di intercettare i sentori di una crisi ed è un segnale di allarme per i soci chiamati a effettuare una scelta tra la ricapitalizzazione dell'impresa e la liquidazione, scelta guidata dalla fiducia che questi ripongono nelle prospettive di recupero della

²⁶ Cfr. Tribunale di Milano, 22 settembre 1995, in *Le Società*, 1996, fasc.7, pag.803, secondo cui « l'art.2501 co.2 c.c., consente la partecipazione alla fusione di una società in virtuale stato di liquidazione, in dipendenza di perdite ingenti, a condizione che il patrimonio netto dell'altra società partecipante all'operazione (nella specie la società incorporante) sia idoneo ad assorbirla, costituendo in tal caso la fusione un provvedimento opportuno e idoneo ai sensi dell'art.2446 c.c., a rimediare alla situazione di crisi resa evidente dalla perdita accertata».

²⁷ Cfr. V.CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in AA.VV., *Società, banche e crisi di impresa*. Liber Amicorum Pietro Abadessa, vol.3, 2014, UTET, pag.2598 ss., che espone i suoi dubbi circa l'adeguatezza degli art. 2446 e 2447 c.c. ai fini della prevenzione della crisi e della tutela dei creditori. Nello stesso senso, Cfr. L.STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto e economia*, op.cit., pag. 145, secondo cui la perdita del capitale sociale «viene accertata facendo riferimento a valori di bilancio e dunque a valori ottenuti mediante l'applicazione di criteri legali di valutazione che in qualche misura prescindono da valutazioni di mercato. (...) la perdita di capitale non ha una stringente relazione con la solvibilità della società e neppure, strano a dirsi, con il suo valore di mercato (...)».

società²⁸. Nel caso in cui si giunga alla situazione estrema che porta all'attivazione della procedura di liquidazione, non pochi sono gli ostacoli che si presenterebbero al ricorso a un procedimento di fusione, pur non essendo ancora iniziata la distribuzione dell'attivo patrimoniale²⁹.

Prima dell'intervento normativo, un filone giurisprudenziale innovativo, abbracciando l'opinione dottrinale maggioritaria, cerca di colmare il vuoto creatosi tra le alternative estreme di riduzione del capitale e lo scioglimento della società, anticipando la scelta legislativa successiva, prevedendo la possibilità di posticipare l'obbligo di ricostituzione del capitale a una fase successiva³⁰. Il D.L. n.83 del 2012 elimina ogni sorta di dubbio circa la rilevanza della disciplina del capitale legale, con l'introduzione dell'articolo 182-*sexies* l.fall, che realizza un coordinamento tra il diritto societario e il diritto concorsuale, sospendendo l'obbligo di cui il co.2 art. 2446 e 2447 c.c. alla data di presentazione della domanda di concordato preventivo sino all'omologazione.

²⁸ Cfr. L.STANGHELLINI, op.cit., pag.148 ss. Dello stesso parere, G.FERRI jr, *Struttura finanziaria dell'impresa e funzione del capitale sociale*, in *Rivista del Notariato*, fasc.4,2008, pag. 755, secondo cui «anche la perdita di capitale rappresenta, se si vuole, l'espressione di una crisi: non già tuttavia, dell'impresa e del suo finanziamento, quanto piuttosto, ed esclusivamente, dell'investimento dei soci».

²⁹ Ai sensi di art. 2501 co.2 «*la partecipazione alla fusione non è consentita alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo*». Cfr. V.CALANDRA BUONAURO , *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, op. cit. pag. 2600, che vede la liquidazione come un ostacolo «all'acquisizione di nuove risorse finanziarie necessarie a mantenere l'impresa in funzionamento e crea una situazione di allarme che compromette i rapporti con fornitori e clienti, pregiudicando, o quanto meno, rendendo maggiormente problematica la predisposizione di un piano concordatario o di un accordo con i creditori che permetta all'impresa di rimanere sul mercato».

³⁰ Il riferimento va al Tribunale di Ancona 12/4/2012, Cfr. T.ARIANI, *Disciplina della riduzione del capitale per perdite in caso di presentazione della domanda di concordato preventivo*, in *Il Fallimento e altre procedure concorsuali*, fasc.1, 2013, pag. 110 ss., che afferma il differimento degli obblighi di ricostituzione del capitale legale in una fase successiva l'omologazione del concordato, qualora permangano le esigenze per questo. Prima di allora «*il tribunale dovrà verificare sulla base del piano proposto l'idoneità dello stesso a realizzare la prevista ristrutturazione, anche sotto il profilo del corretto mantenimento o ricostituzione del capitale sociale, ammettendo comunque alla procedura ove il piano fornisca adeguata e motivata garanzia di ripianamento delle perdite...*». A livello dottrinale Cfr. F.GUERRERA-M.MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni straordinarie di «riorganizzazione»*, op.cit., pag. 65 ss., secondo cui l'aumento di capitale della società sottoposta a concordato può assumere diverse configurazioni; in presenza di un patrimonio netto negativo tra i vari schemi delineati quello preferibile, anche se meno garantistico per i creditori sociali, è quello che delinea la ricapitalizzazione come «promessa o almeno programmazione(da parte della società, dei soci di controllo , di eventuali terzi (...))rinviandosi l'operazione sul capitale alla fase esecutiva del concordato, successiva all'omologazione definitiva».

La sospensione di questi obblighi viene da molti giustificata come conseguenza della manifestazione esterna della situazione di crisi, dato che mediante il deposito di una domanda di concordato si verifica «l'ingresso della società nella già richiamata zona di osservazione giudiziaria»³¹. La deroga a una norma che costituisce un caposaldo del diritto societario non è senza limitazioni, ma necessita comunque il coordinamento con le disposizioni dell'art. 161 co.7 e 167 l.fall. che prevedono la supervisione dell'autorità giudiziaria per il compimento di atti di ordinaria e straordinaria amministrazione che potrebbero arrecare danno alle pretese creditorie, ma necessari per il proseguimento dell'attività imprenditoriale.

Alla luce delle innovazioni legislative, gli amministratori hanno la possibilità di optare per due diverse soluzioni, l'una di natura societaria (ricapitalizza o liquida) e l'altra di natura concorsuale (deposito domanda di concordato), con una predilezione, da parte del legislatore, per quest'ultima e per la tutela degli interessi dei creditori sociali piuttosto che degli interessi dei soci; una volta omologato il concordato la falcidia concordataria può rendere più appetibile l'acquisizione del controllo di una società in crisi e in alcuni casi la stessa ristrutturazione del debito può ritenersi sufficiente per l'eliminazione delle perdite non essendo necessaria una ricapitalizzazione³².

La regola “ricapitalizza o liquida” è così sostituita dal trinomio “ricapitalizza, liquida o concorda”: il legislatore mostra la sua predilezione per il regime delle procedure concorsuali, disponendo a tal fine la sospensione temporanea della disciplina del capitale sociale, purché sia effettivo il ricorso a uno strumento concorsuale (presentazione domanda di concordato); questo assetto normativo, consente di aumentare la discrezionalità in capo agli amministratori, che possono così scegliere quale strumento sia più idoneo per il mantenimento della continuità aziendale, tenendo conto dell'interesse principale dei creditori.

³¹ Cfr. P.BASTIA- R.BROGI, *Operazioni societarie straordinarie e crisi di impresa*, Wolters Kluwer, 2016, pag. 268.

³² La ricapitalizzazione è però necessaria nel caso in cui l'operazione di fusione sia contenuta nella proposta di concordato e non nel piano; in questo caso, la proposta è finalizzata al soddisfacimento delle pretese creditorie e l'aumento di capitale con l'assegnazione ai creditori di partecipazioni nell'incorporante è una modalità di soddisfacimento delle loro pretese.

3. Evoluzione normativa della fusione: il D.lg. n.6 del 2003 e le esigenze di coordinamento con la disciplina fallimentare

Prima della riforma del 2003 non si ponevano dubbi circa l'ammissibilità o meno di operazioni di fusione negativa, dato che il legislatore dell'epoca stroncava sin da subito qualsiasi possibilità di ricorrere a operazioni di fusione in seno a procedure concorsuali (art. 2501 co.2 c.c.). La generica formulazione del divieto ricomprendeva procedure di carattere sia liquidativo che conservativo, così che anche nei casi di crisi temporanea e reversibile era esclusa la possibilità di ricorrere allo strumento di diritto societario; del resto questo divieto non contrastava con l'ulteriore enunciato del medesimo comma, che sanciva (e tutt'ora sancisce) il divieto di partecipazione a operazioni di fusione per quelle società in liquidazione in cui sia già iniziata la fase di distribuzione dell'attivo patrimoniale, anzi era anche giustificato alla luce dell'annoveramento del fallimento tra le cause di scioglimento di una società (art. 2484). Nonostante tutto, forti incoerenze sono state riscontrate in dottrina, in merito alla natura di questi due divieti³³: il divieto di fusione previsto in capo alle società in liquidazione, non comporta la lesione di alcun interesse *supra* individuale, ma trova ragion d'essere nella risoluzione di possibili conflitti interni alla *governance*, tra la maggioranza che decide in merito alla fusione e la minoranza dissenziente che vuole la liquidazione della sua quota; l'operatività del divieto dell'art.2501 co.2 non è automatica, ma frutto di una deliberazione degli stessi soci, convocati in sede assembleare per compiere una scelta *ex art.2447 c.c.*³⁴. La formulazione del divieto per le società soggette a procedure concorsuali è in termini assoluti e non lascia spazio di manovra ai soci (neanche se concordi); la dottrina prevalente sottolineava come solo la previa interruzione della procedura concorsuale poteva permettere la

³³ Cfr. M.MAUGERI , *L'introduzione della scissione di società nell'ordinamento italiano: prime note sull'attuazione della VI direttiva CEE*, in Giur. Comm., fasc.4,1991, pag. 762. L'autore evidenzia la differenza di *ratio* sottesa ai due divieti; nel caso di società in liquidazione che hanno iniziato la distribuzione dell'attivo non ci sono esigenze di tutela dei creditori sociali, già soddisfatti, ma solo l'interesse dei soci alla soddisfazione attraverso il riparto dell'attivo rimanente.

³⁴ I soci hanno la possibilità di evitare lo scioglimento e la liquidazione della società, optando per la ricapitalizzazione della società.

deliberazione di una fusione, dato che il divieto non riguardava solamente il momento attuativo della procedura ma anche la fase preliminare di deliberazione³⁵. Le molteplici critiche rilasciate a livello dottrinale possono dirsi giustificate anche a livello comparatistico, delineandosi su questo fronte un quadro propenso a ritenere l'ammissibilità della fusione di società sottoposte a procedure concorsuali. La terza direttiva in materia di società (78/855/CEE) non prevedeva un divieto esplicito, lasciando ampia libertà in merito e sin dal suo recepimento molti paesi avevano adottato soluzioni divergenti da quella del legislatore italiano³⁶. Sebbene non rientri nello scopo della trattazione un'analisi approfondita delle modalità di recepimento della terza direttiva, una breve delucidazione può essere utile per comprendere come la disposizione di quest'ultima sia stata interpretata in senso permissivo dagli stati membri, non senza criticità e problemi di coordinamento con il diritto societario che si riverberano anche a livello nazionale. Accanto a paesi che avevano espressamente disciplinato il divieto ci sono dall'altro lato paesi che ne hanno espressamente ammesso la fattibilità, come l'art. 100.3 della *Ley Concursal* che nel delineare il contenuto della proposta concordataria (*propuesta de convenio*) prevede la possibilità di inserimento di un'operazione di fusione³⁷. In una posizione intermedia si colloca il diritto tedesco, che si è sempre mostrato favorevole all'adozione di soluzioni continuative volte alla conservazione dell'impresa; con questo intento il §225a dell'*Insolvenzordnung* (legge concorsuale tedesca) consente l'utilizzo di operazioni straordinarie come strumento di risoluzione della crisi e *l'Insolvenzplan* (piano di

³⁵ Cfr. M.C. DI MARTINO, *Fusioni e soluzioni concordate della crisi*, op. cit., pag. 6 ss.; Cfr. C. SANTAGATA-R. SANTAGATA, *Le fusioni*, op.cit., pag. 42 ss., evidenzia come l'interruzione della procedura concorsuale prescinda da qualsiasi deliberazione dell'assemblea straordinaria.

³⁶ Ai sensi dell'art. 1 co.3 della direttiva 78/855/CEE: «gli stati membri possono non applicare la presente direttiva se una o più società in via di incorporazione o di estinzione sono oggetto di una procedura di fallimento, di concordato o di altre procedure affini.»

³⁷ Cfr. art. 100.3 *Ley Concursal*: «En ningún caso la propuesta podrá consistir en la liquidación global del patrimonio del concursado para satisfacción de sus deudas, ni en la alteración de la clasificación de créditos establecida por la Ley, ni de la cuantía de los mismos fijada en el procedimiento, sin perjuicio de las quitas que pudieran acordarse y de la posibilidad de fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo de la persona jurídica concursada.» Inoltre, nello stabilire il contenuto necessario della proposta, il diritto spagnolo, vieta espressamente *les convenios de liquidación*.

risanamento) costituisce terreno fertile per la realizzazione di queste operazioni, data la flessibilità e l'ampiezza di contenuto.

Sul versante del diritto societario un tema fortemente dibattuto è stato quello dell'ammissibilità di una fusione con patrimonio netto negativo, risolto partendo dalla natura della fusione come vicenda "estintiva" e "modificativa" delle partecipazioni sociali; sul versante del diritto concorsuale (v. *infra* §6) problemi di coordinamento sorgono tra i poteri degli organi sociali e quelli concorsuali, dato la predominanza, in questa sede, del ruolo dell'autorità giudiziaria.

In linea con le tendenze europee, il nostro legislatore con il D.lg. n.6 del 2003 ha intrapreso un percorso di coordinamento tra il diritto societario e concorsuale, che terminerà con il recente Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza. Il mutamento di rotta trova ragion d'essere in seguito allo spostamento delle attenzioni sull'impresa come organizzazione e non più sull'imprenditore e il venir meno della secca alternativa tra solvibilità e insolvenza. Partendo dal presupposto per cui non sempre il fallimento comporti una cessazione dell'attività di impresa, data anche l'esistenza di un ampio ventaglio di strumenti alternativi a quelli di carattere liquidatorio, il legislatore del 2003 abroga il fallimento dalle cause di scioglimento della società e inoltre nel dare ampio spazio a istituti giuridici (non solo di diritto concorsuale) finalizzati al risanamento di una impresa in crisi, fa cadere il divieto precedentemente posto all'utilizzo di operazioni di fusione da parte di società sottoposte a procedure concorsuali. Tuttavia, il superamento di questo ostacolo letterale, secondo parte della dottrina, non consentirebbe in maniera indiscussa la partecipazione all'operazione di fusione di società che sono sottoposte a una procedura concorsuale, dovendo in ogni caso tener conto del dettato dell'art. 2499 c.c. che segna un limite relativo «*alle finalità e allo stato della stessa*»³⁸. La presenza di questa norma e la lettura in coordinamento con il co.2 dell'articolo 2501 c.c. rende

³⁸ La norma sebbene rubricata nel Capo X, Sezione I, relativa alla trasformazione, è considerata un principio generale applicabile per analogia a tutte le altre operazioni straordinarie; in questo senso Cfr. C. SANTAGATA -R. SANTAGATA, *Le fusioni*, op.cit., pag. 37, che afferma che «è tuttavia difficilmente contestabile la palese incompatibilità dell'alterazione, soggettiva e oggettiva, della compenetrazione che la fusione di fatto implica con la pendenza di una procedura concorsuale di tipo liquidativo-dissolutivo (quali sono appunto il fallimento e la liquidazione coatta amministrativa)».

comunque difficile il ricorso a operazioni di fusione nell'ambito di procedure di stampo liquidativo-dissolutivo; secondo parte della dottrina il trasferimento degli obblighi e dei diritti in capo alla società risultante dalla fusione non può dispiegarsi nell'ambito di procedure dissolutive come il fallimento, la liquidazione coatta amministrativa e il concordato *cessio bonorum*, stridendo il carattere liquidatorio di queste ultime con le finalità prettamente modificative dell'operazione di fusione³⁹.

4. Le riforme della crisi di impresa dal 2005 ad oggi: la detipizzazione del piano concordatario e il favor per la riorganizzazione corporativa

Tutti i dubbi che sorgono riguardo la compatibilità della fusione con le procedure a carattere liquidativo sono tacitati attraverso gli interventi riformatori della legge fallimentare che si susseguono dal 2005 (a partire dal D.L. n.35 del 2005) in poi. La ratio di questi interventi risiede nel venir meno «dell'alternativa secca tra solvibilità e insolvenza⁴⁰», potendo esserci delle situazioni in cui la disgregazione del complesso aziendale per il soddisfacimento delle pretese creditorie sia una troppo estrema soluzione per regolare le sorti di un'impresa che gode di un *going concern value* che vale la pena tutelare. Nell'ottica del risanamento e della conservazione degli apparati produttivi il legislatore introduce nuove figure concordatarie, alternative al fallimento e tramite la riscrittura degli articoli 124 e 160 l.fall. il diritto della crisi apre le sue porte alle operazioni straordinarie. Queste procedure concorsuali sono ora caratterizzate da un elevato grado di flessibilità e lasciano ampio spazio di determinazione all'autonomia negoziale; sulla scia dell'Insolvenzordnung tedesco e

³⁹ *Ibidem*, pag. 38 ss., secondo il quale «il fatto ostativo della fusione è la sottoposizione della società a una delle suddette procedure, perdurando la preclusione in virtù del sovrapporsi delle decisioni degli organi pubblicitici ad un'ipotetica inammissibile decisione dei soci- per tutto il tempo della loro pendenza». Questo filone dottrinale è stato criticato, da parte della dottrina che ritiene non si debba far dipendere la valutazione di compatibilità della fusione con le procedure liquidative da una «aprioristica individuazione delle finalità perseguite dalla procedura, quanto piuttosto dalla valutazione delle concrete soluzioni offerte e dall'obiettivo specifico che la procedura si propone», Cfr. M.C.DI MARTINO, *Fusioni e soluzioni concordate della crisi*, op. cit., pag. 12.

⁴⁰ Cfr. P.BASTIA -R.BROGI , *Operazioni straordinarie societarie e crisi di impresa*, op.cit., pag. 6.

della Sec. 1123 del Bankruptcy Act statunitense le caratteristiche che accomunano i nuovi concordati sono l'atipicità, la negoziabilità e il coinvolgimento dei creditori e dei terzi⁴¹.

Un importante innovazione della riforma del 2005 è il passaggio a una tipologia di concordato con contenuto de-tipizzato che prevede «*la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti in qualsiasi forma*», seguendo poi un elenco, a solo titolo esemplificativo, di operazioni straordinarie che possono essere utilizzate e interventi di ristrutturazione patrimoniale, finanziaria e societaria⁴². La portata di questa norma può essere compresa solo alla luce della riforma del diritto societario precedente, che ha abolito il divieto di operazioni di fusione di società soggette a procedura concorsuale e eliminato il fallimento tra le cause di scioglimento della società (v. *supra* §3). Il venir meno di questi divieti amplia il numero di strumenti utilizzabili per il risanamento dell'impresa e ne consente l'utilizzo anche nelle situazioni più gravi di insolvenza, distaccandosi dall'arcaico modello sanzionatorio del diritto fallimentare. La conferma di ciò risiede nel fatto che la portata innovativa della riforma produce i suoi effetti anche sul concordato fallimentare, in merito al quale l'art. 124 co.2 lett.c) richiama la formula contenuta anche nell'art. 160 co.1 lett.a), così che questo istituto diviene, seppur con gli opportuni adattamenti, «un duttile strumento di reimpiego della struttura societaria, nei suoi aspetti patrimoniale ed organizzativi, malgrado l'assoggettamento alla procedura di insolvenza»⁴³.

Il connubio tra il diritto societario e il diritto concorsuale non è privo di conseguenze: sicuramente a livello societario l'impatto di questa riforma è molto forte, poiché il

⁴¹ La sec. 1123 del Bankruptcy Act prevede un elenco a titolo esemplificativo di «*adequate means for plan's implementation*», fra le quali c'è un riferimento a «*merger or consolidation of the debtor with one or more persons*».

⁴² Questa formulazione non è nuova nel nostro ordinamento; un concordato con contenuto de-tipizzato era già stato sperimentato nell'ambito dell'amministrazione straordinaria, con gli art. 56 e 78 d.lgs. n.270/1999 e art. 4 *bis* D.lg. n. 347/2003; al co.1, lett.c; quest'ultimo menziona espressamente lo strumento della fusione e prevede che «*la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei creditori possa avvenire attraverso qualsiasi forma tecnica, o giuridica, anche mediante accollo, fusione o altra operazione societaria...*».

⁴³ Cfr. F.GUERRERA, *Il nuovo concordato fallimentare*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, fasc.5, tomo 1, 2006, pag. 535, secondo il quale coerente con questa impostazione è anche la non applicazione dell'art. 118 co.3 l.fall. alla società in concordato, ai sensi di cui «*il curatore ne chiede la cancellazione dal registro delle imprese*».

concordato può condurre a una modificazione radicale degli assetti patrimoniali, finanziari e corporativi, incidendo così anche sulle posizioni dei soci e dei soggetti terzi, il cui grado di coinvolgimento di questi varia a seconda del contenuto del piano (più permissivo sarà il piano e maggiore sarà il coinvolgimento di soggetti esterni all'impresa). La portata innovativa del piano di riorganizzazione sicuramente trova terreno fertile nella società di capitali, che concepita come forma di «investimento nella impresa e del finanziamento della impresa⁴⁴» gode di una struttura alquanto diversificata e maggiormente incline al cambiamento. Non passano però in secondo piano gli interessi da tutelare, in questa fase molteplici, dati gli effetti della ristrutturazione che si estendono ben oltre la struttura interna della società; questa fase tocca non soltanto gli interessi dei soci, in quanto sottoscrittori di capitale sociale, ma anche gli *stakeholders*, in qualità di soggetti estranei alla compagine sociale e legati in ogni caso alla società tramite una situazione di interesse qualificato. Quando la riorganizzazione è realizzata nell'ambito della crisi di impresa gli organi sociali che devono assumere questa decisione di alta gestione si trovano ad operare in uno spazio alquanto ridotto e gran parte del potere decisionale si sposta nelle mani dei creditori, essendo l'omologazione della proposta concordataria subordinata alla loro approvazione (in merito alla riallocazione dei poteri decisionali, v. *infra* §6).

Gli amministratori conservano però potere in merito alla determinazione del contenuto della proposta⁴⁵: questi possono optare per una riorganizzazione di tipo conservativo, che mantiene la titolarità patrimoniale in capo alla stessa società proponente e una di tipo novativo che prevede il trasferimento del patrimonio a una società diversa (che può essere terzo assuntore o anche la società risultante da un procedimento di fusione), che assume così i debiti concorsuali, attuando una

⁴⁴Cfr. F.GUERRERA-M.MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «ristrutturazione»*, op. cit., pag. 22, che analizza la prospettiva del diritto societario, alla luce del quale «le operazioni sul capitale, le operazioni c.d. straordinarie e l'emissione di strumenti finanziari, possono riguardarsi come decisioni di alta gestione, aventi cioè portata strategica ed implicanti la modificazione della struttura organizzativa, patrimoniale e/o finanziaria della società».

⁴⁵ L'art. 152 l.fall. prevede che la deliberazione della proposta e delle condizioni di concordato spetti agli amministratori, nelle società di capitali.

alterazione soggettiva e anche oggettiva della titolarità dei rapporti giuridici⁴⁶. In entrambi i casi il concordato è funzionale a determinare un riassetto patrimoniale e una modifica dei rapporti obbligatori; il concordato approvato determinerà un trasferimento di valore, che nel primo caso avverrà in maniera indiretta, tramite la redistribuzione interna del capitale e il rientro in *bonis* della società, mentre nel secondo caso avverrà tramite il trasferimento esterno del patrimonio sociale, comprensivo di diritti e obblighi.

Non certo per discredito, ma in quanto funzionale alla presente trattazione, verterò la mia attenzione sulla riorganizzazione di carattere novativo, perché solo questa tipologia prevede l'utilizzo dell'operazione di fusione per dare attuazione a un concordato preventivo e si concilia anche con l'intento del legislatore di tutelare l'organizzazione imprenditoriale, seppur a discapito della conservazione della titolarità dell'impresa.

Le novità introdotte dal legislatore del 2006, mutano ulteriormente, con l'introduzione dell'art. 186-*bis* da parte del Decreto Sviluppo (l. n.134 del 2012); viene recepita a livello normativo la distinzione tra riorganizzazione conservativa e riorganizzazione novativa, tramite la previsione di una tipologia concordataria *ad hoc* nei casi in cui il piano concordatario, *ex art. 161 co.2 lett.e*), «*prevede la prosecuzione dell'attività di impresa da parte del debitore, la cessione dell'azienda in esercizio ovvero il conferimento dell'azienda in esercizio in una o più società, anche di nuova costituzione*». La norma non introduce nessuna novità concettuale, ma ha carattere procedimentale stabilendo che, nel caso in cui il contenuto del concordato sia finalizzato alla continuazione dell'attività, il piano debba contenere, in aggiunta a una descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento (art.161 co.2 lett.e), anche «*un'analitica indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività di impresa prevista dal piano di concordato, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura*»⁴⁷. Questa tipologia di

⁴⁶Per questa distinzione, Cfr. F.GUERRERA -M.MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «ristrutturazione»*, op.cit., pag. 26 ss.

⁴⁷ Cfr. art. 186 *bis* co.2 lett.a.

concordato è terreno fertile per la realizzazione di operazioni straordinarie (come la fusione) e permette il superamento anche dei possibili timori derivanti dalla realizzazione di una fusione concordataria con patrimonio netto risultante negativo (v. *supra*, §1), dato che l'ammissibilità del piano di concordato in continuità è subordinata all'idoneità dell'operazione finale a coprire le perdite generate, garantita tramite una individuazione dettagliata dei costi che la realizzazione di quella tipologia di concordato richiede, delle risorse finanziarie presenti o future necessarie e delle modalità tramite cui questi oneri verranno ripagati⁴⁸. Nel momento in cui le condizioni prospettate risultano idonee per la copertura di perdite, nulla ostacola il compimento di qualsiasi tipo di operazione (negoziale o corporativa), che più si confà alle esigenze di quella realtà aziendale; trattasi però di una considerazione da effettuare caso per caso, sulla base di un'attività di pianificazione finanziaria a garanzia dei creditori che dovranno poi valutare la proposta.

Un'ulteriore forma di cautela, riguarda il contenuto dell'attestazione del professionista (art. 161 co.3 l.fall.) che deve prevedere che *«la prosecuzione dell'attività di impresa prevista dal piano di concordato è funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori»*; questa funzionalità è però difficile da verificare nel caso in cui il piano concordatario preveda il ricorso a operazioni straordinarie che traslano l'adempimento dell'obbligazione concordataria in capo a un altro soggetto, poiché l'attestazione deve riguardare le capacità della società risultante dalla fusione o *newco* di sostenere l'indebitamento.

⁴⁸ In questo senso, l'articolo 186-*bis* l.fall. introducendo espressamente questa nuova tipologia concordataria prevede che questa sia soggetta a controlli aggiuntivi da parte del professionista indipendente chiamato a verificare la fattibilità del piano, ai sensi dell'articolo 161 co.3. In modo particolare date le caratteristiche del concordato in continuità aziendale è previsto che il piano di concordato contenga *«un'analitica indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività di impresa prevista dal piano di concordato, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura»*. In merito alla sostenibilità economica dell'operazione, Cfr. F. GUERRERA, M. MALTONI, op.cit., pag. 78, che ritengono come la giustificabilità dell'operazione dal punto di vista economico risiede nella condizione per cui *«sussistono, in capo alla società-bersaglio in crisi o in stato di insolvenza (ma ancora vitale), ampi margini di miglioramento che il management attuale non è in grado di realizzare»*.

5. Il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e il concordato in continuità aziendale indiretta

Nel 2014 la Commissione Europea interviene con una Raccomandazione che esorta gli stati membri alla riconsiderazione degli strumenti di risoluzione della crisi di impresa, intervenendo in un'ottica di recupero della redditività in una fase precoce, in modo da evitare l'insolvenza «massimizzandone il valore totale per i creditori, dipendenti, proprietari e per l'economia in generale»⁴⁹. Sebbene la raccomandazione nulla dica in merito all'utilizzo delle operazioni straordinarie per la ristrutturazione aziendale, questa si propone di creare un quadro giuridico in grado di anticipare lo stato di insolvenza tramite interventi di recupero delle capacità aziendali; d'altronde, secondo parte della dottrina è, un dato incontestabile, che le capacità di recupero siano direttamente proporzionali alla tempestività dell'intervento e maggior spazio per soluzioni in continuità si trova in quelle imprese «*sane in difficoltà finanziaria*».⁵⁰

La raccomandazione introduce una definizione del termine «*Ristrutturazione*» da intendere come modificazione generale che può riguardare le condizioni e la struttura dei crediti e dei debiti del debitore, tale da consentire a quest'ultimo la prosecuzione dell'attività⁵¹; per rafforzare la tempestività dell'intervento di ristrutturazione la raccomandazione prevede l'utilizzo di un piano *ad hoc* di cui disciplina le modalità di attuazione, l'omologazione, gli effetti e le relative tutele per i soggetti coinvolti nel procedimento. Anche se l'esortazione della Commissione europea era stata già

⁴⁹ Il riferimento va alla Raccomandazione della Commissione, 12/3/2014, in base alla quale sarebbe opportuno per il debitore procedere a una ristrutturazione precoce finalizzata a evitare l'insolvenza.

⁵⁰ Cfr. P.BASTIA -R.BROGI, *Operazioni societarie straordinarie e crisi di impresa*, op.cit., pag. 7, secondo cui le probabilità di successo del risanamento variano a seconda che questo avvenga in una situazione di insolvenza o di crisi, «dove le anomalie del ciclo produttivo non si sono ancora aggravate ed i rimedi economici e finanziari possono risultare tempestivi e utili»; nello stesso senso, Cfr. G.LO CASCIO, *Il concordato preventivo nel quadro degli istituti di risanamento*, in *Il Fallimento*, fasc.2, 2012, pag.141 ss., che riconosce come «nella situazione di insolvenza la situazione economica o finanziaria dell'impresa è talmente deteriorata da assumere connotazioni di irreversibilità e rendere meno probabile l'esito positivo di una procedura di risanamento».

⁵¹ Cfr. Raccomandazione della Commissione, 12/03/2014, punto n.5 lett.b) che definisce la Ristrutturazione come «*la modifica della composizione delle condizioni o della struttura delle attività e delle passività del debitore, o una combinazione di questi elementi, diretta a consentire la prosecuzione, in tutto o in parte dell'attività del debitore*».

anticipata dal nostro legislatore, con la previsione di un piano di concordato con contenuto detipizzato e poi con l'introduzione del 186bis, molteplici sono state le criticità, date le difficoltà di azionare un intervento tempestivo di risanamento, a causa della confusione creata dal legislatore per la “quasi” coincidenza dei concetti di *stato di crisi* e *stato di insolvenza*, quali presupposti oggettivi per il concordato preventivo⁵².

La commissione Rordorf cerca di risolvere questo punto nodale e nel d.lgs. n.14 del 2019, per porre fine alla confusione creata dal legislatore precedente, ridefinisce il presupposto oggettivo del concordato preventivo, sulla stregua di quanto predicato dalla Commissione, come «*probabilità di futura insolvenza*»⁵³; lo stato di crisi guadagna un suo valore autonomo, in una situazione di squilibrio economico-finanziario che non ancora insolvenza vera e propria, può rendere probabile il suo manifestarsi e per questo richiede un'azione tempestiva.

Il nuovo Codice della Crisi di impresa e dell'Insolvenza mostra una evidente predilezione per il concordato in continuità aziendale che, alternativo alla forma liquidatoria, è l'unico strumento che permette una riorganizzazione dell'impresa finalizzata al risanamento e alla rivalorizzazione delle sue capacità operative nel mercato. Il risanamento avviene tramite l'utilizzo delle risorse generate dalla continuità aziendale e l'unica condizione di validità di questa forma concordataria è il criterio della “prevalenza” dei ricavi prodotti dalla continuità ai fini del soddisfacimento dei creditori, non essendo invece previsti limiti quantitativi al soddisfacimento delle pretese creditorie, come diversamente si richiede alla forma liquidatoria di questo istituto⁵⁴. La relazione illustrativa al decreto chiarisce che il

⁵² L'articolo 160 l.fall. al co.1 prevede quale presupposto oggettivo per il ricorso al concordato “lo stato di crisi”, precisando al co.4 che “*ai fini di cui al primo comma, per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza.*”

⁵³ L'art.2 del CCII da una definizione di crisi, come «*stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate.*».

⁵⁴ Il co.3 art.84 stabilisce che la prevalenza possa ritenersi sempre sussistere nel caso in cui i ricavi attesi dall'attività di impresa derivino (per i primi 2 anni di attuazione del piano) dall'attività di impresa cui sono addetti almeno metà della media dei lavoratori nei due esercizi precedenti. Diversamente qualora si tratti di concordato di carattere liquidatorio, il co.4 dell'articolo 84 richiede

requisito del mantenimento della continuità dell'organizzazione aziendale prescinde dal mantenimento della titolarità di questa in capo allo stesso soggetto imprenditore, potendo così verificarsi anche il trasferimento della proprietà aziendale in capo a un soggetto terzo, pur senza creare danno alla salvaguardia del complesso aziendale⁵⁵. Il carattere oggettivo della continuità aziendale apre le porte a molteplici soluzioni di risoluzione della crisi aziendale e il legislatore che inserisce ora l'espressa distinzione tra concordato in continuità diretta e indiretta, rende i requisiti di accesso a quest'ultimo meno onerosi, ponendo un'unica condizione in merito alle modalità di adempimento: dopo aver statuito che la realizzazione di questa tipologia concordataria possa avvenire tramite una serie di contratti o a «*qualunque altro titolo*», è necessario che il soggetto terzo(e in questo caso anche la società incorporante o *newco*) mantenga o riassuma «*un numero di lavoratori pari ad almeno la metà della media di quelli in forza nei due esercizi antecedenti il deposito del ricorso, per un anno dall'omologazione*»⁵⁶.

Particolare e alquanto dubbia è la disposizione relativa al contenuto del piano concordatario, che libera il concordato in continuità indiretta dal fardello «*dell'analitica individuazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura*», gravante invece sul concordato in continuità diretta⁵⁷. Le ragioni del distacco anche dalla precedente disciplina dell'art.186-*bis* l.fall. non possono essere ricondotte a una svista del legislatore; dalla relazione illustrativa del decreto legislativo si evince come questo sia frutto di una scelta consapevole che fa

che «*l'apporto di risorse esterne deve incrementare di almeno il dieci per cento, rispetto all'alternativa della liquidazione giudiziale, il soddisfacimento dei creditori chirografari, che non può essere in ogni caso inferiore al venti per cento dell'ammontare complessivo del credito chirografario*».

⁵⁵ Cfr. Relazione illustrativa su schema di Decreto legislativo, recante “Codice della crisi di impresa e Insolvenza”, che in relazione all'art. 84 del codice, chiarisce che «*la continuità deve essere intesa in senso oggettivo e non soggettivo e quindi ciò che rileva è che l'attività di impresa possa continuare anche dopo la conclusione della procedura, prescindendo dall'identità dell'imprenditore*».

⁵⁶ Questo è quanto disposto dall'art. 84 co.2 che nella distinzione tra il concordato con continuità diretta e indiretta, prevede per quest'ultimo un'amplia libertà di forme, oltre che la condizione del mantenimento di determinati livelli occupazionali.

⁵⁷ Cfr. art. 87 co.1 lett. g) CCII.

dipendere la “fattibilità” del concordato in continuità indiretta dalla capacità di adempimento del soggetto terzo, mentre parte della dottrina ritiene che la presentazione di un *budget* di impresa sia necessaria nei casi in cui le prospettive di adempimento del soggetto terzo siano strettamente connesse all’andamento dell’attività stessa⁵⁸.

Alla luce delle predette considerazioni e tenendo conto delle innovazioni legislative del nuovo codice, si può ritenere che l’operazione di fusione trovi ampio spazio di intervento in sede concorsuale, grazie all’autonoma rilevanza che è data al concetto di crisi di impresa, come squilibrio economico-finanziario. Nonostante si tratti di un’operazione rischiosa, per la cui realizzazione è richiesto un ingente ricorso al capitale di credito, l’attestazione del piano di concordato, «*dell’analitica indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell’attività*» e il presupposto dello stato di crisi (ormai autonomo dall’insolvenza), rendono più facile la possibilità di ricorrere all’operazione di fusione, in una fase in cui, non parlandosi di insolvenza vera e propria, possono sussistere ragionevoli prospettive di recupero.

6. Coordinamento degli aspetti procedurali dell’operazione con le disposizioni del diritto concorsuale (I): le competenze degli organi sociali e procedurali

Il procedimento di riorganizzazione corporativa coinvolge molteplici interessi non solo dei soci, in qualità di soggetti interni alla *governance* societaria, ma anche soggetti esterni alla compagine sociale come i creditori. Il bilanciamento di questi interessi varia a seconda delle fasi in cui opera l’attività di riorganizzazione e nel momento in cui il procedimento di riorganizzazione è utilizzato in collegamento con una procedura concordataria, l’effetto “inclusivo” è potenziato, tenendo anche conto dei principi fondamentali che regolano il diritto concorsuale e di come i doveri degli

⁵⁸ Cfr. M.SALA, *Nel piano di concordato modalità e tempi della proposta*, in *Crisi di Impresa, Il concordato preventivo e con continuità aziendale*, fasc.3, 2019, Il Sole 24 ore.

amministratori mutino in funzione dell'esecuzione di una procedura concorsuale⁵⁹. Una caratteristica che accomuna l'operazione di fusione e il concordato (preventivo o fallimentare) è lo sviluppo tramite un procedimento articolato in varie fasi che vivono di vita autonoma; in entrambi i casi la complessità maggiore risiede nella fase decisionale, perché, benché in fasi diverse della vita di un'impresa, entrambe le operazioni sono produttive di esternalizzazioni che richiamano svariati interessi che devono essere considerati e tutelati.

Per quel che riguarda la fusione, la sequenza procedimentale si compone di tre diversi atti: il progetto di fusione (*ex art.2501-ter c.c.*), la deliberazione di fusione (art. 2502 c.c.) e l'atto di fusione (art. 2504 c.c.), ed è anche caratterizzata dal coinvolgimento di tutti gli organi sociali. La fusione non solo determina una modifica dell'atto costitutivo, per il quale è prevista la competenza inderogabile dell'assemblea straordinaria, ma è anche un atto di alta gestione, rimesso a una scelta gestoria degli amministratori⁶⁰. Per altro verso, anche il concordato si basa su un articolato procedimento decisionale, negoziale e di controllo volto alla redistribuzione del valore e delle risorse utilizzate per l'attuazione del piano; questo effetto è sentito soprattutto nel concordato in continuità, dove il mantenimento

⁵⁹ È importante precisare però che in ambito concordatario, lo stato di crisi, non comporta necessariamente una lesione delle aspettative dei creditori sociali alla soddisfazione del loro credito, poiché molto spesso la società è ancora in grado di adempiere le obbligazioni e il capitale legale non è stato intaccato dalle perdite subite. Cfr. A. ROSSI, *La gestione dell'impresa nella crisi "atipica"*, in *Fallimenti e Società*, 2015, che afferma come «In questa situazione di crisi "atipica" ed anche precoce, rispetto alle situazioni tipicamente presupposte dal legislatore come causa di attivazione della disciplina della crisi prevista dal codice civile o dalla legge fallimentare, l'art. 2394 c.c. consente di intravedere già un dovere degli amministratori che, tuttavia, non corrisponde alla gestione "conservativa" della *twilight zone* ma, al contrario, impone loro una decisa rottura con il passato imprenditoriale, mediante l'adozione di scelte di gestione anche radicalmente innovative e funzionali a rimettere in carreggiata l'impresa stessa».

⁶⁰ Cfr. F.GUERRERA -M.MALTONI, op.cit., pag. 46, secondo cui «la regolarità del processo di riorganizzazione implica, dunque, sul versante societario, oltre che l'osservanza delle regole del procedimento decisionale, la ricorrenza dei presupposti stabiliti dalla legge per la validità e l'efficacia delle deliberazioni adottate o per la loro legittima esecuzione da parte degli amministratori». Nel caso di crisi, la scelta di ricorrere a una operazione di fusione ricade nell'ambito dei doveri di corretta gestione degli amministratori, funzionale alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale. In tal senso, Cfr. A.ROSSI, op.ult.cit. pag. 11, che afferma come «Nel caso immaginato, di crisi reddituale che ancora lasci alla società un patrimonio netto positivo ed una capacità di regolare adempimento, ciò che si deve conservare non è l'organizzazione d'impresa ma il patrimonio sociale e, per giungere a questo obiettivo, la prima può legittimamente essere stravolta, mediante una diversa modulazione della struttura finanziaria e patrimoniale o dinamica dei costi».

dell'attività in esercizio è garantito tramite la compartecipazione accanto ai soci, di soggetti esterni, tramite la conclusione di contratti a vario titolo⁶¹. Alla luce di ciò, ogni qual volta una proposta di concordato preveda il ricorso a un'operazione di riorganizzazione, non si può prescindere dall'intervento degli organi sociali, chiamati ad assumere una decisione in merito, così come di rilievo è il ruolo assunto nelle singole fasi della procedura concordataria dagli organi della procedura; il potere di questi ultimi è limitato alla disposizione del patrimonio sociale, escludendosi qualsiasi potere di decisioni in merito a atti di modificazione della struttura societaria, il cui controllo permane in capo ai soci e agli organi sociali(seppur con gli opportuni limiti)⁶².

Prima della riforma della legge fallimentare del 2006, in armonia con gli artt. 2365 e 2479 c.c.,⁶³ gli artt. 152 co.2, lett. b), 161 co.4 e 187 co.2, rimettevano a una deliberazione dell'assemblea straordinaria, la proposta, le condizioni del concordato e la domanda di ammissione al concordato preventivo; successivamente alla riforma dell'articolo 152 l.fall, il rapporto di competenze è stato modificato, prevedendo, la titolarità esclusiva del potere decisionale in capo agli amministratori, salvo diversa previsione dell'atto costitutivo o dello statuto⁶⁴. Il superamento del «dogma della

⁶¹ Cfr. F.GUERRERA-M.MALTONI, op.cit., pag. 29, «se, infatti, i soci concorrono alla decisione del concordato di riorganizzazione secondo le regole legali e statutarie, interagendo con l'organo amministrativo; ed i creditori vi concorrono (anche in negativo, attraverso il dissenso e l'opposizione) secondo le regole del diritto concorsuale; i terzi prendono parte all'operazione sulla base di un accordo contrattuale di natura preparatoria o esecutiva, con la società, i soci e gli organi sociali, che è destinato a confluire, a sua volta, in atti societari e in provvedimenti giudiziari».

⁶² *Ivi*, pag. 33, in cui si afferma che «Il potere gestorio e dispositivo degli organi della procedura riguarda infatti l'impresa e il patrimonio sociale; non anche lo strumento societario che resta nella disponibilità dei soci e degli organi sociali, se pur compatibilmente con la pendenza della procedura e nemmeno la titolarità delle partecipazioni che, quand'anche rese prive di valore economico attuale dall'insolvenza della società, appartengono sempre ed esclusivamente ai soci».

⁶³ La norma in questione riguarda le competenze dell'assemblea straordinaria nelle S.p.a. in merito all'assunzione di decisioni «*sulle modificazioni dello statuto, sulla nomina, sulla sostituzione e sui poteri dei liquidatori e su ogni altra materia espressamente attribuita dalla legge alla sua competenza*». Parallelamente anche nella s.r.l. l'articolo 2479 c.c. prevede al co.2 la competenza inderogabile dei soci in merito a una serie di atti, tra cui vengono in rilievo il n. 4 e 5, circa le modificazioni dell'atto costitutivo e decisioni relative al compimento di qualsiasi operazione che comporti una modifica sostanziale dell'oggetto sociale.

⁶⁴ L'art. 152 l.fall. co.2 prevede che: «*la proposta e le condizioni di concordato, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo e dello statuto: a) nelle società di persone, sono approvate dai soci che rappresentano la maggioranza assoluta del capitale; b) nelle società per azioni, in accomandita*

sovranità assembleare» in materia concorsuale è giustificato alla luce della riforma del diritto societario (d.lgs. n.6/2003) che ha ridisegnato le competenze gestorie, tramite l'attribuzione di queste, in maniera esclusiva, in capo agli amministratori, incaricati del compimento delle operazioni necessarie per il perseguimento dell'oggetto sociale⁶⁵; in ambito concorsuale, l'estensione del principio di esclusività delle competenze gestorie, si manifesta tramite un potere di riorganizzazione dell'investimento dei soci e della struttura societaria che permette questi di decidere in maniera indipendente senza un'autorizzazione da parte dei soci⁶⁶.

Seppur limitativa del potere decisionale dei soci, sicuramente la formulazione dell'art.152 si confà ad esigenze di snellimento e di accelerazione del procedimento decisionale in una fase in cui la tempestività di intervento è essenziale. Gli amministratori sono i primi a venire a conoscenza dei segnali di crisi (prima anche che questi siano manifestati all'esterno) poiché sono chiamati a monitorare in maniera costante l'andamento dell'attività aziendale e il mantenimento della continuità; sono anche gli unici soggetti a poter assumere determinazioni in merito, spettando a questi in via esclusiva la valutazione dell'adeguatezza degli *assets* organizzativi, amministrativi e contabili e il compimento di qualsiasi intervento di ripristino della continuità⁶⁷.

per azioni e a responsabilità limitata, nonché nelle società cooperative, sono deliberate dagli amministratori.»

⁶⁵ Cfr. art.2380 bis, co.1, ai sensi del quale: «*la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale.*»

⁶⁶ Di questa opinione Cfr. G.FERRI jr, *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, pag. 764 che ritiene come il potere di deliberare in materia di proposta concordataria, si estenda a quello di decidere «autonomamente- senza bisogno di intervento, o comunque di una autorizzazione dei soci- anche in ordine alle specifiche forme di ristrutturazione dei debiti che si intendono adottare, siano esse operazioni straordinarie, ovvero attribuzioni ai creditori di partecipazioni sociali o di altri strumenti di finanziamento dell'impresa».

⁶⁷ Il potere esclusivo degli amministratori può essere compreso più facilmente in seguito alle modifiche della riforma del 2019, che ha ridisegnato le competenze gestorie dell'imprenditore attraverso la previsione, nel co.2 art. 2086 c.c. del dovere «*di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato, anche in funzione della rivelazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale (...)*»; questo principio è un baluardo del diritto societario e guida per la gestione dell'impresa, dovendo questa svolgersi nel rispetto di questi criteri. L'art. 2381 co.3 c.c., seconda parte, che attribuisce al C.d.A. il compito di valutare l'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili della società;tramite questa disposizione il

Il mutato scenario, sebbene maggiormente efficiente dal punto di vista concorsuale, dimentica di tenere in considerazione delle molteplici tipologie di operazioni di riorganizzazione che possono aver luogo in sede concordataria⁶⁸; questa distinzione tra le operazioni negoziali e corporative, riecheggia invece dalla lettura dell'art. 2479 n.2,4 e 5 che nelle S.r.l. prevede una competenza esclusiva dell'assemblea straordinaria per le deliberazioni di operazioni che non incidono solo su un aspetto dell'impresa, ma modificano l'intera organizzazione societaria⁶⁹. Non potendo prescindere dalle competenze assembleari per l'approvazione delle operazioni straordinarie, è necessario coordinare le disposizioni della legge fallimentare con quelle di diritto societario; anche nel caso in cui l'operazione di fusione sia contestuale a una procedura concordataria, la deliberazione in merito alla sua attuazione è considerata una fase autonoma del procedimento di ristrutturazione che richiede la compartecipazione necessaria dell'organo assembleare con quello amministrativo e questo a prescindere dal fatto che la deliberazione di fusione sia assunta in una fase fisiologica della vita dell'impresa o in una fase in cui versi in una condizione patologica⁷⁰.

La conservazione delle competenze ordinarie di diritto societario, trova la sua giustificazione nella funzione informativa e di tutela dei soci, avverso gli effetti

legislatore ha voluto influenzare la struttura interna della società e introdurre un elemento di proceduralizzazione dell'attività amministrativa.

⁶⁸ La *summa divisio* riguarda le operazioni straordinarie negoziali e quelle di carattere corporativo, frutto di una competenza ripartita tra l'organo amministrativo e assembleare. Cfr. BASTIA P.-BROGI R., *Operazioni societarie straordinarie e crisi di impresa*, op.cit., pag. 10, per una distinzione tra le due tipologie. Le operazioni straordinarie di tipo negoziale sono di competenza degli amministratori, salvo che lo statuto o l'atto costitutivo abbia pattuito diversamente, ex art. 152 l.fall., mentre le operazioni di carattere corporativo presuppongono l'intervento della compagine assembleare.

⁶⁹ Ai sensi del co.2 art. 2479: «in ogni caso sono riservate alla competenza dei soci: 1)l'approvazione del bilancio e la distribuzione degli utili;2)la nomina, se prevista nell'atto costitutivo, degli amministratori;3)la nomina nei casi previsti dall'art. 2477 dei sindaci e del presidente del collegio sindacale o del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti;4)le modificazioni dell'atto costitutivo;5)la decisione di compiere operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti dei soci.

⁷⁰ A conferma di ciò, Cfr. P.BASTIA-R. BROGI, *Operazioni societarie straordinarie e crisi di impresa*, op.cit., pag.171 ss., secondo il quale «per le operazioni straordinarie c.d. corporative, in assenza di una disciplina di raccordo tra il diritto societario e il diritto fallimentare, restano invece ferme le competenze assembleari stabilite nella normativa societaria.»

generati dall'operatività dell'art.152 l.fall.; così per evitare di incorrere nella spiacevole situazione per cui i soci rischiano di non essere a conoscenza del contenuto della proposta concordataria(nel caso in cui questa sia approvata direttamente dagli amministratori ex art.152 co.2), l'approvazione del progetto di fusione da parte di questi ultimi permette che vengano a conoscenza del programma concordatario nella fase deliberativa e così tutelare tramite l'esercizio di voto le loro aspettative. Gli amministratori, durante la determinazione del contenuto del progetto di fusione, devono fare preciso riferimento al rapporto di strumentalità dell'operazione rispetto al concordato, illustrando le modalità di attuazione dell'operazione e la giustificazione dell'operazione sul piano economico, finanziario e industriale⁷¹.

Si potrebbe dire che i tentativi di coordinamento tra il diritto societario e il diritto concorsuale siano un contentino che si vuole dare ai soci per evitare la creazione da parte di questi di ostacoli nella gestione; il mantenimento delle competenze assembleari nell'approvazione dell'operazione di fusione è qui solo di facciata e prova ne è il co.2 dell'art.2502 c.c. che limita il raggio d'azione dei soci «*alle sole modifiche che non incidono sui diritti dei soci e dei terzi*», permanendo (e ritengo giustamente), il merito dell'operazione in capo agli amministratori, a completamento del loro ruolo di valutazione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili⁷². Nonostante tutto, con la riforma del d.lgs. n.14 del 2019, il legislatore, per rendere coerente il sistema di diritto societario con le modifiche del diritto della crisi di impresa, riformula l'art. 2086 c.c. tramite l'introduzione di un nuovo comma che

⁷¹ Inoltre, questa esigenza di tutela dell'informazione dei soci deriva dalla terza direttiva UE 78/855/CEE, che al quarto considerando delinea l'intento del legislatore europeo di «*assicurare agli azionisti delle società partecipanti alla fusione un'informazione adeguata e quanto più obiettiva possibile, nonché garantire un'appropriata tutela dei loro diritti*».

⁷² Una parte, seppur minoritaria della dottrina, nonostante la consapevolezza della *ratio* sottesa all'impostazione della III direttiva, continuava a negare autorità all'assemblea dei soci, circa l'approvazione della delibera. La motivazione principale risiedeva nel fatto che la decisione in merito a un'operazione di fusione comporti l'assunzione di determinazioni non di carattere negoziale, ma di carattere tecnico e strategico, che richiedono conoscenze di cui i soci sono privi. Cfr. C.SANTAGATA- R.SANTAGATA, *Le fusioni*, op.cit., pag.287, che richiama quanto affermato da altra autorevole dottrina in merito al ruolo degli organi sociali e quello dell'assemblea dei soci che «*potrà accogliere la proposta degli amministratori o rifiutarla, ma non modificarla, atteso che per assumere posizioni costruttive di tanta importanza, occorrono conoscenze tecniche e consapevolezza di fatti che i soci, in punto di diritto, prima ancora che in punto di fatto, non hanno*».

contribuisce alla rideterminazione degli equilibri interni l'organizzazione societaria e dei poteri di gestione aziendale. Il dovere della predisposizione di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato incombe ora sull'imprenditore (individuale o collettivo), che ai fini di un miglior coordinamento con le competenze dell'organo amministrativo, è reso protagonista della *governance* societaria⁷³. L'intervento riformatore realizza una responsabilizzazione imprenditoriale che dirige il potere decisionale verso decisioni che mostrano una maggiore sensibilità nei confronti dell'organizzazione aziendale e delle sue dinamiche; questo anche a costo di interferire sulla piena disponibilità delle partecipazioni dei soci, dato che la predisposizione di piani di recupero della continuità aziendale molto spesso presuppone rinunce e sacrifici da parte di questi ultimi. Nel diritto della crisi di impresa invece le uniche situazioni in cui è prevista una cessazione delle competenze dei soci e degli organi sociali, a favore degli organi della procedura, potrebbero derivare da una espressa previsione normativa⁷⁴ o inserirsi in un programma di liquidazione che solo indirettamente attribuisce poteri dispositivi agli organi procedurali, seppur in relazione ai beni e al patrimonio del fallito; quest'ultimo è il caso dell'articolo 105 co.8 l.fall., che nel prevedere le modalità di liquidazione fallimentare, offre la possibilità al curatore fallimentare di procedere «*anche mediante il conferimento in una o più società, eventualmente di nuova costituzione, dell'azienda o di rami della stessa, ovvero di beni o crediti con i relativi rapporti contrattuali in corso(...)*»; per le grandi imprese insolventi, il Decreto Marzano, all'art. 4 *bis*, lett. c), affida la titolarità esclusiva in capo al commissario

⁷³ Cfr. art. 2086 co.2, ai sensi del quale: «*l'imprenditore che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi di impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale*».

⁷⁴ Il riferimento va all'art. 200 l.fall., che prevede tra gli effetti del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa, la cessazione delle competenze degli organi assembleari e amministrativi; il fatto che questa deroga sia prevista espressamente da una norma, consente di escludere l'applicazione analogica della disposizione alle altre procedure. Cfr. D.CILLO, *Le operazioni sul capitale sociale e le operazioni straordinarie a servizio del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Rivista del Notariato*, fasc.4, 2017, pag.691.

straordinario, circa la determinazione delle modalità di attuazione del programma concordatario, a contenuto riorganizzativo.

Al di là di queste eccezioni, la competenza degli organi sociali permane anche durante il concordato preventivo, essendo da escludere la possibilità per gli organi della procedura del compimento di atti modificativi della struttura organizzativa della società. In merito all'atto di fusione ci sono particolari cautele procedurali essendo atto di straordinaria amministrazione: lo spossessamento attenuato che avviene in pendenza del concordato richiede per il compimento dell'operazione l'approvazione da parte del comitato dei creditori qualora avvenga in esecuzione di un concordato fallimentare (art.35 l.fall.) o l'autorizzazione del giudice delegato, nel caso di concordato preventivo (art.167 l.fall.); solo qualora l'atto di fusione sia stipulato a seguito dell'omologazione concordataria non è necessaria alcuna autorizzazione, venendo meno l'operatività dell'art. 167 l.fall.

7. Coordinamento degli aspetti procedurali dell'operazione con le disposizioni del diritto concorsuale (II): L'irregredibilità degli effetti della fusione

Un altro profilo che necessita di attenzione è quello relativo al coordinamento degli effetti dell'atto di fusione, con gli effetti dell'omologazione concordataria. Un corollario delle operazioni straordinarie di diritto societario è il principio di intangibilità e stabilità degli effetti organizzativi prodotti; si tratta di un principio di derivazione comunitaria, introdotto nel nostro ordinamento a livello normativo con l'art. 2504-*quater*, tramite il quale si rinuncia alla tutela di carattere reale e si spostano sul piano risarcitorio le conseguenze dei vizi degli atti di fusione e scissione⁷⁵. L'invalidità sopravvenuta dell'atto di fusione causerebbe un effetto disgregativo della concentrazione giuridica e economica, a pregiudizio della certezza

⁷⁵ La norma trova un suo precedente nel diritto tedesco. il § 352° AktG, con cui è stata recepita la III direttiva (disciplina che ora si trova nel §16 UmwG); in base alla norma, una volta proceduto all'iscrizione della fusione nel registro delle imprese, l'efficacia dell'operazione rimane impregiudicata.

e della stabilità dei traffici giuridici su cui avevano riposto affidamento i terzi entrati in contatto con la società risultante dalla fusione e a danno della prosecuzione dell'attività imprenditoriale⁷⁶. L'essenzialità di questo principio, ha avuto ormai riconoscimento anche a livello giurisprudenziale, riconoscendone la *ratio* nella «necessità di tutela del pubblico affidamento (connesso alla pubblicazione dell'atto stesso) ed a quello che può, ormai, considerarsi come un principio generale del vigente Ordinamento societario, cioè quello della irraggiungibilità degli effetti organizzativi prodotti, di cui si riscontrano puntuali applicazioni, oltre che nella citata norma, anche negli artt. 2332, 2500-bis e 2379-ter c.c.»⁷⁷. Il principio di stabilità favorisce l'impiego delle operazioni straordinarie per la risoluzione della crisi, perché la tutela garantita dall'art. 2504 *quater* fornisce maggiore stabilità agli atti e le operazioni compiute in esecuzione di un concordato, costituendo un rafforzamento alla disciplina di esenzione da revocatoria fallimentare offerta dall'art. 67 co.3 lett.d) ed e) l.fall.⁷⁸; inoltre, questo assetto favorisce l'impiego delle operazioni straordinarie anche in relazione a soluzioni stragiudiziali della crisi, assicurando quella certezza giuridica che in queste situazioni non potrebbe essere data dall'esenzione da revocatoria⁷⁹.

⁷⁶ Cfr. P.BASTIA -R.BROGI, *Operazioni Societarie straordinarie e crisi di impresa*, op.cit., pag. 359, che si sofferma sulle ripercussioni che l'invalidità sopravvenuta degli atti potrebbe avere sull'affidamento dei terzi, ritenendo che «Il principio di stabilità dell'organizzazione societaria introdotto in sede di attuazione della III direttiva comunitaria, con il d.lgs. n.22/1991 trova fondamento nell'esigenza di certezza del nuovo assetto organizzativo». In questo senso, Cfr. V.SANTARSIERSE, *Fusione per incorporazione di società capitalistiche. Impugnazione dell'atto.*, in *Il foro Padano*, fasc.1, tomo 1, pag. 396, che evidenzia come «l'inattaccabilità dell'operazione vuole privilegiare la conservazione dell'organismo nuovo e la certezza dei traffici giuridici, attesa la difficoltà del ritorno al passato con il ripristino della situazione anteriore, se fosse dichiarata la nullità dell'atto di fusione».

⁷⁷ Tribunale di Milano, sez. VIII civ., 5 Marzo 2009, n. 3014.

⁷⁸ Il co.3 della norma in questione disciplina una serie di atti per i quali è prevista l'esenzione da revocatoria, tra i quali la lett. d) ricomprende «gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purchè posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria (...)»; la lett. e) fa invece riferimento «agli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del concordato preventivo (...)».

⁷⁹ Questo costituisce un punto a favore per le operazioni di carattere corporativo rispetto a quelle negoziali, dato che in quest'ultimo caso la scelta dello strumento concorsuale rispetto a quello a-concorsuale non è indifferente. Per quel che riguarda l'estensione dell'irraggiungibilità degli effetti prodotti alla scissione, si sono riscontrati diversi dubbi e asimmetrie rispetto alla disciplina della

La realizzazione dell'operazione di fusione, se funzionale alla risoluzione della crisi di impresa, pur avendo luogo in una fase autonoma, non gode di vita propria, ma è legata da un rapporto di strumentalità all'operazione concordataria; questo rapporto, definito di servizio, deve essere menzionato nella fase progettuale da parte degli amministratori, al momento di redazione del progetto di fusione, così da assolvere l'obbligo di informazione nei confronti dei soci⁸⁰. Il fatto che l'operazione di fusione trovi la sua ragion d'essere nel concordato, richiede anche uno sforzo in termini di coordinamento pratico tra il procedimento concordatario e quello di fusione; la soluzione maggioritaria, a livello dottrinale, propende per la subordinazione degli effetti della delibera di fusione al verificarsi di una condizione, quale quella dell'omologazione del concordato, con il duplice risultato non solo di vincolare la maggioranza dei soci all'esito positivo del procedimento concordatario, ma allo stesso modo di ridurre il rischio a cui andrebbero in contro i creditori della società di veder dipendere l'esito del concordato all'approvazione della delibera di fusione in sede assembleare. Meno convincente è infatti la soluzione opposta che riconduce l'operazione di fusione a una mera promessa contenuta nella proposta concordataria; secondo questo orientamento gli effetti dell'operazione di fusione sarebbero subordinati alla decisione dell'assemblea assunta in seguito all'omologazione del concordato, in sede di esecuzione concordataria, con tutti i rischi che ne derivano per

fusione. Cfr. P. BASTIA, R. BROGI, op.cit., pag. 363, che rilevano come secondo parte minoritaria della dottrina la possibilità di esercitare la revoca dell'atto di scissione sarebbe finalizzata alla tutela delle pretese creditorie, poiché si potrebbe così escutere il patrimonio delle società oltre «(...) *i limiti del valore effettivo del patrimonio netto ad essa assegnato o rimasto(...)*» come previsto dall'art. 2506-*quater* co.3. In questo senso anche il Tribunale di Livorno, con sentenza resa in data 02/09/2003 e il Tribunale di Palermo, con l'ordinanza del 26/01/2004. Per un approfondimento, Cfr. C.PELLEGRINI, *La revocatoria fallimentare della scissione di società*, Luglio 2006, Luiss.

⁸⁰Cfr. F.GUERRERA-M.MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di riorganizzazione*, op.cit., pag. 81 che in merito al progetto di fusione affermano che «(...) dovrà contenere un preciso riferimento alla strumentalità dell'operazione rispetto al concordato della società in crisi o insolvente e agli obiettivi imprenditoriali e/o finanziari delle società partecipanti. (...) nulla vieta agli amministratori di introdurre ulteriori informazioni o dati che siano anche solo opportuni al fine di consentire ai soci il consapevole esercizio del diritto di voto». Cfr. C.SANTAGATA - R.SANTAGATA, *Le fusioni*, op.cit., pag. 143, che in merito al contenuto necessario del progetto di fusione, associa la «facoltà (ed, in taluni casi, il dovere) degli amministratori di inserire nel progetto dati o informazioni ulteriori rispetto a quelli specificamente prescritti (...) allorché so verifichi l'opportunità o la necessità di darne contezza ai soci».

l'adempimento della proposta concordataria, pregiudicata dall'incerto esito della deliberazione assembleare⁸¹.

In virtù di questo rapporto di strumentalità, sebbene la delibera sia iscritta nel registro delle imprese, il fatto che sia condizionata, fa sì che dispieghi i suoi effetti solo dopo l'omologazione del concordato e il decorso dei termini per la sua impugnazione.

La stabilità della fusione è principio che tutela l'affidamento di terzi anche nei casi successivi all'omologazione, qualora si verifichi un'ipotesi di inadempimento delle obbligazioni concordatarie. La risoluzione concordataria cui l'inadempimento è causa, produce efficacia retroattiva, comportando la caducazione di tutti gli atti precedenti l'omologazione, salvo quelli compiuti in esecuzione di un concordato⁸²; questa regola che stride con il principio generale di diritto societario su menzionato non tange gli effetti modificativi prodotti dall'operazione di fusione, che, una volta deliberata e regolarmente eseguita (in seguito a omologazione del concordato), è irreversibile⁸³.

Il codice della crisi di impresa (CCII) ha voluto rafforzare questo principio delle operazioni di fusione, inserendo a livello normativo una disposizione *ad hoc* in merito al rapporto tra queste ultime e il concordato in caso di risoluzione o annullamento; l'art. 116 CCII nell'affermare l'irreversibilità degli effetti delle operazioni di trasformazione, fusione o scissione rispetto a un concordato non più efficace, prescrive la sostituzione della tutela reale con la tutela risarcitoria nei

⁸¹ Nel senso favorevole all'opinione accolta maggiormente a livello dottrinale, Cfr. F.GUERRERA-M.MALTONI, op.cit., pag. 83 ss, che ritiene la soluzione minoritaria «per quanto legittima, potrebbe risultare tuttavia meno convincente per i creditori concorsuali e per gli organi della procedura, in quanto soffrirebbe l'incertezza del procedimento assembleare per via delle difficoltà di raggiungere la maggioranza qualificata prevista spesso dagli statuti per le operazioni straordinarie, a prescindere dalla competenza degli amministratori sulla proposta di concordato».

⁸² Cfr. art.180 l.fall.

⁸³ La questione era stata affrontata dal Tribunale di Reggio Emilia, 16 Aprile 2014, in merito a un'operazione di conversione forzosa di crediti in azioni. Il tribunale nella massima ha affermato che la conversione forzosa opera una *datio in solutum* con effetti irreversibili sulle obbligazioni pecuniarie e anche nel caso di risoluzione di concordato preventivo questi effetti non sono caducati, data la prevalenza del diritto societario sul diritto fallimentare. Cfr. G.COVINO-L. JEANTET, *Conversione di crediti in equity, risoluzione e obbligazione pecuniaria nel fallimento*, in il Fallimentarista, *Giurisprudenza commentata*, 25 Novembre 2014.

confronti dei soci danneggiati, mettendo a tacere tutti i problemi interpretativi che hanno preceduto la sua introduzione⁸⁴.

8. Il risanamento aziendale attuato tramite le operazioni di *management buy-out e workers buy-out* (cenni): uno stratagemma per arginare il dissenso dei soci all'operazione di fusione concordataria e valorizzare il ruolo degli amministratori e dei lavoratori dipendenti della società in crisi

Una questione molto delicata riguarda il ruolo di supremazia ricoperto dai soci nella fase procedurale dell'operazione di fusione, che crea degli attriti e delle difficoltà nell'approvazione del progetto. Nella precedente trattazione abbiamo detto che la titolarità della decisione in merito alla fusione è di competenza dell'assemblea straordinaria (v. *supra* §6): questo è un dato incontestabile dato il richiamo che l'art. 2502 c.c. fa alle norme relative alla modificazione dell'atto costitutivo e l'inderogabilità della competenza assembleare che è prevista per queste ultime da parte della disciplina societaria⁸⁵. Il potere decisionale attribuito ai soci è molto forte e subisce influenze per il fatto che la riorganizzazione corporativa su cui sono chiamati a deliberare, produce degli effetti anche sullo *status soci* realizzando un ridimensionamento del loro investimento in seguito alla determinazione del rapporto di cambio con cui si realizza la redistribuzione delle quote di partecipazione alla società risultante la fusione, in misura proporzionale ma non uguale a quella detenuta

⁸⁴ L'art. 116 CCII prevede al co.3 che «*Gli effetti delle operazioni di cui al comma 1, sono irreversibili, in caso di risoluzione o di annullamento del concordato, salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi ai sensi degli artt. 2500-bis, comma secondo, 2504 quater, comma secondo, e 2506-ter comma quinto del codice civile*».

⁸⁵ Ai sensi dell'art. 2502 c.c. «*La fusione è decisa da ciascuna delle società che vi partecipano mediante approvazione del relativo progetto. Se l'atto costitutivo o lo statuto non dispongono diversamente, tale approvazione avviene, nelle società di persone, con il consenso della maggioranza dei soci determinata secondo la parte attribuita a ciascuno negli utili (...) e, nelle società di capitali secondo le norme previste per la modificazione dell'atto costitutivo o statuto (...)*». Inoltre, sia per le S.r.l. che per le S.p.a. si prevede rispettivamente all'art. 2479 c.c. e all'art. 2365 è previsto che le modificazioni dell'atto costitutivo sono riservate alla competenza inderogabile dell'assemblea straordinaria dei soci.

precedentemente⁸⁶; nulla toglie inoltre che qualora una delle società che partecipa all'operazione abbia patrimonio netto negativo, sia addirittura impossibile redistribuire tutte le originarie partecipazioni, così da mettere a rischio la stessa conservazione dello *status* di socio⁸⁷. Il rapporto di strumentalità tra la delibera di

⁸⁶ In questo senso, Cfr. M.C. DI MARTINO, op.cit., pag. 72, che dopo aver affermato l'effetto riallocativo di risorse da parte di questa operazione, rileva che «le modifiche del contratto sociale interessano, in via diretta, l'organizzazione delle varie partecipanti, e, in via indiretta, i rapporti che vi fanno capo: il venir meno dell'individualità delle organizzazioni comporta il venir meno dei vari centri di imputazione dei rapporti sociali, che confluiranno (simultaneamente) nella società rinveniente dall'operazione. E se è vero che il trasferimento dei rapporti giuridici in capo all'ente post-fusione riguarda- in via di principio- il complesso dei rapporti corporativi e patrimoniali delle società partecipanti, è altresì vero che non è essenziale (ne naturale) che tale effetto coinvolga tutti i preesistenti rapporti delle società fuse». La determinazione del rapporto di cambio è un elemento essenziale, dal momento che consente di determinare la partecipazione di ciascun socio nella nuova società o nella società risultante dalla fusione e di conseguenza tutti i diritti esercitabili dal socio. Il rapporto di cambio viene determinato sulla base della situazione patrimoniale che emerge dal bilancio di fusione «che è l'unico elemento su cui fondare il giudizio di congruità del rapporto tra i patrimoni e i capitali delle società che si fondono»; Cfr. G.TANTINI, *Trasformazione e Fusione delle Società*, in *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto pubblico dell'economia*, (diretto da) F.GALGANI, vol.5, 1985, Cedam, pag.316.

⁸⁷ Questo ragionamento sembrerebbe porsi in contrasto con l'opinione maggioritaria diffusa a livello dottrinale e in merito Cfr. G.TANTINI, op.cit., pag. 314, che considera che la determinazione del rapporto di cambio «rappresenta non solo il nocciolo dell'affare, ma di più perché non si vede come potrebbe continuare in un'altra società un rapporto che si estingue, senza che sia fissata la partecipazione del socio». Nel senso favorevole alla possibilità di non determinare il rapporto di cambio di alcune partecipazioni, Cfr. M.C. DI MARTINO, *Fusioni e soluzioni concordate della crisi*, op.cit., pag.76 ss, che ritiene che la partecipazione di una società con patrimonio negativo all'operazione non comprometta l'operazione di fusione; in modo particolare l'autrice sostiene che «(...)l'effetto caratterizzante della fusione è certamente la continuità dei rapporti giuridici in capo alla società unificata, prescindendo dai singoli atti di trasferimento o successione e (...) anche quando alcuni degli originari rapporti siano destinati a non continuare all'esito dell'operazione. Se infatti tali rapporti si estinguono per confusione, diventano superflui per esubero o cessano per assenza del valore economico delle originarie partecipazioni, non è detto che l'operazione sia compromessa». Questa diversa conclusione viene raggiunta tramite l'applicazione analogica della disciplina di fusione semplificata di cui l'art. 2505 c.c. ai casi di fusione di società con patrimonio netto negativo, trattando quest'ultima fattispecie alla stregua di una riorganizzazione aziendale consistente nella somma dei patrimoni delle società partecipanti. «Alla stregua di altri rapporti giuridici facenti capo alle varie società, anche i rapporti partecipativi potranno estinguersi quando il capitale della società partecipante non conserva un valore economico positivo. (...) Con la conseguenza che va esclusa la configurazione della fusione realmente negativa come un'operazione straordinaria atipica, con le incertezze che ne deriverebbero in punto di disciplina».

A sostegno di questa affermazione richiamo la pronuncia del Consiglio Notarile di Roma, Velletri e Civitavecchia nel Luglio del 2016, in tema di scissione realmente negativa, ritenendo che «l'elemento caratterizzante della scissione è l'intento di porre in essere un processo riorganizzativo delle società partecipanti e non quello di operare un trasferimento di ricchezza. La funzione scissoria così delineata, dunque, prescinde dal valore positivo o negativo degli elementi patrimoniali assegnati e considera, invece, le esigenze organizzative delle società coinvolte, rispetto alle quali il valore di tali elementi può essere a volte secondario rispetto alla funzione che questi svolgono nel processo produttivo».

fusione e l'omologazione del concordato, sebbene costituisca a valle del procedimento di ristrutturazione aziendale uno strumento di tutela dell'affidamento dei creditori, potendo questi pronunciare l'ultima parola in merito alla realizzabilità di una proposta concordataria che preveda una fusione della società, a monte può agire come freno alla realizzabilità dell'operazione, poiché il deferimento dei poteri decisionali in merito all'operazione di fusione all'assemblea dei soci, impedisce in alcuni casi il raggiungimento dello *step* successivo dell'omologazione della proposta concordataria, qualora questi deliberino in senso sfavorevole alla realizzazione dell'operazione⁸⁸.

A livello concorsuale sono forniti dei rimedi contro l'inadempimento del debitore del concordato: inizialmente questi riguardavano unicamente la mancata esecuzione di concordato proposto dal terzo, situazione che autorizzava il tribunale alla nomina di un commissario giudiziario con poteri sostitutivi di quelli del debitore (art.165 co. 4 l.fall.); solo con il CCII il potere di sostituzione del commissario giudiziario è stato generalizzato ed esteso a tutte le ipotesi in cui il debitore non provveda o ritardi l'adempimento della proposta concordataria, da chiunque provenga⁸⁹. D'altronde nella fase di esecuzione concordataria risulta più facile l'utilizzo di strumenti coercitivi della volontà del debitore, alla luce del bilanciamento di interessi che è effettuato e dei principi cardine che regolano il diritto concorsuale, in cui gli interessi dei soci sono sacrificati per un miglior soddisfacimento delle pretese creditorie⁹⁰.

⁸⁸ Questo comporta che in fase di crisi e di riduzione del capitale sociale per perdite, essendo impossibile per gli amministratori proferire parola in merito la delibera dell'operazione di fusione come strumento di risoluzione della crisi, rimarrà in capo a questi unicamente l'alternativa "ricapitalizza o liquida", offerta dall'art.2484 c.c. n.4.

⁸⁹ Questa innovazione è contenuta nell'art. 118 CCII, che accanto alla richiesta di sostituzione effettuata dallo stesso commissario giudiziario, prevede la possibilità di richiesta in capo agli stessi creditori qualora la proposta omologata sia presentata da uno o più creditori. Il co.5 art. 118 prevede che «*Il soggetto che ha presentato la proposta di concordato approvata e omologata dai creditori può denunciare al tribunale ritardi e le omissioni del debitore mediante ricorso notificato al debitore e al commissario giudiziale con il quale può chiedere al tribunale di attribuire al commissario i poteri necessari per provvedere ai sensi del comma 4 o di revocare l'organo amministrativo, se si tratta di società, nominando un amministratore giudiziario (...)*». Cfr. Relazione Illustrativa su schema di decreto legislativo, in *Fallimenti e Società*, 13 Novembre 2018.

⁹⁰ In questo senso, richiamo quanto statuito da L. STANGHELLINI, op.cit., pag. 40 che afferma che «se in condizioni di normale esercizio è del tutto giustificato che i creditori siano estranei al controllo sull'impresa, esiste invece un serio problema circa il controllo dell'impresa quando essa non sia in

Il problema riguarda quindi la fase che precede la stessa omologazione, in sede di approvazione del progetto di fusione, quando i soci possono mostrare remora verso la realizzazione dell'operazione di fusione concordataria. Per cercare di porre rimedio a ciò, molto spesso gli amministratori sono spinti a modificare il contenuto della delibera, offrendo ai soci concessioni (che altrimenti non avrebbero mai offerto), per il conseguimento di un maggior consenso *endo*-societario. In ambito societario non ci sono però strumenti che permettono di direzionare il potere decisionale dei soci in merito a determinazioni che incidono direttamente sul loro investimento; a livello comunitario la posizione di questi soggetti è molto sentita, essendo un obiettivo della III direttiva (78/855/CEE), la tutela dei diritti degli azionisti delle società tramite una adeguata e più completa informazione a cui consegue anche una loro effettiva partecipazione⁹¹.

Alla luce di queste complicità che derivano dall'attuazione di un procedimento di fusione concordataria, una soluzione potrebbe risiedere nella realizzazione di un intervento di ristrutturazione societaria in sede concorsuale tramite l'utilizzo di istituti giuridici diversi, disciplinati dal nostro ordinamento, che condividono con l'operazione di fusione la realizzazione del medesimo effetto concentrativo. Così si potrebbe optare per un'operazione di acquisizione di una partecipazione di controllo (o dell'intera partecipazione), nelle quali la fusione è un evento cronologicamente successivo all'acquisizione del controllo da parte di una società veicolo, di una società *target*, che in questo specifico caso si identifica con la società in concordato; in alternativa, per evitare l'assunzione integrale dei diritti e degli obblighi della società *target*, potrebbe ricorrersi all'acquisto dell'azienda o di un ramo di questa, così da selezionare i rapporti giuridici in capo alla *target* da voler trasferire. Un ruolo

condizioni di normale esercizio e l'adempimento dei debiti sia in pericolo: un problema cioè di controllo dell'impresa in crisi. (...) è ormai il creditore che fornisce il vero capitale di rischio, ma è ancora il debitore che prende le decisioni circa l'impresa e che può con il suo comportamento aggravare la situazione».

⁹¹ La relazione illustrativa al d.lgs. 22/1991 evidenzia come alla base dell'intera disciplina comunitaria contenuta nella III direttiva ci sia «l'esigenza di consentire ai soci di assumere, prima della deliberazione convocata per deliberare la fusione, tutti i dati e le informazioni necessari ai fini di un consapevole partecipazione alla deliberazione stessa.»

importante può essere così assunto dalle operazioni di *management buy-out* e *workers buy-out* (oggetto dei due capitoli successivi), il cui fine riorganizzativo della titolarità dell'azienda e della sua struttura, può trovare realizzazione anche nell'ambito di una procedura di concordato, grazie alla possibilità di redigere un piano concordatario dal contenuto abbastanza variegato che lascia alle parti la possibilità di scegliere quale sia la soluzione più confacente per il miglior soddisfacimento delle pretese dei creditori e la salvaguardia del complesso aziendale⁹². Sebbene la struttura e le modalità di realizzo di queste operazioni saranno analizzate attentamente nei due capitoli successivi, si anticipa che il risanamento della società in crisi si realizza rendendo quest'ultima la *target* di un procedimento di acquisizione aziendale, di cui la fusione è evento solo successivo ed eventuale, in cui trova esaltazione il ruolo degli amministratori e dei lavoratori dipendenti della società in crisi che, propulsori dell'iniziativa, sono anche coloro che ne assumeranno la titolarità.

Nell'operazione di *management buy out* gli amministratori sono i soggetti titolari dell'iniziativa e i futuri proprietari della società in procedura; il loro ruolo è inoltre fondamentale sia perché possiedono le capacità tecnico professionali in grado di assumere decisioni in merito alla riorganizzazione degli *assets* societari, sia perché la loro costante partecipazione nella *governance* li rende i soggetti più adatti per comprendere la sussistenza o meno di un *going concern* dell'impresa, tale da poter sostenere e giustificare l'utilizzo di un'operazione complessa che richiede ingenti risorse per la ristrutturazione di un'azienda in crisi. L'esaltazione dei poteri gestori degli amministratori in ambito di diritto societario tramite una serie di riforme che iniziano nel 2003, per arrivare poi all'intervento più recente da parte del d.lgs. del 2019, con l'introduzione del co.2 dell'art. 2086 c.c., trova un suo corrispondente

⁹² Cfr. P. BASTIA, R. BROGI, op.cit., pag. 7, che afferma come «Il ricorso alle operazioni societarie straordinarie è riconducibile quindi, non solo all'affermazione di modelli differenziati di risoluzione della crisi, ma anche alla necessità che quest'ultima, per poter essere risolutiva, si ricolleggi ad un progetto di riorganizzazione patrimoniale, societarie e finanziaria, incentrato su più livelli, che vanno dal riadattamento della struttura societaria alle nuove condizioni economiche ed alle prospettive di continuità concretamente applicabili, sino al cambio del *management* ed all'opportunità di razionalizzare l'ingresso di nuove risorse provenienti da terzi».

anche nell'ambito del diritto concorsuale attraverso la riforma del 2005 che, riformulando l'art. 152 l.fall., trasla in capo agli amministratori delle società di capitali la deliberazione della proposta concordataria e la determinazione del suo contenuto, così allineandosi a quanto previsto dall'art. 2380 *bis* c.c., che sancisce il principio di esclusività della gestione in capo agli amministratori della società⁹³.

Il *workers buy-out* invece, vede partecipi all'operazione di acquisizione dell'azienda in crisi i lavoratori dipendenti della stessa; la sua realizzazione non avviene prevalentemente tramite il ricorso alla fusione, ma nella forma di affitto o di vendita dell'azienda o di rami di questa. La ragione principale di questa differenza attuativa rispetto alle altre operazioni di *leveraged buy out* risiede nella struttura di questa operazione che, sebbene simile all'operazione di *management buy out*, per quel che riguarda la divisione in tre fasi principali, -la costituzione di *newco*, l'acquisizione della azienda *target* e il ricorso ai finanziamenti esterni per il sostenimento dell'operazione-, differisce per alcuni aspetti, dal momento che la sua realizzazione è disciplinata prevalentemente dalla legge che per agevolare l'acquisizione dell'azienda in crisi da parte dei suoi lavoratori, prescrive un diritto di prelazione nell'affitto e nell'acquisto di azienda in capo alle società cooperative di lavoro costituite dai dipendenti dell'azienda *target* in crisi e l'erogazione nei confronti di queste ultime di finanziamenti provenienti da fondi statali(v. *infra* Cap.3 §11).

La scelta di una o dell'altra operazione ha delle ripercussioni sul piano giuridico, dal momento che il trasferimento di azienda avviene tramite la stipula di un contratto di acquisto che ha per oggetto l'intera azienda o un solo ramo di questa; dal punto di vista decisionale, la forza di questa tipologia di operazione risiede nel fatto che le sue modalità di realizzazione permettono di categorizzarla

⁹³ L'art. 2380 *bis*, come riformato tramite il d.lgs. n. 6 del 2003, al co.1 prevede che « *La gestione dell'impresa si svolge nel rispetto della disposizione di cui all'articolo 2086, secondo comma, e spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale*». Cfr. P.BASTIA, R.BROGI, op.cit., pag. 170, che ritengono che «l'art. 152 l.fall. nel prevedere la competenza dell'organo amministrativo a deliberare il contenuto della proposta e del piano di concordato lo abilita, di fatto, all'inserimento all'interno di quest'ultimo, di tutte le operazioni straordinarie per le quali il diritto societario non preveda una competenza (esclusiva, o comunque, ripartita con l'organo gestorio) dell'organo assembleare».

come operazione straordinaria di tipo negoziale, la cui competenza spetta esclusivamente agli amministratori, senza passare attraverso le lungaggini decisionali che diversamente richiederebbe la realizzazione di un'operazione di fusione, trasformazione o scissione, condizionate, per la loro natura di operazione corporativa, da una previa deliberazione assembleare. L'estensione di competenze dell'organo amministrativo realizzata dall'articolo 152 l.fall. in ambito concorsuale, facilita la realizzazione di molteplici operazioni che, seppur straordinarie, in quanto comportanti cambiamenti sulle sorti della società, non richiedono la competenza dell'organo assembleare per la sua realizzazione, offrendo così uno stratagemma per arginare l'eventuale dissenso dei soci cui si potrebbe andare incontro nella fase di deliberazione di una fusione concordataria e garantire l'assunzione di decisioni in maniera più spedita, a completamento del potere-dovere degli amministratori di garantire la predisposizione di un'organizzazione aziendale funzionale alla percezione dei primi segnali di crisi e il ripristino della continuità aziendale, ove persa⁹⁴.

⁹⁴ Cfr. P.BASTIA, R.BROGI, op.cit., pag. 171, che in questo stesso senso affermano che «L'attuale formulazione dell'art. 152 co.2 l.fall. sulla competenza degli amministratori in ordine all'approvazione della procedura concordataria e dei suoi contenuti, risponde all'esigenza di snellimento e di accelerazione del processo decisionale in materia di concordato».

Capitolo II

Il *Management buy out*

1. La grande famiglia dei *Leveraged buy-out*. 2. La diffusione del *Management buy-out*. 2.1. Il MBO nel *corporate market* statunitense. 2.2. La diffusione del MBO negli ordinamenti europei. 3. Il MBO in Italia: le prime forme di MBO nell'ordinamento italiano *ante* introduzione del 2501-bis c.c. 3.1. Il MBO nell'ambito dell'articolo 2501-bis: la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento o *merger leveraged buy-out*. 3.2. La caduta del divieto assoluto di assistenza finanziaria e i riflessi sulla diffusione del MBO. 3.3. Rapporto tra gli articoli 2501-bis e 2358 c.c. 3.4. L'operatività del MBO nelle s.r.l. 4. Profili strutturali dell'operazione di MBO: l'indebitamento. 4.1. La natura dell'indebitamento. 4.2. Il rapporto di causalità tra l'indebitamento e l'acquisizione del controllo. 4.3. L'ammontare dell'indebitamento. 5. I fondi di *private equity*. 6. Le ragioni del successo del MBO in Italia. 7. Prospettive di diffusione delle operazioni di *turnaround* alla luce del d.lgs. n.14 del 2019. 8. Il MBO nel nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza.

1. La grande famiglia dei *Leveraged buy-out*

Il *Management buy out* (MBO) appartiene alla grande famiglia delle operazioni di *Leveraged buy out* (LBO), termine con cui si indicano complessi procedimenti di ingegneria finanziaria il cui fine è l'acquisizione del controllo di una società obiettivo (*target*) da parte di uno o più soggetti, tramite l'assunzione di un debito che verrà ripagato dalla stessa società acquisita⁹⁵.

Una delle caratteristiche principali di queste operazioni è la loro poliedricità, trattandosi di «operazioni economiche a geometria variabile che sono irriducibili a uno schema legale tipico e tipologico, idiosincratico a qualsiasi tentativo di classificazione astratta»⁹⁶; nonostante ciò, ci sono degli elementi che le accomunano sotto il profilo strutturale e funzionale, che permettono di delineare un profilo comune.

Diversamente dalle tradizionali operazioni di acquisizione, quelle effettuate tramite lo strumento del LBO richiedono un apporto minimo di mezzi propri e la possibilità di ricorrere anche a fonti di credito esterne da parte di terzi finanziatori e questo fa

⁹⁵ Il termine *buy out* è di derivazione anglosassone e significa “rilevare”, “acquisire”.

⁹⁶ S.CERRATO, *Le operazioni di Leveraged buy out*, in G.COTTINO, *Trattato di diritto commerciale*, vol.5, tomo II, CEDAM, 2011, pag. 550

dell'indebitamento un elemento strutturale di queste operazioni⁹⁷. Questa caratteristica che verrà discussa in maniera dettagliata nei paragrafi successivi, sebbene colonna portante dell'intera architettura del LBO, è un'arma a doppio taglio che rischia di danneggiare la società e condurla ad un punto di non ritorno, se non diligentemente utilizzata: la causa principale della crisi economica globale verificatasi nei decenni precedenti è ricondotta al massiccio ricorso al debito e il frequente utilizzo di questo strumento nel mercato statunitense per il compimento di scalate ostili da parte di amministratori delle società, è stato causa di forti timori negli ordinamenti europei, sempre restii a un suo utilizzo.

Al di là di questi aspetti critici, i LBO mostrano un loro fascino, grazie alla forza rigeneratrice di cui sono dotati: si tratta di operazioni straordinarie appartenenti alla più vasta categoria dei *merger & acquisition (M&A)*, nella quale sono riconducibili tutti gli interventi in grado di incidere in maniera permanente sul controllo delle imprese coinvolte.

La varietà di questa categoria di operazioni permette di rispondere a esigenze differenti, non solo finalizzate alla riorganizzazione e al potenziamento del *core business*, ma anche a fronteggiare situazioni di crisi; d'altronde l'idea alla base dei M&A è l'esistenza di un "potenziale", derivante dalla continuazione dell'attività aziendale, che prescinde dal presente valore di acquisizione della società e proprio questo le rende strumenti utili per il risanamento delle imprese.

Dal punto di vista procedurale, il *leveraged buy out* vede partecipanti due società, una società veicolo (neocostituita o preesistente) e una società obiettivo, che è acquisita dalla società veicolo; sebbene la tecnica più praticata prevede la fusione delle società partecipanti, molteplici sono le varianti dell'operazione, alcune delle quali, almeno inizialmente, hanno riscontrato problemi di legittimità con il nostro ordinamento⁹⁸. In

⁹⁷ Questa è una caratteristica essenziale del *buy out* in senso tecnico che si distingue dalle operazioni definite di *assets acquisitions* in cui vi è un acquisto diretto dei cespiti patrimoniali della *target* che la *newco* costituisce a garanzia del finanziamento.

⁹⁸ Il riferimento va alle operazioni di LBO realizzate senza il ricorso alla fusione ed estranee per questo all'ambito di applicazione dell'art. 2501 *bis*. Solo in seguito alla riforma del 2008, con l'eliminazione del divieto assoluto di assistenza finanziaria e la possibilità per la *target* di fornire

alcuni casi la fusione è uno *step* eventuale di un'operazione complessa, finalizzata all'acquisizione del controllo di una società *target*, che può avvenire tramite diverse modalità: l'acquisto può riguardare la totalità delle azioni della società o solo la maggioranza di queste, creando in questo caso problemi di tutela degli azionisti di minoranza della *target*, che soprattutto qualora sia deliberata la fusione delle due società avranno a che fare con una società fortemente indebitata e una partecipazione ridotta proporzionalmente alle perdite subite in seguito all'operazione⁹⁹.

Ma non sempre l'acquisto delle azioni è seguito da una fusione, offrendo in questi casi la società *newco* come garanzia ai finanziatori i beni della società *target*, seppur con pregiudizio per i creditori di quest'ultima; l'acquisizione può inoltre riguardare non le azioni della *target*, ma solo il patrimonio di questa, tramite un trasferimento di alcuni *assets* o rami di azienda della società *target* alla *newco* che opererà in luogo della *target*¹⁰⁰.

Oggetto specifico della nostra trattazione è però il *merger leveraged buy out*, disciplinato dall'art. 2501 *bis* c.c., attraverso il quale l'acquisizione del controllo della società *newco* sulla *target*, è seguita dalla fusione delle due, con la produzione di tutti gli effetti propri di quest'ultima operazione, *ex* art. 2504 *bis* e la traslazione dell'indebitamento contratto per l'acquisizione sul patrimonio della società risultante dalla fusione.

Accanto alle caratteristiche di carattere "oggettivo", la struttura dei *buy out* può diversificarsi anche in relazione ai soggetti titolari dell'iniziativa: qualora questa provenga dai soggetti interni la *governance* societaria della *target*, l'operazione prenderà le forme del *management buy out* (oggetto della trattazione del presente capitolo) o di *workers buy out* (v. *infra* Cap. 3), a seconda che siano rispettivamente

prestiti e garanzie, a certe condizioni, direttamente in capo agli amministratori della *newco*, si sono diffuse nel nostro ordinamento operazioni di *buy out* prive di fusione.

⁹⁹ Questa modalità operativa è anche nota come «tecnica *merger* o *Kkr*, dal nome della banca d'affari statunitense (Kohlberg Kravis Roberts) che per prima ha dato vita a queste operazioni di LBO.

¹⁰⁰ La tecnica prende il nome di *assets sale* o *Oppenheimer*, dal nome, anche in questo caso, della banca d'affari che per prima ha realizzato questo intervento. Cfr., S.CASELLI, S.GATTI, *La finanza strutturata in Italia: operazioni e best practice*, Bancaria Editrice, 2005, pag.157 ss.

gli amministratori o i dipendenti della *target* ad assumere l'iniziativa¹⁰¹; nel caso in cui l'intera operazione sia predisposta da *managers* esterni la società *target*, il termine utilizzato è *management buy in* e si parla invece di *buy in management buy out*, qualora accanto ai *managers* se ne affianchino di nuovi, esterni la società *target*¹⁰². L'operazione di ristrutturazione può anche riguardare l'intero complesso imprenditoriale: se la ristrutturazione riguarda la riorganizzazione degli assetti patrimoniali all'interno di gruppi societari si parla di un *corporate buy out*; nel caso in cui l'iniziativa dell'operazione derivi dall'interno di un'impresa familiare, l'operazione prende il nome di *family buy out*, tipologia molto utilizzata in Italia in cui la vasta diffusione di PMI a conduzione familiare, richiede spesso interventi sull'assetto proprietario, per affrontare il delicato problema del passaggio generazionale.

In tutti questi casi l'iniziativa dell'operazione deriva da soggetti partecipi dell'organizzazione societaria, seppur tramite una prospettiva diversa: gli amministratori della società, sono soggetti interni la *governance* societaria e la conoscenza del valore dell'impresa, del *know how* e delle potenzialità intrinseche li rende candidati ideali per l'operazione; nel caso in cui i lavoratori dipendenti assumano l'iniziativa, gli assetti proprietari sono ridistribuiti a favore di soggetti che seppur interni l'organizzazione aziendale, si collocano in una posizione di estraneità rispetto alle logiche strategiche che regolano la *governance* societaria.

L'intera operazione può essere orchestrata da soggetti del tutto esterni l'organizzazione aziendale e prende il nome di *institutional buy out*: in questi casi la società veicolo è costituita interamente (o prevalentemente) da investitori professionali (fondi di *private equity* o banche), che dopo un periodo di tempo medio-lungo di partecipazione al capitale della società *target*, avendo realizzato un

¹⁰¹ In relazione all'ammissibilità nel nostro ordinamento del MBO in senso tecnico, di iniziativa degli amministratori della società, ci sono stati forti dibattiti protrattisi per decenni e culminati nella riforma del 2008 e l'introduzione del co.5 dell'art.2358 c.c.

¹⁰² Delle due tecniche il *management buy out* è sempre preferibile, dato che i managers esterni l'azienda non posseggono una conoscenza specifica di quest'ultima e delle sue potenzialità.

profitto dal loro investimento, dismettono la loro partecipazione tramite la vendita al *management* o a soggetti terzi¹⁰³.

2. La diffusione del *Management buy-out*

Il *Management buy out* è una delle molteplici manifestazioni delle operazioni di leveraged *buy out*, i cui soggetti promotori sono i *managers* interni della società e sarà anche argomento centrale di questo capitolo. Le molteplici criticità che hanno sempre caratterizzato le operazioni di LBO, sono qui ridotte, dato il ruolo assunto dai *managers* nella gestione societaria; infatti la maggiore compartecipazione di questi al rischio di impresa e il complesso *know-how* organizzativo e la fiducia in merito alle potenzialità di sviluppo dell'impresa, sono caratteristiche che li rendono i soggetti ideali per lo svolgimento di un'operazione che perde così il suo connotato speculativo, per il raggiungimento di «scopi propulsivi ed innovativi»¹⁰⁴.

La versatilità dello strumento del MBO ne permette l'utilizzo in vari stadi di vita di un'impresa: nella fase di costituzione iniziale per favorire lo sviluppo di una società; nella fase intermedia in cui la società è già matura, ma sono necessari interventi riorganizzativi della struttura societaria; nella fase di crisi di impresa, come operazione straordinaria, alternativa alla liquidazione, la cui realizzazione poggia su prospettive di recupero di questa e la riemersione del *going concern value*¹⁰⁵. Lo

¹⁰³ Nella pratica è raro trovare tipologie "pure" di queste operazioni e spesso vengono attuate tramite più combinazioni. Cfr. S.CASELLI -S.GATTI , op.cit., pag. 155 ss., che in merito alle varie tipologie di LBO afferma che nel contesto italiano è molto comune trovare operazioni che contengono elementi di MBO e *Family buy out*; in questi casi, nonostante l'iniziativa dell'operazione derivi spesso dalla famiglia proprietaria di un'azienda, la partecipazione di soggetti "esperti", quali i *managers* della società è considerato elemento condizionante la riuscita positiva dell'operazione.

¹⁰⁴ Cfr. P.MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, 1991, pag. 50 ss., che delinea le differenze tra il LBO e il MBO che hanno sempre portato a guardare con un occhio attento e prudente l'ammissibilità di operazioni di LBO. In merito al ruolo del MBO, l'autore parte dal fatto che il ruolo svolto dai *managers* della società rappresenta «la garanzia presuntiva per la realizzazione di una ristrutturazione degli assetti proprietari non mirata a finalità meramente speculative, e perciò tendenzialmente distruttive del patrimonio come centro di produzione del reddito, bensì a scopi propulsivi ed innovativi».

¹⁰⁵ Non esiste un'unica definizione di questo termine; secondo parte della dottrina prevalente il *going concern value* sussiste qualora il valore dell'impresa in esercizio è superiore al valore della liquidazione dei singoli beni aziendali. Cfr. L.STANGHELLINI, op.cit., pag. 18 ss. Cfr. anche A.ROSSI, *Il valore dell'organizzazione dell'impresa*, in *Rivista di diritto commerciale*, fasc. 7-8-9,

scopo del MBO è la creazione o il recupero del valore dell'impresa, che può dipendere da molteplici fattori legati alle condizioni economiche della società, valutazioni strategiche, problemi di *governance*, struttura societaria, ragioni fiscali e *agency costs*.

In modo particolare tra le varie cause di riduzione del valore dell'impresa sopra menzionate, la presenza di *agency costs* è la principale e anche motivo di ricorso al MBO¹⁰⁶. L'effetto concentrativo della proprietà creato dal MBO, riduce i costi di agenzia, dato che l'allineamento di interessi tra gli amministratori della società e i proprietari, non rende necessario il costante controllo dell'operato amministrativo; i *managers* divengono compartecipi al capitale di rischio e sono portati a effettuare scelte diverse, non solo legate alle sorti della gestione, ma anche dell'investimento vero e proprio.

Anche la partecipazione di finanziatori esterni e istituti di credito nella realizzazione dell'operazione contribuisce alla riduzione di questi costi, tramite l'esternalizzazione del controllo sulla *governance* societaria e l'apporto di conoscenze scientifiche, tecniche e capacità manageriali e finanziarie esclusive; questo influisce positivamente non solo sulla qualità dell'operato gestionale, ma sulle modalità di svolgimento di questo, grazie a un costante monitoraggio dell'attività degli amministratori, a garanzia delle sorti del finanziamento ricevuto.

La combinazione della forza economica dei finanziatori esterni con il *know how* dei *managers* interni la società è fondamentale, dato che solo questi ultimi, possono valutare a pieno la sussistenza di quel *going concern value*, che è condizione di fattibilità delle operazioni di riorganizzazione e ristrutturazione.

2009, pag. 630, secondo il quale forte rilievo ha la redditività dell'impresa, intesa non solo come «prospettiva reddituale», ma occorre anche tenere conto del «valore organizzativo dell'impresa»

¹⁰⁶ Gli *agency costs* sono dei costi che si hanno inevitabilmente in tutte le strutture in cui i rapporti sono regolati tramite una *principal-agent relation*; nel caso delle società gli amministratori devono svolgere i compiti di gestione della società per nome e per conto di questa e il loro operato deve essere costantemente monitorato dai soci proprietari per evitare possibili conflitti di interessi e asimmetrie informative. Cfr. J.J.CHRISMAN , *An agency theoretic analysis of value creation through management buy-outs of family firms*, in *Journal of Family Business Strategy*, vol.3, 2012, Elsevier, pag. 199 ss.

Per quel che riguarda la diffusione di questa operazione, diverse considerazioni devono essere fatte tra gli ordinamenti europei e quello statunitense; mentre in Europa l'esistenza del divieto di assistenza finanziaria, con tutti i suoi successivi sviluppi è stato sempre l'origine di una più cauta diffusione del MBO; negli Stati Uniti non sussiste un tale divieto e non ci sono delle regole che tutelano l'integrità del patrimonio sociale, ma l'utilizzo di queste tecniche è disciplinato dal *market for corporate control*.

2.1 Il MBO nel *corporate market* statunitense

Nella letteratura statunitense diversamente dai paesi europei, l'istituto del MBO è inteso in un'accezione più ampia del termine *management*, ricomprendendo non solo le operazioni degli amministratori(*directors*), ma anche quelle degli *officers*. Le ragioni del suo ampio successo derivano dal frequente utilizzo di questo istituto, come strumento per rispondere alle esigenze di mutevolezza del mercato¹⁰⁷; mentre in ambito europeo il fenomeno è stato analizzato solo come tecnica di acquisizione del controllo, nella prassi statunitense, accanto all'utilizzo della tecnica di LBO, come strumento di acquisizione del controllo della società nell'ambito di un *take over bid* (offerta pubblica di acquisto), inizia a diffondersi l'utilizzo di questo come strumento di difesa dalle scalate ostili¹⁰⁸. Le ragioni di questa diffusione risiedono nel fatto che i *managers* della società, data la loro posizione di prossimità con la *governance*, sono in possesso di maggiori informazioni sulla società *target* rispetto a quelle di qualsiasi altro offerente e per ragioni legate al tempo e a una scelta strategica, sono i candidati migliori, rispetto a un terzo offerente (*white knight bidder*) per potere lanciare un'offerta competitiva; inoltre in termini di finanziamento dell'operazione, è più facile il reperimento di risorse, poiché gli amministratori per

¹⁰⁷ In Italia, diversamente il LBO è sempre stato analizzato come strumento di acquisizione del controllo della società e forse questa è uno dei motivi per cui ha fatto ingresso con difficoltà nel nostro ordinamento.

¹⁰⁸ Cfr. J.COFFEE, *Shareholders vs Managers, the strain in the corporate web*, in *Michigan Law Review*, pag. 86 ss., secondo cui molte delle volte la migliore, se non l'unica, alternativa a un'offerta ostile è la realizzazione di un *leveraged buy out* da parte del *management* della società *target*; si parla a riguardo di un *white knight management buy out*.

lanciare l'offerta possono ricorrere a investitori istituzionali, specializzati in quel settore¹⁰⁹.

Il *leveraged buy out* è quindi utilizzato come strumento per rispondere ai cambiamenti del *corporate market*, in una doppia veste: da un lato è strumento di difesa *post-bid* (*white knight MBO*), utilizzato dagli amministratori della società *target* per rispondere a un *hostile takeover bid*; dall'altro lato gli amministratori utilizzano il *leverage* come strumento di difesa *ante-bid*, per arrecare nocimento alla società in modo tale da renderla meno appetibile per un *takeover*, attraverso l'indebitamento¹¹⁰.

Un altro elemento a favore della rapida diffusione del MBO deriva dalla natura stessa dei *managers* e il ruolo sempre più importante che hanno assunto all'interno della *governance* societaria; mentre gli azionisti sono favorevoli all'assunzione di rischi, godendo di un portfolio di titoli molto diversificati tra loro, i *managers* sono strettamente legati alle sorti dell'impresa in cui operano¹¹¹. Il MBO nell'ambito del *market for corporate control* è un utile strumento per la riduzione degli *agency costs*: è utilizzato come un *bonding device*, tramite cui gli amministratori dimostrano al mercato l'assunzione di un atteggiamento più responsivo alle richieste degli azionisti

¹⁰⁹ I terzi offerenti, nel lancio di un'offerta competitiva, devono trovare le risorse per il finanziamento del *take over* da parte di società specializzate che si avvalgono di *junk bonds investments*. Si tratta di titoli obbligazionari (titoli spazzatura), dal rendimento molto elevato, ma dall'alto rischio per l'investitore, poiché la società emittente è altamente indebitata e questo rischio si ripercuote sui possessori di questi titoli che potrebbero perdere completamente il loro investimento.

¹¹⁰ Cfr. J.COFFEE, op.cit., pag. 43 che parla di un *debt trend* che si è diffuso nel mercato statunitense negli anni '90. Molte società americane (tra le quali Phillips Petroleum, Unocal, Union Carbide e Revlon) hanno utilizzato lo strumento della leva finanziaria come strumento di difesa e hanno incrementato l'indebitamento in modo tale da far perdere valore al patrimonio della società, così da indurre i *bidders* a ricercare un altro *target*: «all the companies used the same basic takeover defense: leveraging up and distributing the proceeds to shareholders».

¹¹¹ *Ivi*, pag. 18, che per descrivere lo stretto rapporto tra i Managers e l'impresa utilizza l'espressione "*over-investment in the firm*".

e più propenso al rischio¹¹²; d'altro canto però, lo strumento della leva finanziaria incide gravemente sul patrimonio sociale e gli interessi dei creditori della società¹¹³.

Possiamo vedere come negli Stati Uniti le logiche che si sono sviluppate dietro all'utilizzo dello strumento del MBO sono molteplici e spesso contrastanti e il liberismo del *market for corporate control* ha influito sul suo ampio uso e abuso.

La giurisprudenza ha cercato di correre ai ripari, affrontando il problema della legittimità del *leveraged buy out* in modi distinti¹¹⁴; tra le varie posizioni quella che più permette di creare parallelismi con l'ordinamento italiano è il filone giurisprudenziale della *fraudolent conveyance*.

Si tratta di un principio ripreso a livello federale dal *Federal Bankruptcy Code* e più recentemente nel *Uniform Fraudulent Transfer Act* del 1984; la condotta posta in essere in attuazione di un LBO è fatta rientrare nei casi di *constructive fraud*, per le quali, *ex lege*, opera una presunzione di condotta fraudolenta qualora, a prescindere dall'intenzione delle parti, vi sia disparità di valore tra le prestazioni corrispettive alla luce delle precarie condizioni finanziarie del debitore¹¹⁵.

La teoria della *constructive fraud* si avvicina molto di più ai principi europei, quali la tutela dell'integrità del patrimonio sociale ed è finalizzata a porre un freno alle condotte speculative, tramite un'analisi molto dettagliata degli effetti prodotti dal *leverage* sul patrimonio della società *target*; si cerca di ripristinare il rapporto *debt/equity*, limitando lo sfrenato ricorso al debito che si era verificato negli anni

¹¹² *Ivi*, pag. 27, secondo cui lo strumento del *takeover* può essere utilizzato per disciplinare l'avversione al rischio dei *managers*; il MBO è un *bonding device* che dimostra la loro propensione all'indebitamento ed opera come una *ex ante takeover defense*.

¹¹³ L'ordinamento statunitense è molto distante da quello dei paesi europei, poiché non esiste una regola che tutela il capitale sociale; si tratta di un sistema *shareholders oriented* che tutela prevalentemente gli interessi proprietari, a scapito della tutela dei creditori sociali.

¹¹⁴ Per un confronto maggiormente dettagliato dell'elaborazione giurisprudenziale statunitense in merito al LBO, rinvio a P.MONTALENTI, *op.cit.*, pag. 73 ss.; per un'analisi sintetica, Cfr. B.BERTINI, *LBO E MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, in *Contratto e Impresa*, fasc.3, 2000, pag. 1435 ss.

¹¹⁵ La sec. 548 del Bankruptcy Code, per determinare la disparità del valore delle prestazioni utilizza il criterio del *reasonably equivalent value* (sec. 548 (a)(2)); in merito al *financial condition element*, l'analisi si articola su tre diverse valutazioni: I. La sussistenza di un'insolvenza al momento del trasferimento; II. La transazione ha ridotto considerevolmente e irragionevolmente il capitale del debitore, così da non consentirgli di svolgere ulteriormente la sua attività; III. Impossibilità di pagare i debiti derivanti da questo trasferimento o obbligazione assunta. Cfr. §548 (a)(2).

precedenti¹¹⁶, seppur, rendendo molto più difficile il ricorso a queste operazioni, dato che si prescinde da qualsiasi considerazione del merito dell'operazione e della realizzazione "al meglio dell'interesse della società"¹¹⁷.

2.2 La diffusione del MBO negli ordinamenti europei

L'atteggiamento degli ordinamenti europei si è dimostrato un po' più restio soprattutto per via del divieto di *financial assistance* di derivazione comunitaria. La II direttiva, all'art. 23 para.1 prevede che «una società non può anticipare fondi né accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisizione delle sue azioni da parte di un terzo»¹¹⁸; la ratio della norma non è quella di tutelare i creditori, ma di tutelare l'integrità del patrimonio sociale, prevenendo che terzi possano acquisire il controllo della società, pagando con il patrimonio di quest'ultima¹¹⁹.

Nonostante l'assolutezza del divieto, il legislatore comunitario si mostra flessibile nei confronti delle operazioni di assistenza finanziaria a favore dei dipendenti della società e nel secondo paragrafo della norma su menzionata, prevede una deroga «per le operazioni effettuate per l'acquisizione di azioni da parte del o per il personale della società o di una società collegata a quest'ultima», pur con un limite quantitativo, che risiede nel mantenimento dell'attivo netto al di sopra del capitale sottoscritto. Sin da subito quindi, non ci sono stati ostacoli alla pratica di MBO da parte di *managers* (dirigenti) dipendenti della società e da parte di altri lavoratori subordinati; gli unici ostacoli riguardavano la praticabilità dei MBO nella sua accezione più ampia così come accolta dalla prassi statunitense, che ritiene

¹¹⁶ Il rapporto *debt/equity* sale vertiginosamente nel corso degli anni, BERTINI B., op. cit., pag. 1436, riporta che «tra il 1984 e il 1987, 500 società, tra quelle inserite nell'elenco annuale di Fortune, siano state finanziariamente ristrutturate tramite il LBO. Di più il rapporto *debt/equity*, sale, nel volgere di pochi anni, da un indice di 4 a 1, con punte di 6 a 1 (1984), a valori nell'ordine di 14 a 1, con punte di 18 a 1(1989)».

¹¹⁷ L'altro filone giurisprudenziale che articola la sua valutazione sulla base della *business judgement rule*, sposta il metro del giudizio sulla prova dell'*entire fairness (fair dealing, fair price)* e si pone maggiormente in linea con i principi regolatori del *market for corporate control*.

¹¹⁸ Il riferimento va alla direttiva 77/91/CEE.

¹¹⁹ In questo senso, Cfr. P.MONTALENTI, op.cit., pag. 63.

praticabile l'operazione anche da parte di *directors*, non legati da un rapporto di lavoro subordinato con la società.

Nel 2006 la disciplina viene modificata tramite la direttiva 2006/68/CE e viene eliminato il divieto assoluto di assistenza finanziaria nei confronti dei terzi, potendo gli stati membri permettere questa modalità di assistenza finanziaria, seppur subordinandola alla soddisfazione di alcuni requisiti procedurali e quantitativi, tra i quali l'approvazione dell'assemblea¹²⁰.

Dal quinto considerando della direttiva in questione emerge l'intenzione del legislatore che, nell'evidenziare l'importanza di «*rafforzare la flessibilità con riguardo ai cambiamenti nella struttura proprietaria*», si mostra favorevole all'abbandono del "tradizionale" diritto societario ancorato a una visione statica della proprietà, a favore della creazione di un sistema più flessibile, improntato alla crescita e aperto all'ingresso di nuovi soggetti nella compagine societaria.

Per quel che riguarda il *management buy out*, la direttiva interviene ampliando la portata dell'istituto tramite l'introduzione dell'articolo 23 *bis*, che disciplina l'ipotesi in cui l'assistenza finanziaria sia concessa a favore di singoli membri dell'organo di amministrazione e di direzione della società partecipante all'operazione; in questi casi l'operazione è ammessa purché «*gli stati membri assicurano, tramite garanzie adeguate che l'operazione non sia contraria al miglior interesse della società*».

Così, accanto al MBO in senso stretto, praticato dai dirigenti e dai dipendenti della società *target*, il diritto europeo apre le porte anche alla possibilità del MBO "stile americano", praticato dagli amministratori della società, seppur con le opportune cautele.

Il divieto di assistenza finanziaria ha origine nel diritto inglese e precisamente nella *section 54* del *Companies Act del 1948* che prevedeva un divieto assoluto, successivamente sostituita dal *Companies Act del 1985* (sec. 151-158). Nel nuovo quadro legislativo inglese, il divieto assoluto è stato smorzato tramite l'introduzione

¹²⁰ Il para.1 dell'art. 23 della II direttiva viene sostituito nel seguente modo:« *Qualora uno stato membro permetta a una società di anticipare fondi, accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto delle sue azioni da parte di un terzo, direttamente o indirettamente, esso subordina tali operazioni alle condizioni enunciate al secondo, terzo, quarto e quinto comma*».

di temperamenti normativi: le *private companies* in ogni caso possono fornire assistenza finanziaria, purché questo rientri nei limiti dei *distributable profits* e vengano osservati degli adempimenti formali volti a garantire pubblicità e trasparenza; ma tra le varie eccezioni quella più rilevante per la nostra trattazione è quella prevista nella *section 153(4)*, ai sensi del quale una *public company* che sia *target* di un procedimento di acquisizione, può accordare prestiti o fornire garanzie, nei casi in cui l'operazione sia condotta da *managers* che siano anche «*employees of Target*». La norma tiene a precisare che i *managers* siano legati alla società da un rapporto di dipendenza, che porta a escludere i *directors* della società, nei confronti dei quali troverebbe applicazione la sec. 330 in materia di prestiti agli amministratori¹²¹.

Negli anni successivi alle modifiche del *Companies Act*, il ricorso ai *management buy-outs* è stato frequente, anche grazie all'incremento di società finanziarie specializzate nell'apporto di capitale di rischio; la partecipazione di queste *equity firms* è fondamentale soprattutto per la realizzazione delle transazioni di minori dimensioni, nelle quali, la partecipazione delle società finanziatrici all'*equity stake*, insieme ai *managers*, consente di portare a compimento queste operazioni con un ricorso minore al capitale di debito¹²².

Successivamente alla modifica della direttiva 77/91/CE, il diritto inglese molto difficilmente ha accolto le modifiche avvenute a livello comunitario e in modo particolare l'art. 23 *bis* su menzionato, che consente l'assistenza finanziaria a amministratori della società *target*; la sec 678 del *Companies Act* del 2006 prevede una serie di eccezioni al divieto di assistenza finanziaria, applicabili alle *private*

¹²¹ Cfr. P.MONTALENTI, op. cit., pag. 14 ss.

¹²² Cfr. M.WRIGHT, S.THOMPSON, K.ROBBIE, *Venture capital and Management-led, leveraged buy-outs: an European perspective*, in *Journal of Business Venturing*, vol.7, n.1, 1991, pag. 49, in cui l'autore tramite un'analisi dei dati relativi ai *buy-outs* praticati nel Regno Unito, rileva che tra i 4500 *buy-outs* che hanno avuto luogo nell'arco temporale dal 1988 al 1990, le transazioni minori, con un prezzo inferiore ai 10 milioni di sterline, sono avvenute prevalentemente tramite il ricorso allo strumento di *equity*, rispetto alle transazioni maggiori in cui il ricorso al capitale di debito è maggiore; in queste transazioni di minori dimensioni i *managers* hanno anche una maggiore partecipazione all'*equity stake*.

companies e alle *public companies*, per una serie di transazioni, tra le quali sono esplicitamente esclusi i prestiti effettuati dalla società ai *directors*¹²³.

Anche la Francia e la Germania si sono mostrate restie nel recepire la direttiva comunitaria, pur trovando il MBO una sua disciplina.

Nell'ordinamento francese il MBO ha trovato una espressa previsione normativa, tramite la L. 84-578 in materia di sviluppo dell'iniziativa economica, che prevede una serie di incentivi per l'acquisizione di una società da parte dei suoi dipendenti; il legislatore francese disciplina la pratica del *Rachat de l'entreprise par ses salaries* (R.E.S), attuabile tramite la costituzione di una *holding de reprise*, partecipata prevalentemente dai dipendenti della società *target* e dai *mandataires sociaux* (dirigenti)¹²⁴.

In Francia è raro che si faccia ricorso alla fusione per le operazioni di LBO, poiché secondo parte della dottrina il divieto di assistenza finanziaria di cui l'art. 217-9 può essere anche indirettamente violato¹²⁵; secondo la dottrina francese, proprio per l'effetto della confusione patrimoniale attuata dalla fusione, questa può costituire un abuso del diritto, dato che i prestiti richiesti per l'acquisto saranno fatti traslare sul patrimonio della società risultante dalla fusione¹²⁶.

In Germania, il MBO è praticato, pur non essendo prevista una legge *ad hoc* e per questo deve trovare un raccordo con la disciplina prevista in materia societaria, volta

¹²³ Cfr. §658 (2)(d), del Companies Act del 2006, che nel determinare le transazioni a cui si applica l'eccezione del divieto finanziaria include anche «*the making by the company of loans to persons (other than directors) employed in good faith by the company, with the view to enabling those persons to acquire fully paid shares in the company or its holding company to be held by them by a way of beneficial ownerships*». La norma esclude espressamente l'applicabilità della section ai *directors*, per i quali persiste un divieto di assistenza finanziaria.

¹²⁴ L'operazione di *Rachat de l'entreprise par ses salaries* letteralmente tradotta è un'acquisizione di una società realizzata da parte dei lavoratori dipendenti di questa; un'operazione molto simile al nostro *workers buy out* che come vedremo nel dettaglio nel terzo capitolo, si realizza tramite la costituzione di una cooperativa di salvataggio *ad hoc*.

¹²⁵ L'art. 217-9 della Loi 24 Juillet 1966 prevede che: «*une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sureté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers*».

¹²⁶ In questo senso, Cfr. P.MONTALENTI, op.cit., pag. 83 che riporta l'opinione di parte della dottrina francese in merito al rapporto tra la fusione e il divieto di assistenza finanziaria, secondo cui «*avant le remboursement des emprunts, une fusion pourrait entraîner une situation constitutive d'un abus de biens sociaux puisque les emprunts (initialement souscrits par la holding) seraient pris en charge par la société résultant de la fusion*».

a tutelare l'integrità del capitale sociale¹²⁷. Nei casi delle GmbH(società a responsabilità limitata) il management deve attenersi al §30 del GmbHG¹²⁸, ai sensi delle quali è proibita la distribuzione dei beni della società che sono necessari per preservare il capitale sociale; per le AG (società per azioni) invece il divieto è assoluto, salvo la possibilità di concedere prestiti o fornire garanzie ai dipendenti della società ai sensi del §71(a) del AktG (*German Stock Corporation Act*), nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili.

Nella prassi tedesca il MBO può essere articolato in una o due fasi a seconda che la società acquirente posseda già azioni della *target* o meno; qualora ci si trovi nel secondo di questi scenari, all'acquisizione delle azioni della società *target* da parte di una società veicolo costituita ad *hoc*, segue una seconda fase che può concretizzarsi in un'acquisizione dell'intero patrimonio della *target* da parte della società veicolo, tramite un apposito contratto o una conversione della società *target* in una GmbH & Co KG, che è una forma particolare di società in accomandita a responsabilità limitata¹²⁹. Al di là di questi casi la dottrina, alla luce del §71(a) del AktG¹³⁰, considera più frequente il ricorso alla tecnica di *merger leveraged buy out* nei confronti di una società *target* GmbH, piuttosto che per una AG per i quali costituirebbe una fattispecie di frode alla legge¹³¹.

¹²⁷ Un MBO di rilievo è quello della società Lewa, nel 2005, che ha visto partecipare la società *target* tedesca Lewa, la DBAG e la società equity Quadriga Capital Group. Cfr. *Management buy out for Lewa*, in Pump Industry Analyst, Vol. 2005, n.10, Ottobre 2005, pag.1. Si tratta di un MBO finalizzato a un ricambio generazionale, essendo stata la società fino in quel momento a conduzione familiare; il fine dell'operazione è di incrementare la produzione della società e di espandere la produzione a livello internazionale.

¹²⁸ *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung* ossia Legge in materia di Società a responsabilità limitata.

¹²⁹ Cfr. G.PICOT, V.LAND, *Management buy-outs in Germany booming*, in *International Business Lawyer*, vol.26, n.6,1998, pag.280.

¹³⁰ La norma prevede che al di là dei casi in cui i prestiti e le garanzie sono concessi per l'acquisto di azioni da parte dei lavoratori della società o di una società controllata, qualsiasi altra operazione di assistenza finanziaria deve considerarsi nulla: «*Ein Rechtsgeschäft, das die Gewährung eines Vorschusses oder eines Darlehens oder die Leistung einer Sicherheit durch die Gesellschaft an einen anderen zum Zweck des Erwerbs von Aktien dieser Gesellschaft zum Gegenstand hat, ist nichtig*».

¹³¹ Cfr. M.S.SPOLIDORO, *Fusioni Pericolose*, in *Rivista delle Società*, fasc.2-3, 2004, pag. 254 ss.

3. Il MBO in Italia: Le prime forme di MBO nell'ordinamento italiano ante introduzione del 2501-bis c.c.

Nel nostro ordinamento l'operazione di *management buy out* deve fare i conti con i limiti degli artt. 2358 e 2474 c.c. in materia di assistenza finanziaria nelle società per azioni e s.r.l.

L'articolo 2358, rubricato con il titolo "*Altre operazioni sulle proprie azioni*", è stato nel corso degli anni oggetto di molteplici interventi normativi, fino a essere modificato da ultimo nel 2008, in seguito al recepimento della direttiva comunitaria 2006/68/CE.

Agli albori del codice civile del 1942, la norma formulava il divieto di assistenza finanziaria in termini assoluti e la ragione di questa drasticità doveva rinvenirsi nelle esigenze di tutela del patrimonio sociale nella sua interezza, evitando possibili ricadute del costo del trasferimento del controllo azionario sulla stessa «ricchezza sociale» della società acquisita¹³².

Con la riforma del 1986, in seguito al recepimento della II direttiva comunitaria, 77/91/CEE, la norma è stata riformulata, introducendo un'eccezione al co. 3, che prevede l'inoperatività del divieto di assistenza finanziaria nei casi in cui questa sia finalizzata all'acquisto di azioni della società da parte di dipendenti di questa o di quelli di società controllanti o controllate. L'innovazione ha grande rilievo, non solo perché attua una più ampia forma di partecipazione dei lavoratori all'attività di impresa, ma anche perché costituisce chiave di legittimazione del MBO nel nostro ordinamento¹³³. Secondo autorevole dottrina, il maggior coinvolgimento dei

¹³² «La società non può fare anticipazioni sulle proprie azioni, né prestiti a terzi per acquistarle», questo era quanto stabilito dalla versione iniziale della norma del 1942. Secondo P.MONTALENTI, op. cit., pag. 64 ss., la *ratio* del divieto assoluto di assistenza finanziaria risiede nella «tutela del patrimonio sociale come strumento propulsore dell'attività economica, come metro funzionale della produzione di ricchezza e, pertanto, solo subordinatamente, e conseguentemente, diretto alla protezione degli interessi del ceto creditorio».

¹³³ L'art. 2358 c.c. post-riforma del 1986 recita così: «La società non può accordare prestiti o fornire garanzie per la sottoscrizione delle azioni proprie. La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia. Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. In questi casi tuttavia, le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili».

lavoratori dipendenti non si realizza unicamente tramite prospettive reddituali, ma punta a realizzare una forma di gestione diretta da parte di lavoratori dipendenti tramite l'acquisizione di un «possesso azionario qualificato in senso economico»¹³⁴. In merito alla formulazione della norma è importante notare la non perfetta simmetria tra la formulazione del co.1 e il co.3 dell'art. 2358, nel senso che se da un lato «*la società non possa accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie*», dall'altro sia possibile la disapplicazione del divieto «*per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di dipendenti di società controllanti o controllate*»; partendo da questo dato letterale e tenendo conto della poliedricità delle fattispecie di MBO è bene accogliere la lettura estensiva della norma, che fa rientrare nel co.3 tutte le operazioni non solo dirette all'acquisto, ma anche collaterali, purché strumentali e finalizzate all'acquisto delle azioni da parte dei dipendenti¹³⁵.

Rientrano nella portata della norma non solo le operazioni di assistenza finanziaria diretta in capo ai dipendenti della società, ma anche i casi in cui l'assistenza sia realizzata indirettamente, per interposta persona, quale è il caso delle operazioni di MBO realizzate tramite la costituzione di una società veicolo, ai fini dell'acquisizione della *target*; la società veicolo acquisisce le azioni della *target*, ma al termine della fusione queste verranno assegnate ai *managers* proprietari della società veicolo.

Non da escludersi la partecipazione di soggetti terzi per la realizzazione dell'operazione, quali gli intermediari specializzati e gli investitori istituzionali; in questo caso la società veicolo ha una composizione mista, costituita da *managers* e finanziatori esterni, ma la norma trova comunque applicazione, purché la

regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato».

¹³⁴ Cfr. P.MONTALENTI, op.cit., pag. 132 ss.

¹³⁵ In questo senso, *Ibidem*, pag. 134.

partecipazione di questi ultimi sia solo strumentale e funzionale all'acquisizione della *target* da parte dei dipendenti¹³⁶.

Alla luce della situazione normativa pre-riforma del 2008 tre sono le forme tramite cui il MBO può essere posto in essere: un MBO "puro" che prevede l'erogazione di prestiti e garanzie direttamente in capo ai dipendenti delle società, senza la costituzione di una società veicolo; un *merger* MBO, realizzato tramite la costituzione di una *newco* da parte dei dirigenti della società *target*; un MBO "misto", realizzato tramite una società *newco*, compartecipata da dirigenti e finanziatori esterni che apportano anch'essi capitale di rischio alla società veicolo. Al di là di queste ipotesi non è configurabile nessun tipo di MBO "in senso ampio", cioè condotto dagli amministratori della società; la *ratio* di questo divieto deriva dal fatto che il fine principale del legislatore italiano ed europeo è quello di evitare possibili scalate ostili, poste in essere da parte degli amministratori della società *target*.

Il sistema italiano a differenza di quello statunitense è basato su uno *stakeholders model* ed orientato a una maggiore tutela dei creditori e del patrimonio sociale e i poteri degli amministratori sono fortemente vincolati non solo sul piano civilistico, ma anche su quello penale, poiché la violazione del divieto di operazioni di assistenza finanziaria, è sanzionata dall'art. 2624 c.c.¹³⁷.

¹³⁶ Di questo parere, Cfr. A.FRIGNANI, *Il leveraged buy out nel diritto italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.3,1989, pag. 427, secondo cui questa ampiezza interpretativa può essere fatta discendere dal generale *favor* per l'azionariato dei dipendenti; «dall'espressione "operazioni effettuate per" si deve dedurre che l'acquisto possa essere anche indiretto (e cioè mediante fiduciarie o interposte persone); per la scarsa liquidità del management il *favor* sarebbe frustrato se non fosse ammesso che accanto ai dipendenti ci siano intermediari specializzati (fondi LBO) e investitori istituzionali (fondi pensione, *venture capitalists*)».

È importante considerare che la partecipazioni di questi investitori specializzati sia in ogni caso minore rispetto a quella dei *managers*, poiché diversamente si avrebbe un *institutional buy-out*, come definito nella trattazione precedente.

Comprendere il campo di applicazione dell'eccezione del co.3 è fondamentale, poiché in tutti gli altri casi opera il divieto assoluto del co.1 dell'art.2358 c.c.

¹³⁷ Ai sensi della formulazione originaria dell'art. 2624 c.c, rubricata "Prestiti e garanzie della società": «gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori, che contraggono prestiti sotto qualsiasi forma, sia direttamente che per interposta persona, con la società che amministrano o con una società che questi controlla o da cui è controllata, o che si fanno prestare da una di tali società garanzie per debiti propri, sono puniti con la reclusione da uno a tre anni e con la multa da lire duemila a ventimila». In seguito, la violazione dello specifico divieto è stata abrogata da parte del d.lg. 27 Gennaio 2010 n.39 e confluita nella più generica disposizione dell'art. 2628 c.c. che punisce

3.1 Il MBO nell'ambito dell'articolo 2501-bis: la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento o *merger leveraged buy-out*

La riforma del diritto societario del 2003 cambia il sistema degli equilibri che aveva caratterizzato il diritto societario italiano; tra i principi ispiratori della legge delega del 2001 emerge chiaro l'obiettivo del legislatore di inserire il diritto societario in un contesto più dinamico, improntato alla crescita e allo sviluppo sul mercato interno e internazionale¹³⁸. In questo panorama si colloca il nuovo art. 2501 *bis* che disciplina nel nostro ordinamento l'operazione di *merger leveraged buy out* e trova la sua fonte nell'art. 7 della legge delega n.366/2001, norma con cui il legislatore afferma la compatibilità di questa operazione con il divieto di assistenza finanziaria, mettendo a tacere i precedenti dibattiti dottrinali e giurisprudenziali in merito alla liceità del LBO attuato tramite la fusione¹³⁹.

Sulla scia della giurisprudenza del foro milanese e del famoso caso *Trenno*, il legislatore del 2003 dà importanza all'elemento della pianificazione economica, come giustificazione dell'intera operazione¹⁴⁰; tra i requisiti procedurali dell'operazione l'art. 2501 *bis* al co.3 prevede che la relazione degli amministratori

con reclusione fino ad un anno, gli amministratori che pongono in essere sulle azioni o quote della società operazioni, che cagionano un danno all'integrità del capitale sociale.

¹³⁸ Cfr. Art. 2 lett.a) della legge del 3 Ottobre 2001, n.366 che prevede che tra i principi riformatori quello di «*perseguire l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali*».

¹³⁹ Per un'analisi del dibattito dottrinale in merito al rapporto tra questo istituto e l'art. 2358, rinvio a P.MONTALENTI, op.cit., pag. 117. ss. Per un'analisi comparata tra la disciplina italiana e quella statunitense, Cfr. B.BERTINI, op. cit. pag. 1431.

L'art. 7 lett.d) dà al governo il compito di «*prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione delle azioni proprie, di cui, rispettivamente gli articoli 2357 e 2357-quater del codice civile e del divieto di accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui l'art. 2358 c.c.*». secondo parte della dottrina si tratta di una norma di interpretazione autentica più che di delega e l'art. 2501 *bis* ha la funzione di chiarire i dubbi sorti precedentemente; in merito, Cfr. G.SALATINO, *Le operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (merger leveraged buy-out)*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.3, vol.2, 2018, pag. 371 ss.

¹⁴⁰ Cfr. Trib. Milano, 13 Maggio 1999, in *Giuri.it*, pag.2105, 1999, con nota di Montalenti. In questo caso il Tribunale si era pronunciato circa i requisiti per determinare la liceità di un *merger leveraged buy out*; in modo particolare «*se il leveraged buy out, attuato attraverso il procedimento di fusione, è sorretto da un progetto industriale proiettato verso il futuro in un'attività compatibile e sinergica in grado di generare cash flow, non è configurabile un negozio in frode alla legge*».

contenga anche «*le ragioni che giustificano l'operazione e un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere*». Il legislatore disciplina l'operazione di *merger leveraged buy out*, ma la inquadra in uno schema procedimentale di fusione aggravato, come condizione di liceità. In termini pratici il procedimento aggravato deriva dall'intento di rafforzare la *disclosure* tramite la relazione che gli amministratori sono chiamati a redigere, premurandosi che sia fornita da parte di questi di un'adeguata e completa informazione; così, «*le ragioni che giustificano l'operazione*» su richiamate, sono un'esplicazione analitica dei motivi che hanno spinto questi soggetti a realizzare un'operazione *leveraged* di cui la fusione è solo un piccolo tassello procedimentale e la loro indicazione, rafforzata dalla valutazione di sostenibilità finanziaria dell'intera operazione, è finalizzata a «fornire elementi idonei che consentano-sempre attraverso la lente del canone di ragionevolezza-di escludere che la fusione abbia soltanto carattere predatorio»¹⁴¹. In questo caso, così come nella corrente di pensiero del Tribunale milanese, non si può asserire una liceità *a priori* dell'operazione, ma è necessario il rispetto di determinate condizioni, dalle quali emerga «un progetto industriale che rappresenti la base giustificativa dell'operazione»; si tratta di requisiti che, alla luce della riforma, devono essere valutati *ex ante* e non possono essere oggetto di giudizio dinanzi al giudice che deve sottrarsi da qualsiasi sindacato di merito dell'operazione¹⁴². Sulle orme della *business judgment rule* statunitense, la positività dell'operazione viene valutata alla stregua

¹⁴¹ Cfr. S.CERRATO, op.cit., pag. 583, che nota che «Il legislatore ha strutturato la norma in modo tale che l'insieme di informazioni fornite ai vari livelli (progetto, relazione degli amministratori, relazione dell'esperto, relazione del revisore legale dei conti) possa comporre un quadro esaustivo dei profili economici, finanziari ed anche-necessariamente-impresonditoriali dell'operazione nella sua interezza, permettendo un sindacato che giocoforza si focalizzerà(...) sulla bontà del *merger leveraged buy out* in termini di valutazione prognostica *ex ante* della ragionevolezza del piano di sostenibilità finanziaria e del piano industriale, delle ragioni dell'operazione e degli obiettivi, con tutto ciò che ne consegue anche sul versante della responsabilità dell'organo amministrativo, sia pure nei limiti della *business judgment rule*».

¹⁴² Questo elimina il rischio che si poteva creare all'epoca della giurisprudenza *Trenno*, dovendo i magistrati *ex post* sovrapporre il loro giudizio a quello che gli organi sociali avrebbero dovuto formulare nella fase precedente; questi erano chiamati a valutare la ragionevolezza economica dell'operazione, ingerendosi in decisioni esorbitanti le loro competenze.

della ragionevolezza del progetto di fusione da parte di un esperto, così sottraendo il risultato dell'operazione da valutazioni di merito effettuate dal giudice *ex post*.

Questo intervento normativo segna una svolta fondamentale, spostando il baricentro di tutta la questione sulla sostanza economica dell'operazione; questo si sposa pienamente con la natura dell'operazione di fusione, che in questo tipo di MBO si colloca nella fase finale dell'operazione e attua una sinergia operativa tra le due società¹⁴³.

Sulla stessa linea di pensiero si sono mantenuti i giudici del foro milanese nel 2008, che nel pronunciarsi in merito alla liceità di un *merger leveraged buy out*, fanno proprio l'intento del legislatore del 2003 di subordinare la liceità dell'operazione a un procedimento di fusione aggravato, cui fulcro, è la sussistenza di una pianificazione economica e finanziaria ragionevole, che confermi la neutralità dell'operazione di fusione alla luce dell'intera operazione¹⁴⁴.

In questo contesto riformato sembrerebbe aprirsi anche la possibilità per gli amministratori di porre in essere un MBO, nonostante il perdurante divieto di assistenza finanziaria di cui l'art. 2358 co.1; essendo l'intento del legislatore delegante quello di confermare la liceità di queste operazioni rispetto al suddetto divieto, se ne può dedurre che qualora gli amministratori decidano di realizzare un MBO, possano farlo, però nelle forme di un *merger leveraged buy out* che sia pianificato sulla base del procedimento aggravato dettato nell'art. 2501 *bis*.

Elemento centrale è il ruolo della pianificazione imprenditoriale che rende indiscusso il potere degli amministratori, nel compiere determinate operazioni straordinarie per la riorganizzazione della struttura societaria; inoltre per completezza

¹⁴³ In merito alla funzione economica della fusione, Cfr. M.C.DI MARTINO, op.cit., pag. 17 ss.

¹⁴⁴ Cfr. Trib. Milano, 27 Novembre 2008, in *Giustizia a Milano, 2008*, che nel distinguere i casi in cui l'operazione possa concretizzare un danno per i soci di minoranza e i creditori della target, testualmente afferma che: «...l'operazione è legittima se il progetto di fusione o gli altri documenti informativi depositati a corredo del progetto di fusione, contengono informazioni adeguate e attendibili circa la disponibilità delle risorse finanziarie necessarie a garantire la continuità dell'equilibrio finanziario della società target, e quindi il soddisfacimento della società risultante dalla fusione; se così non è, la fusione potrebbe rivelarsi fonte di danno per i soci di minoranza e i creditori della società target, il cui patrimonio potrebbe venire "asservito" al rimborso di un debito contratto per la sua acquisizione».

e coerenza, la riforma del 2003 interviene anche sul ruolo degli amministratori nell'ambito della *governance*, ridefinendo i ruoli e le responsabilità e prevedendo, tramite il nuovo art. 2380 *bis*, la gestione esclusiva dell'impresa in capo a questi ultimi.

In questo nuovo panorama assume rilievo anche il principio di "corretta gestione societaria e imprenditoriale", che seppur previsto nell'ambito dell'attività di direzione e coordinamento e oggetto di tutela da parte dell'attività di vigilanza del collegio sindacale, è anche principio cardine che pervade l'intero diritto societario italiano, che pone dei vincoli alla modalità di gestione degli amministratori, orientata verso la soluzione migliore per la realizzazione dell'interesse della società, inteso non solo come interesse dei soci alla realizzazione del loro investimento, ma interesse dell'intera organizzazione aziendale¹⁴⁵.

3.2 La caduta del divieto assoluto di assistenza finanziaria e i riflessi sulla diffusione del MBO

Nel 2008, la possibilità di sviluppo del MBO in Italia, subisce un'ulteriore spinta, grazie al d.lgs. n. 142/2008, in attuazione della direttiva 2006/68/CE. L'intento del legislatore comunitario, che emerge anche dai considerando della direttiva è quello di allentare il «dogma assoluto» del divieto di assistenza finanziaria, in modo tale da rendere la struttura proprietaria delle società più flessibile al cambiamento¹⁴⁶; in virtù

¹⁴⁵ Il principio di corretta gestione societaria e imprenditoriale trova esplicita enunciazione nell'art. 2497 c.c. che prescrive che «*Le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività e al valore della partecipazione, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società (...)*». In aggiunta, anche l'art. 2403 c.c. che disciplina i Doveri del Collegio Sindacale prevede che «*Il collegio sindacale vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto amministrativo e contabile adottato dalla società e dal suo concreto funzionamento*»; sebbene non ci sia un riferimento esplicito, questa prescrizione normativa è una parafrasi di questo principio di corretta gestione societaria.

¹⁴⁶ Dal quinto considerando della direttiva emerge che: «*gli stati dovrebbero avere la facoltà di autorizzare le società per azioni a concedere un'assistenza finanziaria per l'acquisizione delle loro azioni da parte di un terzo nei limiti delle riserve distribuibili, in modo da rafforzarne la flessibilità*

di ciò la concessione di assistenza finanziaria deve essere resa ammissibile, seppur subordinata al rispetto di requisiti procedurali e sostanziali, per la tutela dei soci e dei creditori.

Con la modifica dell'art. 2358 c.c. il legislatore nazionale fa fede agli obiettivi comunitari e riscrive la norma, in modo tale da permettere anche a un soggetto terzo o amministratore, che non sia dipendente della società, di ricevere prestiti o garanzia per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni, tramite il rispetto di determinate condizioni. La norma prevede condizioni di carattere quantitativo, quale il limite degli «*utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato*» e subordina l'autorizzazione dell'operazione all'approvazione dell'assemblea straordinaria; gli amministratori assumono un ruolo molto importante, per la predisposizione di una relazione, che descriva l'operazione sotto il profilo giuridico ed economico e indichi le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali che intendono raggiungere¹⁴⁷.

Nella nuova formulazione della norma rilevante è il co.5, che prevede la possibilità di concedere assistenza finanziaria agli amministratori della società o soggetti che agiscono per conto di questi; questa è una novità fondamentale per questa trattazione, poiché consente un utilizzo più ampio della operazione di MBO: al MBO praticato dai dirigenti *managers* della società, si affianca la possibilità di un MBO su iniziativa degli stessi amministratori della società *target*.

con riguardo ai cambiamenti nella struttura proprietaria. In considerazione dell'obiettivo della presente direttiva di tutelare gli interessi sia degli azionisti che dei terzi, il ricorso a questa possibilità dovrebbe essere subordinato a delle garanzie».

¹⁴⁷ In questo senso il co.3 dell'art.2358 c.c. prevede che «*gli amministratori della società predispongono una relazione che illustri, sotto il profilo giuridico ed economico, l'operazione, descrivendone le condizioni, evidenziando le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali che la giustificano, lo specifico interesse che l'operazione presenta per la società, i rischi che essa comporta per la liquidità e la solvibilità della società ed indicando il prezzo al quale il terzo acquisirà le azioni. Nella relazione gli amministratori attestano altresì che l'operazione ha luogo a condizioni di mercato, in particolare per quanto riguarda le garanzie prestate e il tasso di interesse praticato per il rimborso del finanziamento, e che il merito del credito della controparte è stato debitamente valutato. La relazione è depositata presso la sede della società durante i trenta giorni che precedono l'assemblea. Il verbale dell'assemblea, corredato della relazione degli amministratori, è depositato entro trenta giorni per l'iscrizione nel registro delle imprese».*

Accanto ai requisiti procedurali dei commi 2 e 3, il co.5 richiede che la relazione degli amministratori, contenga anche menzione de «*l'interesse della società*» e che questo sia realizzato al meglio dall'operazione; a differenza di quanto previsto dall'art. 23 *bis* della direttiva comunitaria, il nostro legislatore adotta un criterio più rigido, non limitandosi a richiedere una semplice compatibilità dell'operazione con l'interesse della società, ma la funzionalità di questa al perseguimento dell'interesse¹⁴⁸. Viene nuovamente in considerazione il concetto di “interesse della società” e problemi si pongono in merito al significato da attribuire a questo termine, dato che, anche su questo profilo, diversamente dal legislatore comunitario, il legislatore italiano non ha recepimento a pieno la direttiva, che all'art. 23 *bis* prevede la possibilità di dimostrare la realizzazione dell'interesse tramite idonee garanzie¹⁴⁹. La posizione peculiare degli amministratori promotori, nell'ambito della realizzazione di un MBO, richiede che questi, in virtù dell'art. 2391 c.c., diano notizia, nella fase che precede l'acquisizione del controllo della società, agli altri amministratori della società *target*, dell'interesse che hanno nell'operazione, per evitare di rispondere di eventuali danni nei confronti della società¹⁵⁰. In merito a quello che possa essere “l'interesse della società”, qualche suggerimento potrebbe ricavarsi dal nuovo comma dell'art. 2086 c.c., che pone in capo all'imprenditore che opera in forma societaria o collettiva, il dovere di predisporre un assetto societario che sia funzionale alla «*rilevazione tempestiva della crisi di impresa e della perdita della continuità aziendale*»; e l'inserimento di un comma *ad hoc* che annoveri tra i doveri degli amministratori il mantenimento della continuità aziendale e la prevenzione della crisi, permette una rivalutazione di quello che è

¹⁴⁸ L'articolo 23 *bis* subordina la concessione di assistenza finanziaria al fatto che l'operazione «*non sia contraria al miglior interesse della società*».

¹⁴⁹ Il co.5 dell'art.2358 è scritto come segue: «*qualora la società accordi prestiti o fornisca garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie a singoli amministratori della società o della controllante o alla stessa controllante ovvero a terzi che agiscono in nome proprio e per conto dei predetti soggetti, la relazione di cui al terzo comma attesta altresì che l'operazione realizza al meglio l'interesse della società*».

¹⁵⁰ La norma fa riferimento a qualsiasi interesse, che non necessariamente deve essere in conflitto con quello della società. il Co.1 dell'art.2391 prevede che «*L'amministratore deve dare notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale di qualsiasi interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata...*»

l'interesse societario di cui questi sono garanti, anche alla luce del principio di continuità aziendale¹⁵¹.

Queste considerazioni permettono di colorare la figura degli amministratori di toni più caldi, poiché, se sulla base dell'art. 2380 *bis*, la gestione dell'impresa spetta esclusivamente a questi soggetti, purché funzionale al mantenimento della continuità aziendale e la prevenzione della crisi, questi ultimi saranno portati a assumere tutte le determinazioni necessarie per il perseguimento di questo interesse, anche qualora sia necessaria una riorganizzazione degli assetti proprietari, tramite una operazione di *management buy out*.

3.3 Rapporto tra gli articoli 2501 bis e il 2358 c.c.

L'ultimo comma dell'articolo 2358 c.c. fa «*salvo quanto previsto dagli artt. 2391 bis e 2501 bis*» e questo richiamo alla disciplina del *merger leveraged buy out* solleva diversi dubbi in merito al rapporto tra le due norme. Tra le varie opinioni sviluppatesi a riguardo, quella della dottrina maggioritaria ritiene che il procedimento per la realizzazione di un *merger leveraged buy out* debba attenersi a una lettura combinata delle due norme¹⁵². Questa considerazione si ricava sia dall'art. 23 della legge delega di recepimento della direttiva comunitaria e sia dall'art. 2358 che fanno riferimento esplicito all'art. 2501 *bis*¹⁵³; questo richiamo infatti, conferma la natura di operazione

¹⁵¹ Il principio di continuità aziendale, è un principio contabile, che nell'ordinamento italiano si rinviene per la prima volta nelle norme di redazione di bilancio, ex art. 2423 bis; si tratta di un principio che viene fatto rientrare nelle caratteristiche proprie dell'economicità e dell'organizzazione d'impresa, presupposto affinché l'azienda possa continuare ad operare in futuro.

¹⁵² In questo senso, Cfr. A.S.CERRATO, *Le operazioni di leveraged buy out*, in COTTINO G., *Trattato di diritto commerciale*, vol.5, tomo II, CEDAM, 2011, pag. 573, secondo cui, nei casi di LBO in cui il finanziamento provenga direttamente dalla *target* si applicano le condizioni sostanziali e procedurali dell'art. 2358 c.c. Vedi anche G.SALATINO, *op.cit.*, pag. 376, secondo cui tra le varie opinioni è più opportuno che prevalga quella in linea con la normativa comunitaria; in questo caso l'opinione che prevede l'applicazione congiunta delle norme è quella più in linea con l'intento del legislatore europeo di prevedere delle eccezioni al divieto di assistenza finanziaria, purché soggette alle condizioni procedurali e sostanziali previste dalla legge.

¹⁵³ L'art. 23 lett. d) della l. 25 Febbraio 2008 n.34 nella delega al Governo, prevede che nel recepimento della direttiva comunitaria 2006/68/CE, si debba «*consentire che le società anticipino fondi, accordino prestiti, forniscano garanzie per l'acquisto di proprie azioni da parte di un terzo o per la sottoscrizione da parte di un terzo di azioni emesse nel quadro di un aumento di capitale alle condizioni indicate all'articolo 23, para.1 e all'art. 23 bis della direttiva 77/91/CEE, come modificata*

di assistenza finanziaria del *merger leveraged buy out*, a cui non solo si applicano le regole di fusione aggravata, ma anche le condizioni procedurali e sostanziali della disciplina generale¹⁵⁴.

Il coordinamento tra le due procedure, non pone problemi in termini teorici, poiché in entrambi i casi è necessaria una relazione da parte degli amministratori e il contenuto della relazione di cui il co.3 dell'art. 2358 potrà essere fatto confluire nella relazione in sede di fusione, dato che solo in seguito alla confusione dei due patrimoni tra la società newco e la *target*, si produrrà l'effetto traslativo del debito¹⁵⁵. Dal punto di vista sostanziale invece, l'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite, limitato agli utili distribuibili e le riserve disponibili sulla base dell'ultimo bilancio approvato, verrà calcolato sulla base del bilancio della società risultante dalla fusione, ai sensi dell'art. 2504 bis co.4¹⁵⁶. Una considerazione può essere fatta a proposito, dal momento che considerando il *management buy out* come una fattispecie di operazione di assistenza finanziaria, viste le condizioni cui l'art. 2358 c.c. subordina la loro realizzazione, si giungerebbe con difficoltà ad affermare la legittimità di questo istituto, poiché la *traslatio* dell'indebitamento sul patrimonio della società risultante l'operazione di fusione è inevitabile e inevitabile è l'erosione patrimoniale che questo comporta. È molto difficile quindi che un MBO possa essere considerato legittimo alla luce di queste risultanze, poiché il «*limite*

dalla direttiva 2006/68/CE, mantenendo la deroga di cui all'articolo 2358, co.3 del codice civile e confermando altresì la disciplina della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento di cui all'articolo 2501 bis c.c.»

¹⁵⁴ Cfr. G.SALATINO, op.cit., pag. 376, secondo cui «il legislatore, nel disciplinare le modalità di assistenza finanziaria lecite, ha fatto espressa menzione dell'art. 2501 bis c.c., sta a significare, che le operazioni di *merger leveraged buy-out* sono da considerarsi, nel nostro ordinamento, una volta per tutte, una forma di assistenza finanziaria». A supporto della sua tesi l'autore menziona la locuzione «*direttamente o indirettamente*», utilizzata dal legislatore nella formulazione del testo dell'art. 2358 c.c. che permette l'applicazione di questa procedura a molteplici situazioni.

¹⁵⁵ Oltre tutto, l'operazione di assistenza finanziaria trova la sua ragion d'essere e giustificazione proprio nella realizzazione dell'operazione di fusione; la relazione di fusione deve giustificare il progetto «*sotto il profilo giuridico ed economico*», e nell'analisi da parte degli amministratori questi devono tener conto anche dell'assistenza finanziaria che la *target*, indirettamente, concede alla *newco*, poiché è un mezzo per il sostenimento del progetto di fusione.

¹⁵⁶ Cfr. G.SALATINO, op.cit., pag. 377, secondo cui qualora si faccia riferimento al bilancio della società *target* prima della fusione, non si ha una considerazione esatta del patrimonio della *target* utilizzato per il pagamento del debito, poiché questa risponderà del debito solo al momento della fusione, dopo che si attua una confusione patrimoniale con la società veicolo.

degli utili distribuibili e delle riserve disponibili» prescritto dal co.6 dell'art. 2358 c.c. se parametrato sulla base di quanto emerge dal bilancio della società risultante un procedimento *ex art.2501bis*, sarebbe irrisorio, non avendo questa un'eccedenza di capitale su cui operare.

Quali argomenti *a contrario* potrebbero essere utilizzati per asserire la legittimità di un'operazione di tal genere? Quanto sopra considerato, sebbene frutto di quello che è l'orientamento prevalente in dottrina, non pare giocare a favore dell'utilizzo di operazioni di *management buy out* attuate tramite il procedimento di cui l'art. 2501 *bis*. Una prima idea potrebbe essere quella di escludere qualsiasi parallelismo tra le due operazioni, sulla base del principio *lex specialis derogat lex generalis*¹⁵⁷; sulla base di ciò richiamando l'opinione della dottrina minoritaria, condivisa anche dalla giurisprudenza del foro milanese, le operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento non ricadrebbero nell'alveo delle operazioni di assistenza finanziaria, trovando una loro vita propria e pieno riconoscimento nella disciplina codicistica¹⁵⁸. Nonostante tutto l'allineamento con quest'ultimo filone non è

¹⁵⁷ Questo sarebbe supportato da dottrina minoritaria che esclude la fattispecie di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento dal campo di applicazione dell'art. 2358 c.c. Cfr. MAFFEI ALBERTI, *Art. 2358 c.c.*, in *Commentario breve al Diritto Societario*, op.cit., pag. 494, che riporta questa divisione ermeneutica sviluppatasi in dottrina «tra chi ritiene che la clausola di salvezza venga ad escludere la fattispecie della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento dal campo di applicazione dell'art. 2358 e chi invece pur riconoscendo il carattere speciale della norma *ex art. 2501 bis* ne propone l'integrazione con la disciplina sostanziale dell'art. 2358 c.c.». Tra la dottrina minoritaria, Cfr. R. ANNARATONE, *Altre operazioni sulle proprie azioni*, in *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie*, (a cura di) N. DE LUCA, in *Le nuove leggi civili commentate*, I, 2009, pag. 454 ss., secondo cui «La clausola di salvezza sembrerebbe evidenziare l'estraneità della fattispecie della fusione con indebitamento rispetto alla nuova ipotesi di assistenza finanziaria eccezionalmente consentita, restando ferme nella prima ipotesi le diverse cautele procedurali previste dall'art. 2501 *bis* per tutelare gli interessi coinvolti». Cfr. M.S.SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie ed assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, pag. 75, che statuisce che «(...) le condizioni dettate dalla direttiva 2006/68/CE e recepite nel testo dell'art. 2358 non sembrano attagliarsi alle operazioni di MLBO, ma solo ad operazioni nelle quali ci sia una prestazione di prestito e garanzia da parte della società bersaglio».

¹⁵⁸ Cfr. G.SALATINO, op.cit., pag. 378 ss., che afferma che «la giurisprudenza che si è sviluppata dopo la riforma del 2003, anche quella più recente, invece, sembra aver messo una pietra tombale sulla questione dei rapporti *merger leveraged buy-out* e assistenza finanziaria. All'esito dell'inserimento nel nostro ordinamento dell'art. 2501 *bis* c.c. il tema sembra essere risolto: le operazioni di *merger leveraged buy-out* dovrebbero essere valutate solo sulla base del paradigma legislativo di cui alla predetta disposizione». In modo particolare Cfr. Trib. Milano 11 Novembre 2016 in cui si afferma che l'operazione di LBO «ha trovato riconoscimento nell'ordinamento giuridico italiano con

funzionale di per sé a chiarire i dubbi in merito la natura dell'operazione di *merger leveraged buy out* ed anzi accende ulteriormente il dibattito. Un secondo argomento allora, basandosi sulla non completa armonizzazione del diritto societario e il diritto europeo, si fonda sulla eludibilità dell'art. 23 della seconda direttiva comunitaria che ha introdotto la disciplina del divieto di operazioni di assistenza finanziaria, qualora sussista una accurata pianificazione dell'operazione che può avvenire a livello di singola società¹⁵⁹. L'articolo 2358 c.c. non può essere visto come la manifestazione del legislatore comunitario di voler porre un freno alle operazioni di *merger leveraged buy-out*, essendo queste funzionali al ricambio dei poteri nella *governance* e all'accrescimento della «contendibilità del mercato di controllo delle società»¹⁶⁰.

Proprio dalla differenza di *ratio* sottesa le due norme, riterrei opportuno si parta, per poter asserire la legittimità delle operazioni di *management buy-out* anche qualora il patrimonio della società risultante da quest'ultima operazione presenti delle perdite. La motivazione principale che aveva condotto il legislatore comunitario a introdurre l'art. 23 e il divieto di assistenza finanziaria, risiedeva nell'esigenza di tutelare l'integrità del capitale sociale ; in seguito, la modifica della direttiva nel 2006 e

l'introduzione dell'art. 2501bis c.c. che detta una disciplina ad hoc per le fusioni a seguito di acquisizione con indebitamento, caratterizzate dalla presenza di una società che ha contratto debiti per acquisire il controllo di un'altra società, il cui patrimonio, per effetto della fusione, viene a costituire garanzia generica e/o fonte di rimborso di detti debiti». Nello stesso senso, Cfr. Trib. Di Milano 3 Novembre 2016.

¹⁵⁹ Il riferimento va all'art. 23 della direttiva 77/91/CEE che al co.1 afferma perentoriamente che «Una società non può anticipare fondi, né accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisizione delle sue azioni da parte di un terzo». In questo senso, rimando a L.ENRIQUES, *L'irrilevanza del diritto comunitario derivato in materia di società*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, II, 2005, pag. 389, che afferma come «Nel nostro contesto la pianificazione può avere luogo sia a livello di singola società e sia a livello di Stato Membro sia a entrambi i livelli. Nel primo caso quando i privati hanno cura di progettare le proprie operazioni così da evitare l'applicazione di una data regola; nel secondo caso, quando la pianificazione viene fatta nella fase di attuazione delle misure comunitarie in virtù di scelte che possono essere consapevoli o meno(...)L'art. 23 della seconda direttiva è forse l'esempio più eclatante di regola di diritto societario comunitario eludibile(...)».

¹⁶⁰ In questo senso Cfr. M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose*, op.cit., pag. 248 ss., che rileva come «In Europa il *leveraged buy-out* conta per il 65% dell'ammontare complessivamente investito in *private equity e venture capital*: segno evidente dell'importanza del nostro istituto ai fini della contendibilità del mercato del controllo delle società (...) Posto che indebitarsi per investire è fisiologico, ed è fisiologico anche rimborsare il finanziamento con i proventi dell'investimento, la *ratio* dell'art. 2358 c.c. non può essere quella di ostacolare o di impedire l'investimento e il finanziamento nell'acquisto dello specifico bene produttivo costituito dal pacchetto di controllo delle società azionarie(...)».

l'introduzione di un art. 23 *bis* che prevede degli allentamenti al divieto, prima assoluto, di assistenza finanziaria, sono a dimostrazione della concretizzazione di esigenze ulteriori da tutelare, tramite la ricerca di un equilibrio tra la solidità strutturale del capitale della società, a garanzia dell'investimento dei soci ed necessità impellenti di ricambio dell'assetto proprietario¹⁶¹. Sicuramente quest'ultima è anche la *ratio* che soggiace dietro l'introduzione nel nostro ordinamento dell'art. 2501 *bis* del codice civile che, nel procedimentalizzare le "operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento", adotta una concezione del patrimonio della società in una dimensione dinamica, valutandone la solidità sulla base della sua idoneità a generare ricchezza futura(v. *infra* §4.3). La norma è il frutto del recepimento da parte del nostro legislatore del principio secondo cui l'indebitamento non è sempre lesivo di per sé per l'impresa, se non per quel che riguarda l'uso che ne viene fatto nell'attività di impresa; alla stregua di quanto affermato a livello giurisprudenziale, la legittimità dell'operazione deve essere valutata tenendo conto della «*verifica del rispetto degli interessi meritevoli di protezione che da tale operazione possono subire ingiusto pregiudizio*», interessi che la disciplina codicistica si propone di tutelare tramite un procedimento di *disclosure*, funzionale a garantire la trasparenza e la possibilità per i creditori di esercitare il loro diritto di opposizione¹⁶².

¹⁶¹ La finalità emerge dal considerando n.5 della direttiva 2006/68/CE, secondo cui:«*Le società per azioni devono poter concedere un aiuto finanziario per l'acquisizione delle azioni da parte di un terzo nei limiti delle riserve distribuibili, in modo da rafforzare la flessibilità rispetto ai cambiamenti riguardanti la proprietà del capitale sociale. In considerazione dell'obiettivo della direttiva di tutelare sia gli interessi degli azionisti che dei terzi, il ricorso a questa possibilità deve essere subordinato ad opportune misure di salvaguardia*».

¹⁶² Cfr. Trib. Di Milano del 27 Novembre 2008. Cfr. C.CINCOTTI, op.cit., pag. 641, che precisa che «In tal senso, l'eventuale violazione materiale dell'art. 2501 *bis*, intesa come assenza dei documenti richiesti, comporta un vizio del procedimento sanzionabile attraverso l'impugnazione della delibera (...) è peraltro evidente che la mera predisposizione dei documenti richiesti dall'art. 2501 *bis*, pur ove giudicati affidabili dall'esperto e dalla società di revisione, non vale certo a sancire la validità di operazione di MLBO qualunque sia il contenuto dei documenti stessi».

3.4 L'operatività del MBO nelle s.r.l.

La situazione delle s.r.l. è diversa, poiché al di là dell'operatività anche per queste dell'art. 2501 *bis*, opera un divieto assoluto in materia di operazioni sulle proprie azioni. Prima dell'introduzione del nuovo art. 2358 c.c., si poteva ritenere l'applicabilità del 2501 *bis* indistintamente, dovendo ora accogliersi l'opinione di chi ritiene sussista la possibilità di ricorrere all'operazione solo qualora la società *target* sia una S.p.a., poiché nel caso in cui sia una s.r.l. trova applicazione l'art. 2474 c.c. che prevede per queste ultime (al contrario del corrispondente art. 2358 c.c. per le s.p.a.) un divieto assoluto su tutte le operazioni sulle proprie azioni e quindi anche il *merger leveraged buy out*¹⁶³.

L'art. 2474 c.c. prevede che «*in nessun caso la società può acquistare o accettare in garanzia partecipazioni proprie, ovvero accordare prestiti o fornire garanzia per il loro acquisto o la loro sottoscrizione*». Un recente intervento normativo apportato all'art. 26 del d.l. n.179 del 2012, come modificato dal d.l. n.50 del 2017 ha smorzato questo divieto, prevedendo che per le s.r.l. che siano PMI non trova applicazione il divieto di assistenza finanziaria, qualora le operazioni siano compiute «*in attuazione di piani di incentivazione che prevedono l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali*». In questo contesto trovano legittimazione le operazioni di *management buy out* nelle PMI che operano sotto forma di s.r.l., poiché pur avvenendo l'acquisizione da parte di società veicolo, nella fase finale la titolarità cadrà in capo ai soggetti promotori l'operazione (amministratori o dipendenti della PMI); per quel che riguarda il *merger leveraged buy out* nulla è previsto dalla presente legge e in questi casi potrebbe accogliersi, la soluzione proposta da parte

¹⁶³ In questo senso, G.SALATINO, op.cit., pag. 380 ss., che ritiene che pur non essendo l'art. 2358 c.c. applicabile alle s.r.l., «ha comunque un forte impatto interpretativo», estendendo la portata anche alle sr.l. partendo da questa premessa, e avendo compreso la natura di operazione di assistenza finanziaria del *merger leveraged buy out*, mentre nel caso di S.p.a. trova applicazione l'art. 2358, per le s.r.l. si applica l'art. 2474 c.c.

della dottrina, di poter utilizzare un *merger leveraged buy out* con *target* una s.r.l., solo qualora la società risultante dalla fusione sia una S.p.a.¹⁶⁴.

4. Profili strutturali dell'operazione di MBO: l'indebitamento

Dal punto di vista strutturale tutte le operazioni di LBO si realizzano tramite il ricorso alla leva finanziaria e qui il debito non è più trattato come un elemento patologico, ma elemento fisiologico, finalizzato alla creazione di ricchezza¹⁶⁵.

Il *leveraged buy out* è definito come operazione di «acquisizione a debito», per la cui realizzazione si ricorre prevalentemente a capitale ottenuto a titolo di credito piuttosto che al capitale interno della società¹⁶⁶; contestualmente all'acquisizione del controllo, la società *newco* concede in garanzia le azioni della società acquisita e successivamente alla fusione con questa, la garanzia viene costituita sui beni della società risultante dalla fusione.

Il reperimento del capitale di credito di finanziatori esterni avviene tramite l'operazione di *leveraged financing*; la società veicolo è uno strumento tramite il quale vengono costituite garanzie reali a favore dei finanziatori esterni, che ricevono una tutela rafforzata, che consente di separare il destino del capitale di credito fornito da questi soggetti dalle incerte sorti del capitale di rischio della società, legato all'andamento della sua attività.

¹⁶⁴ *Ivi*, pag. 381, che sottolinea che l'applicazione dell'art. 2358 c.c. o dell'art. 2474 c.c. non dipende dalla forma della società *target*, ma da quella adottata dalla società risultante dalla fusione; essendo solo quest'ultima a pagare il debito e a prestare assistenza finanziaria alla *newco*. Qualora questa assuma la forma di una S.p.a., allora non ci saranno dubbi circa l'applicabilità dell'art. 2358 c.c., mentre negli altri casi non si potrà procedere all'operazione di *merger leveraged buy out*, operando il divieto di cui l'art. 2474 c.c.

¹⁶⁵ Cfr. S.CERRATO, op. cit. pag. 528 ss., che riporta l'opinione dell'illustre Guido Rossi, in merito alla potenzialità del debito nel LBO, che passa da «mera posizione passiva del rapporto obbligatorio» a «uno strumento di creazione di ricchezza».

¹⁶⁶ Cfr. P.CARRIERE, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Rivista delle società*, fasc.5, 2003, pag. 998, che annovera le operazioni di LBO tra quelle di *leveraged financing* «che ruotano attorno al concetto di sfruttamento ottimale della leva finanziaria del soggetto finanziato, intendendosi con ciò lo sfruttamento delle capacità di indebitamento dello stesso nella ricerca del rapporto più efficiente tra capitale di rischio e capitale di credito (*leverage ratio*)».

Il *leveraged buy out* costituisce terreno fertile per questa modalità di finanziamento, dato che senza la costituzione di una società veicolo *ad hoc* a garanzia del credito, difficilmente le banche sarebbero disposte a finanziare l'operazione.

Questa impostazione si mostra anche coerente alla luce dell'utilizzo delle operazioni straordinarie nella fase di crisi di un'impresa, poiché l'esaltazione del valore in divenire di un'impresa in crisi può aver luogo solo tramite l'apporto di risorse finanziarie esterne, che sopperendo alla carenza patrimoniale presente, verranno ripagate dalle produttività futura dell'impresa.

Sia nel caso in cui si abbia a che fare con un *merger management buy out* e sia nel caso in cui ci sia *management buy out* puro, si ha un indebitamento e la conseguente traslazione del costo dell'acquisizione sul patrimonio della società acquisita¹⁶⁷. Sebbene in termini di effetto economico il risultato sia lo stesso, l'elemento di distinguo che ha fatto optare il legislatore nazionale per una disciplina *ad hoc* in materia di "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento" è la natura della stessa fusione, che è operazione del tutto neutra rispetto all'indebitamento assunto a monte per l'acquisizione della società *target* e questo la rende strumento adattabile anche in situazioni estreme, quali quelle di crisi, ma allo stesso modo di facile abuso.

4.1 La natura dell'indebitamento

In relazione alla natura dell'indebitamento la norma in questione lascia ampia libertà in merito ai soggetti titolari dell'operazione e le modalità di circolazione del credito; l'indebitamento può essere contratto in qualsiasi forma e nonostante il fatto che molto spesso si ricorra a contratti di finanziamento sottoscritti tra la società *newco* e un investitore professionale¹⁶⁸, parte della dottrina ritiene che l'indebitamento

¹⁶⁷ Cfr. P. MONTALENTI ,op.cit., pag. 21, che afferma come dal punto di vista dell'effetto economico tutte le tipologie di *leveraged buy out* abbiano lo stesso effetto; l'autore richiama anche quanto detto dalla dottrina statunitense in merito, con l'espressione «*whatever its form, a leveraged buy out reduces the assets available to general creditors of the corporation*».

¹⁶⁸ Il contratto di finanziamento è la forma prediletta per la realizzazione del finanziamento, dato che definisce in maniera chiara i profili della relazione tra il soggetto acquirente (la società *newco*) e i finanziatori; nell'ambito di questo contratto tramite opportune clausole contrattuali vengono predisposte *assumptions* economico-finanziarie e *covenants* e *warranties* il cui mancato rispetto può

rilevante ai fini dell'applicazione della norma in questione sia integrato in ogni momento in cui siano messe a disposizione della realizzazione dell'operazione, somme a vario titolo che andranno a incidere sul patrimonio della società risultante dalla fusione ¹⁶⁹.

Il legislatore non pone limitazioni in merito alla fonte di capitalizzazione, potendo questo derivare sia da un finanziatore istituzionale sia da un soggetto privato o tramite l'utilizzo di strumenti finanziari partecipativi (art. 2346 co.6)¹⁷⁰. I contratti di finanziamento e gli strumenti finanziari partecipativi permettono al soggetto terzo finanziatore la possibilità di monitorare l'andamento delle singole fasi dell'operazione; nel primo caso l'obiettivo è raggiunto tramite l'inserimento di clausole contrattuali che prevedono vincoli di carattere gestionale e condizioni di risoluzione del contratto al verificarsi di determinati episodi di *mala gestio*, esemplificativi dell'incapacità dei debitori della società acquirente di rimborsare il debito; per quel che riguarda gli strumenti finanziari partecipativi, questi offrono ai titolari una forma di compartecipazione, seppur ibrida, nella *governance* della società, esercitabile tramite diritti amministrativi e patrimoniali che consentono ai terzi di ingerirsi nella gestione della società e esercitare il controllo tramite la nomina

essere causa di risoluzione del contratto o di recesso. Per una dettagliata analisi circa le modalità di svolgimento del finanziamento nel *leveraged financing*, Cfr. P.CARRIERE, op.cit., pag. 1005 ss. che analizza le caratteristiche dell'operazione.

¹⁶⁹ In questo senso Cfr., G.SALATINO, op.cit., pag. 382, che elenca a titolo esemplificativo molteplici forme di indebitamento tra cui l'emissione di obbligazioni, di strumenti finanziari partecipati, la rinegoziazione dei crediti, il finanziamento da parte dei soci della società *newco*. Cfr. D.GALLETTI, *Leveraged buy out e interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 3, vo.1, 2008, pag. 438 ss., secondo cui è irrilevante ai fini della delimitazione della fattispecie di indebitamento, tener conto di definizioni tecnico-giuridiche; secondo l'autore la nozione deve essere ricercata tramite un'analisi funzionale della norma non potendo così trascurarsi il secondo elemento caratterizzante la fattispecie del 2501 *bis*, quale l'acquisizione del controllo della società *target*.

¹⁷⁰ Il legislatore, infatti, non risulta essere molto chiaro e nel testo dell'art. 2501 *bis* utilizza l'espressione generica di «*debiti per acquisire il controllo*». Cfr. G.SALATINO, op.cit., pag. 382 ss. per un'analisi dettagliata in merito all'indebitamento per la realizzazione dell'operazione; l'autore afferma che non ci sono vincoli alle forme dell'indebitamento, affermando che «ai fini dell'applicazione dell'art. 2501 *bis* c.c. la nozione di indebitamento rilevante è integrata anche in tutti quei casi in cui, nel contesto dell'operazione di *merger leveraged buy-out*, vi sia ad esempio l'emissione di obbligazioni, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi di cui l'art. 2346 co.6 c.c., la rinegoziazione di un rapporto di credito preesistente...».

dei componenti dell'organo amministrativo e di controllo¹⁷¹. Una delle forme principali tramite cui avviene l'indebitamento nelle operazioni di *management buy out* è l'attività di private equity, che diversamente da questi strumenti su menzionati, attua una compartecipazione dei soggetti finanziatori al capitale di rischio della società (v. *infra* §5).

4.2 Il rapporto di causalità tra l'indebitamento e l'acquisizione del controllo

A prescindere dalle modalità dell'indebitamento, in ogni forma questo si realizzi, ciò che conta ai fini dell'applicabilità del 2501 *bis* è che questo trovi causa nell'acquisizione del controllo della società *target*¹⁷². Sebbene questa lettura emerga anche dal dato letterale della norma¹⁷³, la stretta causalità tra l'indebitamento e l'acquisizione di controllo, ne indebolirebbe la portata e la renderebbe facile preda di abusi, qualora il finanziamento sia richiesto in una fase successiva alla fusione, direttamente in capo alla società risultante dall'operazione. In conseguenza di ciò, altra parte della dottrina si orienta verso un'interpretazione estensiva della disposizione, ritenendola applicabile anche nei casi in cui l'acquisizione della società avviene in forma autonoma e il finanziamento viene erogato solo successivamente

¹⁷¹ Il riferimento va a quanto previsto dall'art. 2351 ultimo comma, ai sensi del quale «*gli strumenti finanziari partecipativi di cui il co.6 di art.2346, possono essere dotati di diritto di voto su argomenti specificamente individuati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo le modalità previste dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco*».

¹⁷² Cfr., L.ARDIZZONE, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento. Commento all'art. 2501 bis*, in *Commentario alla riforma del diritto delle società*, diretto da P.MARCHETTI, A.BIANCHI, F.GHEZZI, M.NOTARI, *Trasformazione, Fusione e Scissione (artt.2498-2506-quater c.c.)*, a cura di L.A.BIANCHI, Giuffrè, 2006, pag. 484, che afferma che «risulta sufficiente che la società *raider* si indebiti per poter acquisire il controllo della società *target*». Questa tesi è stata anche riconfermata più di recente a livello giurisprudenziale, Cfr. Tribunale di Milano, 14 Agosto 2015, in *Archivio De Jure*, che analizza l'ambito di applicabilità del 2501 *bis* e statuisce che «*detto articolo non abbia ad oggetto la disciplina di qualunque fattispecie di fusione con indebitamento, ma solo quelle mediante le quali un soggetto mira ad ottenere un controllo, non disponendone dunque in precedenza di una società*».

¹⁷³ Cfr. co.1 art. 2501-bis, ai sensi del quale la disciplina speciale si applica «*nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra ...*».

l'acquisizione del controllo, in capo alla società acquisita, ai fini dello svolgimento della normale attività di impresa¹⁷⁴.

4.3 L'ammontare dell'indebitamento

In relazione all'aspetto quantitativo dell'indebitamento, nella formulazione della norma in questione il legislatore non pone dei limiti espressi, ma funzionalizza il patrimonio della società *target* a «*garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti*». La stretta correlazione tra il debito e le capacità patrimoniali della società acquisita è frutto di una lettura restrittiva della norma, volto a mettere in luce l'intento della legge delega di colpire unicamente quelle valutazioni azzardate effettuate dagli amministratori delle società *newco*, che basano la fattibilità economica dell'operazione non sulla solidità economica, patrimoniale e finanziaria che potrà essere prodotta in seguito all'effetto sinergico della fusione, ma sul *cash flow* che la società acquisita è in grado di produrre¹⁷⁵.

In merito all'ammontare del debito in esecuzione di un'operazione di *merger leveraged buy out*, si deve tener conto anche di quanto previsto dall'art. 2358 c.c., che ai fini della tutela dell'integrità del capitale legale, riconduce agli *utili distribuibili e le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio*, il limite massimo per il quale il patrimonio della società *target* può fungere da garanzia per il

¹⁷⁴ In questo senso Cfr. G.SALATINO, op.cit., pag. 384, secondo cui «...bisogna infatti ricordare che l'acquisizione del controllo è uno *step* intermedio dell'operazione, è un mezzo, non il fine». Cfr. anche D.GALLETTI, op.cit., pag. 440, «...soltanto nel caso ove il finanziatore finanzia la società in modo autonomo, valutandone esclusivamente il rischio di credito specifico, a prescindere dall'operazione di LBO da cui è scaturito l'acquisto, non vi sarà motivo per discutere dell'applicazione dell'art. 2501 *bis*». In tutti gli altri casi secondo l'autore, «...il finanziamento successivo dell'attività corrente imporrà l'applicazione della norma ove esso sia pianificato sin dall'inizio come ricorso all'indebitamento necessario per completare l'operazione...».

¹⁷⁵ Per un'analisi dettagliata delle due letture della norma, Cfr. L.ARDIZZONE, op.cit., pag. 482 ss., che giustifica una lettura restrittiva della norma sulla base della stessa esistenza di una norma *ad hoc* per questa tipologia di operazioni; diversamente opinando tutte le operazioni di fusione ricadrebbero nello schema procedimentale del 2501 *bis*, dato che nella prassi molto spesso, anche società acquirenti con consistenti mezzi propri ricorrono spesso al capitale di credito esterno. Cfr. D.GALLETTI, op.cit., pag. 439, che ai fini della giustificazione della letteratura restrittiva dell'ambito di applicabilità dell'art. 2501 *bis*, fa vertere l'esame del finanziamento sulla funzione economica, escludendo le situazioni in cui quest'ultimo sia stato richiesto dalla società acquirente sulla base dei «normali canoni imprenditoriali».

pagamento del debito¹⁷⁶; questo è unicamente un limite all'ammontare di debito rimborsabile da parte della società *target*, non costituisce però un limite quantitativo al debito contraibile per l'esecuzione dell'operazione, rimanendo questo ancorato alle capacità prospettiche della società risultante dalla fusione. Le risorse finanziarie che gli amministratori devono indicare nel progetto di fusione per il pagamento dei debiti contratti per la realizzazione dell'operazione dell'art. 2501 *bis*, sono quelle «previste» e quindi sia quelle esistenti nel patrimonio della società *target* al momento dell'operazione sia la liquidità derivante dalla cessione di alcuni *assets* aziendali, che gli amministratori, in seguito all'operazione si propongono di vendere, sia i risultati futuri dell'impresa; in modo particolare deve essere valutata la sostenibilità dell'operazione nel lungo periodo, che non si basa solo sulla posizione finanziaria netta della società, essendo alquanto arduo che questa riesca a ripagare tutti i debiti assunti¹⁷⁷.

5. I fondi di *Private Equity*

L'operazione di MBO ha una struttura articolata, composta da un mix di capitale proprio e di capitale di credito.

La ragione del successo di queste operazioni e del loro utilizzo anche nelle fasi di crisi di impresa, risiede proprio nella possibilità di affrontare un elevato livello di indebitamento agendo sul capitale di rischio della società, piuttosto che tramite fonti di indebitamento esterne.

¹⁷⁶ Il fine della norma, oltre che essere desunto dall'intenzione del legislatore europeo, può essere compreso alla luce della identica formulazione che l'art. 2358 adotta rispetto all'art. 2433 in materia di distribuzione degli utili ai soci; quest'ultimo prevede infatti che «*Non possono essere pagati dividendi sulle azioni, se non per utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio regolarmente approvato*».

¹⁷⁷ Cfr. C.CINCOTTI, *Merger leveraged buy-out, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'indebitamento*, in *Rivista delle società*, 2011, pag. 635 ss. che conferma quanto detto, dal momento che sottolinea come «le risorse finanziarie con cui far fronte a queste obbligazioni possono derivare in primo luogo da risorse esistenti nel patrimonio della società *target*, ossia della cd. posizione finanziaria netta, intesa come differenza tra debiti finanziari, da un lato, e attività liquide e crediti finanziari dall'altro lato». Cfr. F.SUPERTI FURGA, *Il merger leveraged buy-out nella prospettiva di riforma del diritto societario*, in *Riv. dott. Comm.*, 2005, 1025, che ritiene che sia abbastanza difficile che la posizione finanziaria netta di una società risultante dalla fusione sia da sola sufficiente per il pagamento dei debiti contratti per la realizzazione dell'operazione.

Con il termine *private equity* (PE) si fa riferimento a un'attività di investimento nel capitale di rischio di società non quotate da parte di investitori istituzionali e privati; sono operazioni peculiari per la loro struttura, poiché il finanziamento della società avviene sotto forma di acquisizione e sottoscrizione della partecipazione e il coinvolgimento degli investitori di PE nella *governance* societaria¹⁷⁸.

Nella terminologia comune l'attività di *private equity* si distingue in *private equity e venture capital*: quest'ultima si ricollega alle prime fasi di sviluppo dell'impresa, per il finanziamento di interventi di sostenimento dell'avvio di attività; mentre, con la seconda si fa riferimento a investimenti nel capitale di rischio di società che si trovano in una fase già matura, per la realizzazione di interventi di espansione del capitale, di ricambio proprietario o di risanamento¹⁷⁹.

In Italia l'attività di PE si sviluppa a partire dal 1986 con la nascita dell'AIFI (Associazione italiana di *private equity e venture capital*) e l'emanazione, nell'anno successivo, da parte della Banca d'Italia, di una circolare che abilita le aziende di credito allo svolgimento di attività di investimento nel capitale di rischio di società¹⁸⁰. L'attività di PE si svolge tramite un fondo comune di investimento, sottoscritto da parte di investitori istituzionali e privati per la realizzazione di investimenti nel capitale di rischio di società individuate; i fondi sono gestiti da società di gestione del risparmio, operanti sotto forma di S.p.a., tramite autorizzazione della Banca d'Italia¹⁸¹.

¹⁷⁸ L'associazione italiana di Private Equity e Venture Capital, nella delibera del 22 Luglio 2004 del consiglio direttivo, definisce il PE, come «l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento, ai fini della sua dismissione, entro un periodo di medio-lungo termine».

¹⁷⁹ Gli interventi di PE possono essere ascritti in quattro tipologie, a seconda delle motivazioni alla base della domanda: *early stage financing*, sono operazioni realizzate nella fase di avvio di un'impresa; *expansion capital*, include quelle operazioni finalizzate a orientare lo sviluppo di imprese già esistenti; *buy out* sono le operazioni di maggioranza, finalizzate a una riorganizzazione proprietaria che favorisce il passaggio generazionale o la transizione da una proprietà familiare a una manageriale; le operazioni di *turnaround*, sono operazioni particolari di *private equity*, che si realizzano tramite l'intervento nel capitale di imprese in crisi per il salvataggio dell'intera impresa o di rami di questa.

¹⁸⁰ Cfr. Circolare Banca d'Italia 9 Marzo 1987

¹⁸¹ I fondi comuni di investimento sono patrimoni autonomi, suddivisi in quote di partecipazione spettanti a una pluralità di partecipanti; sono disciplinati dal T.U.F. all'art. 36. I fondi possono essere aperti o chiusi e questi ultimi, sono istituiti con L.14 Agosto 1993 n.344; si tratta di fondi il cui diritto

Il fine di questa attività è la creazione di valore, che si concretizza per gli investitori in una plusvalenza, consistente in un incremento del valore della partecipazione nel medio-lungo termine; per la società finanziata *target* l'intervento consiste in una valorizzazione delle risorse aziendali esistenti tramite una riorganizzazione industriale e strategica e una costante attività di monitoraggio sull'andamento dell'attività¹⁸².

Le modalità di partecipazione di un fondo di PE al capitale dell'impresa sono differenti e più pregnante è l'intervento di questi, maggiori sono le capacità di riorganizzazione e i vantaggi concreti per l'impresa.

L'ingresso di questi investitori istituzionali o privati nel capitale della società ne comporta una modifica della struttura, non solo in termini di trasparenza, qualità della comunicazione e professionalizzazione, ma anche a livello relazionale, essendo l'imprenditore affiancato da un socio esterno con cui può confrontarsi e condividere gli obiettivi di sviluppo della società.

Gli investitori di PE migliorano la gestione aziendale tramite l'apporto di conoscenze e *know how* strategici che hanno maturato nel tempo; dal punto di vista organizzativo, un miglioramento può derivare anche grazie all'ingresso nella compagine sociale di nuove figure manageriali o imprenditoriali che affiancano o sostituiscono le precedenti nella gestione dell'impresa¹⁸³.

6. Le ragioni del successo del MBO in Italia

In Italia lo sviluppo dell'attività di PE ha riscontrato forti successi negli ultimi anni, soprattutto nell'ambito dei *buy out*, per la realizzazione dei quali sono confluite la

al rimborso dei partecipanti è vincolato a scadenze predeterminate, diversamente dai fondi aperti in cui la partecipazione al fondo può essere ceduta in qualsiasi momento.

¹⁸² Cfr. A.GERVASONI, A.BECHI, *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana*, Il Mulino, 2007, pag. 27, secondo cui l'attività di monitoraggio incide sulla reputazione dell'azienda, «influenzando positivamente nei rapporti commerciali con clienti e fornitori, permettendo una migliore gestione del capitale circolante, e nei rapporti con altri potenziali interlocutori finanziari, consentendo un canale privilegiato di accesso al credito».

¹⁸³ Non rientra in questo il MBO, ma negli interventi di management buy in, l'investitore di PE acquisisce la maggioranza di un'azienda, affiancato da un management esterno che subentra nella nuova gestione; invece nelle operazioni di *turnaround*, molto spesso la sostituzione del management è motivata dalla necessità di allontanare dalla *governance* alcuni soggetti considerati fautori della crisi.

maggior parte di risorse¹⁸⁴; durante il 2018 l'AIFI ha registrato un incremento di operazioni di investimento nel mercato del *private equity*, per un importo pari a 9.788 milioni di euro da parte di operatori internazionali e domestici e di tutte le operazioni realizzate, un significativo incremento ha riguardato unicamente il settore del *buy out*, rispetto all'anno precedente¹⁸⁵. Le ragioni del successo di queste operazioni risiedono nel fatto che il MBO è uno strumento di rivitalizzazione e rigenerazione del tessuto aziendale e imprenditoriale e questo lo rende anche strumento idoneo per l'utilizzo in tutte le fasi di vita di un'impresa, anche nelle fasi di crisi¹⁸⁶.

Dal punto di vista geografico le operazioni sono concentrate prevalentemente nel Nord Italia, in cui si è stato investito l'83% delle risorse, con il primato della Lombardia, dove si è realizzato il 44% delle operazioni nel corso del 2018, seguita dall'Emilia Romagna in cui si è registrato un 10%¹⁸⁷.

Il settore privilegiato per questo tipo di investimenti è quello delle PMI di proprietà familiare¹⁸⁸; l'operazione di MBO in questi casi è uno strumento per favorire il ricambio proprietario nelle piccole-medie imprese, che, quando caratterizzate da una

¹⁸⁴ I dati che verranno elencati nel prosieguo della trattazione, sono presi dal *survey* del 2018 dell'AIFI in materia di private equity e venture capital. Cfr. AIFI, *Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt*, 2018, pag. 33, in cui viene evidenziato che la maggior parte dei capitali raccolti nell'anno 2018 (62%) è destinato al mercato dei *buy out*.

¹⁸⁵ Cfr. AIFI, *Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt*, 2018, pag. 39 ss. dall'analisi del *trend* storico dei *buy out* negli ultimi anni, il grafico n. 24 evidenzia un incremento del numero degli investimenti in questo settore, che sale a 109, contro i 90 dell'anno precedente.

¹⁸⁶ Cfr. W.PASSERINI, *Da manager a imprenditori. MBO: come diventare "padroni" della propria azienda*, Franco Angeli, 1989, pag. 110, secondo cui la rigenerazione imprenditoriale è una condizione che oltre a rendere necessarie queste operazioni le rende anche possibili.

¹⁸⁷ I dati provengono dall'analisi di mercato dell'AIFI. Cfr. AIFI, op.cit., pag. 37 ss.

¹⁸⁸ *Ivi*, pag. 60 -61. Dai dati analizzati dall'AIFI nel 2018, emerge che il numero di investimenti realizzati sulla base delle dimensioni delle aziende *target*, sia concentrato prevalentemente su imprese medio-piccole che occupano meno di 250 dipendenti; dell'80% del numero totale degli investimenti realizzati nelle PMI, il 35% riguarda imprese che occupano da 0 a 19 dipendenti. Anche l'analisi della distribuzione di investimenti per numero di fatturato evidenzia come la PMI sia il settore di prevalenza; dagli studi si registra che le PMI con un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro, abbiano attratto il 72% degli investimenti, di cui più della metà riguardano classi di fatturato inferiori ai 2 milioni di euro.

gestione familiare, difficilmente presentano prospettive di continuità e sono sempre poco propense al cambiamento.¹⁸⁹

Dai dati che emergono dallo studio condotto dall'AIFI, l'attività di investimento nell'ambito delle operazioni di risanamento non è invece molto sviluppata; nel 2018 sono stati registrati 6 investimenti nell'ambito del *turnaround*, contro i 109 investimenti nel mercato dei *buy out*¹⁹⁰.

Lo scarso ricorso alle procedure di *turnaround* in Italia emerge anche da uno studio empirico riguardante la diffusione dello strumento del concordato preventivo nelle PMI¹⁹¹; dai dati analizzati si registra una scarsa diffusione dello strumento del concordato preventivo, rispetto alla procedura fallimentare, fatta eccezione per l'anno 2012, in cui si è registrato un picco massimo nel ricorso a questa procedura, in seguito alla riforma diritto concorsuale, che ha introdotto una serie di misure volte all'emersione anticipata della crisi¹⁹²; dal 2013 in poi la diffusione è in costante diminuzione e nel 2017 sono stati dichiarati 6284 fallimenti, contro i 336 concordati

¹⁸⁹ Cfr. W.PASSERINI, op.cit., pag. 110, che analizza la struttura del mercato italiano e evidenzia come «la stessa composizione anagrafica del capitalismo industriale italiano, la sua struttura per età, rileva come sia soprattutto diffusa nel nostro paese la fascia delle imprese di prima e seconda generazione, gestite direttamente dal *leader* fondatore o dai suoi discendenti. Tale composizione anagrafica relativamente giovane fa sì che molte imprese siano giunte o stiano giungendo al capolinea della successione, che è una delle fasi più critiche e delicate della vita di un'azienda: in questi casi, il passaggio del testimone aziendale dall'imprenditore ai suoi manager, qualora soprattutto non vi siano successori nella famiglia, può rappresentare la via d'uscita e la soluzione che impedisce all'azienda di ridimensionarsi o di scomparire insieme al fondatore».

Cfr. J.CHRISMAN, *An agency theoretic analysis of value creation through management buy-outs of family firms*, in *Journal of Family Business Strategy*, vol.3, 2012, Elsevier, pag. 197, che afferma quanto riportato da Passerini in merito ai trends che si registrano nell'ambito dell'impresa familiare; secondi gli autori, nella maggior parte dei casi solo il 30% delle imprese familiari riescono a durare per un'altra generazione e solo il 10% riesce a durare per una terza; questo è il motivo per cui alcuni governi negli Stati Uniti introducono degli incentivi per facilitare la vendita di questi *business*, sul presupposto per cui «*these businesses if viable are worth more alive than dead to the family, other stakeholders and the economy*».

¹⁹⁰ Cfr. AIFI, op.cit., pag. 48.

¹⁹¹ Cfr. A.DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA, G. RODANO, *Strumenti negoziali per la soluzione della crisi di impresa: il concordato preventivo*, "Questioni di economia e finanza" (*Occasional Paper*), n.430, Marzo 2018, pag. 6. «i dati sull'impiego delle varie procedure di gestione della crisi, indicano sotto il profilo numerico, l'assoluta prevalenza dei fallimenti rispetto al concordato preventivo e agli accordi di ristrutturazione.»

¹⁹² Il riferimento va al d.l. n.83/2012, convertito in l. n. 134/2012 che introduce la domanda di concordato in bianco, la disciplina del concordato con continuità aziendale e ridisegna le disposizioni relative al finanziamento ottenuto in funzione della presentazione della domanda di concordato e quello erogato in esecuzione del concordato stesso.

ammessi. Tra le imprese che hanno avuto accesso al concordato preventivo la maggior parte sono di grandi dimensioni (in termini di attivo), rispetto a quelle fallite e si tratta di imprese meno indebitate e meno esposte alle banche; questo dato quantitativo è visto come «sintomatico di una complessità di utilizzo degli strumenti negoziali, che ne limita il ricorso alle imprese di maggiori dimensioni» e con una rischiosità limitata, poiché il grado di coinvolgimento delle banche influisce sulla scelta della procedura concorsuale da adottare¹⁹³. Si tratta di un settore di nicchia e la ragione per cui si registrano minori investimenti deriva dalla struttura dell'operazione, alquanto complessa e rischiosa, e dalla mancanza di competenze specialistiche e manageriali in grado di azionare un intervento tempestivo per il risanamento dell'impresa.

L'intervento del PE in questo settore può essere essenziale, non solo per la risoluzione della crisi, ma anche per una sua prevenzione: infatti tra le principali cause scatenanti la crisi vi rientrano il rapporto di esclusività delle banche e l'indebitamento a breve termine¹⁹⁴; l'introduzione di uno strumento di supporto allo sviluppo dell'iniziativa imprenditoriale, che intervenga sulla capitalizzazione della società, riduce l'indebitamento per linee esterne e interviene sul problema della sottocapitalizzazione¹⁹⁵.

In Italia questo problema è sentito fortemente per le PMI, le quali di frequente esercitano la loro attività tramite lo sfruttamento della leva finanziaria, piuttosto che

¹⁹³Cfr. A.DANOVI, S.GIACOMELLI, P. RIVA, G.RODANO, op.cit., pag.14, Tra le imprese entrate in procedura la rischiosità delle imprese dichiarate fallite è maggiore, pari all'80%, rispetto al 64% delle imprese ammesse al concordato; l'esposizione alle banche delle imprese ammesse al concordato è invece maggiore, seppur con una concentrazione minore del credito bancario rispetto alle imprese dichiarate fallite.

¹⁹⁴ Cfr. A.GERVASONI, A. BECHI, op.cit., pag. 38 ss., in merito alle fonti attuali di finanziamento. La maggior parte delle imprese italiane predilige fonti di finanziamento derivanti da autofinanziamento, debito a medio-lungo termine, e, a seguire, il ricorso al debito a breve termine; anche riguardo al futuro, le prospettive circa l'utilizzo delle fonti di finanziamento rimangono orientate verso queste forme.

¹⁹⁵ *Ivi*, pag. 202 ss., che riconosce che il *private equity*, come categoria di investimento alternativa, sta assumendo sempre più importanza, dati i maggiori rendimenti rispetto agli investimenti tradizionali; questo giustifica, per molti investitori, anche il rischio maggiore che viene corso tramite questo investimento, che richiede un'ingente quantità di capitali da apportare per la realizzazione.

l'apporto di capitale proprio¹⁹⁶; queste imprese costituiscono il modello operativo principale, nel sistema produttivo italiano e in una situazione di squilibrio economico-finanziario, sono le prime a risentire degli effetti negativi che si ripercuotono sul mercato¹⁹⁷. La consapevolezza della difficoltà per le PMI di ricorrere a strumenti di ristrutturazione è sentita anche a livello europeo; in materia l'intervento più recente è quello realizzato tramite la direttiva del 2019/1023 che si propone di creare un quadro comune tra i vari paesi, in materia di ristrutturazione preventiva, offrendo facilitazioni e misure adeguate alle «esigenze e specificità delle PMI» per permettere anche a queste di accedere a strumenti di ristrutturazione alternativi a quelli liquidatori¹⁹⁸.

L'intervento sul capitale rende più facile la possibilità di ricorrere a interventi straordinari e operazioni in cui è frequente il ricorso all'indebitamento, come quelle di *turnaround*; le banche, subordinano la concessione di credito a valutazioni in merito alla solidità economica di una società e una società maggiormente capitalizzata migliora l'affidabilità agli occhi del mercato e degli investitori e rende fattibile l'operazione di risanamento¹⁹⁹.

¹⁹⁶ In Italia l'introduzione della s.r.l. in forma semplificata ha acuito questo problema; la l. 27/2012 nel quadro di una serie di interventi volti a incentivare la creazione e lo sviluppo di nuove imprese, ha introdotto l'art. 2463 *bis* c.c. che disciplina questa forma di s.r.l. semplificata che può essere costituita con un ammontare pari ad almeno 1 euro, ma inferiore ai 10.000 euro.

¹⁹⁷ Cfr. A.GERVASONI, A.BECHI, op. cit., pag. 33 ss.

¹⁹⁸ Il considerando n. 17 della direttiva del 2019/1023, in merito alla situazione delle PMI mostra la consapevolezza che queste «(...)hanno maggiore probabilità di essere liquidate invece di essere ristrutturate perché devono sostenere costi proporzionalmente di gran lunga più elevati rispetto a quelli sostenuti dalle società di maggiori dimensioni. Le PMI, specialmente quando versano in difficoltà finanziarie, spesso non dispongono delle risorse necessarie per sostenere gli alti costi di ristrutturazione e beneficiare delle procedure di ristrutturazione più efficienti disponibili solo in alcuni Stati membri(...)».

¹⁹⁹ Cfr. L.GUATRI, *Turnaround, declino, crisi e ritorno al valore*, EGEA, 1995, pag. 60 ss., asserisce che uno dei sintomi della decadenza dell'impresa risiede nel «peggioramento dei rapporti con la comunità finanziaria», poiché le banche e gli altri investitori sono i primi soggetti a percepire i sintomi di una imminente crisi; «ciò si traduce in un primo tempo in un peggioramento delle condizioni per ottenere credito e per ottenere apporti a titolo di capitale».

L'apertura al mercato è proprio uno dei punti di forza di questa tipologia di operazioni, poiché la ricerca di fonti di finanziamento diverse dalle "tradizionali", è anche un modo per diversificare il rischio e sfruttare diversamente la leva finanziaria. In ogni caso è indispensabile un'attenta pianificazione dell'operazione di *turnaround* che si svolgerà in due diverse fasi: una prima fase inquadra la società e le cause che hanno dato origine al dissesto; una seconda fase riguarda le modalità di attuazione dell'operazione di risanamento. La fattibilità del piano di *turnaround* è strettamente

7. Prospettive di diffusione delle operazioni di turnaround alla luce del d.lgs. n.14 del 2019

È auspicabile che in seguito alla riforma del Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza (CCII), la responsabilizzazione dell'organo amministrativo incentivi un maggior ricorso allo strumento di riorganizzazione aziendale da parte degli amministratori, come alternativa agli strumenti di risoluzione della crisi di tipo liquidatorio.

Sicuramente un primo passo in avanti è stato effettuato con gli interventi di modifica del codice civile apportati dal d.lgs. del 2019, che nel rivisitare gli assetti organizzativi dell'impresa, delinea un *continuum* tra l'impresa in *bonis* e l'impresa in crisi²⁰⁰; l'inserimento di un *modus gerendi* basato sulla predisposizione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati, è funzionale alla rilevazione tempestiva della crisi e all'adozione immediata di un intervento di recupero della continuità aziendale, in una fase in cui è ancora prospettabile la sussistenza di un *going concern value*.

Il *target* prediletto della riforma sono state le s.r.l., che lasciate per anni in balia del potere di regolazione dell'autonomia statutaria, risentono ora delle perplessità che hanno colpito il legislatore in merito alla disciplina, forse troppo liberale, da cui queste erano governate²⁰¹. Tra i vari interventi, importante è la revisione del sistema

legata alle caratteristiche dell'impresa, alla sua solidità, al suo livello di indebitamento e alla possibilità di fare leva su specifici vantaggi competitivi per la guida del processo di risanamento; in merito Cfr. M.FAZZINI, N.ABRIANI, *Turnaround management. Affrontare, gestire e risolvere la crisi di impresa*, IPSOA, 2011, pag. 26 ss., che analizza nel dettaglio lo svolgimento di queste due fasi.

In termini di fattibilità, il piano deve essere asseverato da parte di un esperto, ai sensi dell'art. 67 co.3 lett.d) l.fall., che deve «*attestare la veridicità dei dati e la fattibilità*»; nel caso in cui sia un piano che preveda la continuità aziendale, ex art. 186 bis l.fall., la valutazione del professionista riguarda anche le prospettive reddituali e le potenzialità dell'impresa stessa per far fronte al ripagamento del debito.

²⁰⁰L'art. 375 e 377 del CCII intervengono nella modifica dell'art. 2086 c.c. tramite l'inserimento di un secondo comma che disciplina le modalità di gestione dell'impresa in forma societaria.

²⁰¹ In merito, Cfr. A.ROSSI, *La legge delega per la riforma delle discipline della crisi di impresa: una prima lettura*, in *Le Società*, fasc.12, 2017, pag. 1385, il quale ricollega l'intento del legislatore di riforma del sistema delle s.r.l. all'eccesso di fiducia che quest'ultimo aveva dato ai soci delle s.r.l., permettendogli di dotarsi di un sistema di controlli autonomo dalle regole codicistiche; «il d.lgs. n.6/2003 aveva consapevolmente emancipato la s.r.l. dalla disciplina della S.p.a., rendendola ambiente di composizione della dialettica societaria su di un piano negoziale più che giudiziario».

dei controlli interni, *ex art. 2477 c.c.*, che prevede, all'art. 379 CCII, la nomina obbligatoria dell'organo di controllo, al ricorrere di una delle tre condizioni quantitative elencate dalla norma; in precedenza, il legislatore faceva dipendere l'obbligatoria presenza di un organo di controllo nelle s.r.l. dalla sussistenza di determinati indici quantitativi, coincidenti con quelli previsti per la redazione del bilancio in forma abbreviata *ex art. 2435 bis*²⁰². Sebbene la *ratio* del legislatore fosse quella di ridurre gli oneri a carico di società di dimensioni inferiori, questa previsione rischiava di essere causa di diffusione di un blando controllo interno nelle s.r.l., in tutti i casi in cui ricorrevano i requisiti per la redazione di un bilancio in forma abbreviata²⁰³. L'intervento del CCII è sintomo dell'interesse prioritario che il legislatore dà alla predisposizione di un sistema di controllo efficace, per la tempestiva gestione della crisi, anche a scapito dei costi che queste ultime si ritroveranno a fronteggiare per la predisposizione di una struttura organizzativa più complessa.

Sempre intervenendo nell'ambito di *governance* societaria, un'altra preoccupazione del legislatore è di contribuire alla diffusione di sistemi di amministrazione più avanzati; la predisposizione di un assetto organizzativo più complesso può essere favorevole a un miglioramento delle prestazioni dell'impresa e della trasparenza

²⁰² Ai sensi del nuovo art. 2477 co.2 lett. c, la nomina di un organo di controllo o del revisore è obbligatoria se la società, «*ha superato per due esercizi consecutivi almeno uno dei seguenti limiti: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 2 milioni di euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 2 milioni di euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 10 unità*». Queste cifre sono inferiori rispetto ai limiti previsti per la redazione del bilancio in forma abbreviata, *ex art. 2435 bis*, cui la vecchia previsione dell'art. 2477 richiamava. Ai sensi dell'art. 2435 bis «*la società, che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati, possono redigere il bilancio in forma abbreviata quando, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità*».

²⁰³ Per la redazione del bilancio in forma abbreviata *ex art. 2435 bis* le s.r.l. possono omettere il rendiconto finanziario. Inoltre, i limiti quantitativi previsti dalla norma menzionata, delineano le caratteristiche di società di grandi dimensioni, per le quali la mancanza di un organo di controllo sarebbe paradossale. Cfr. M.DIFINO, P.RIVA, *La rilevanza strategica del collegio sindacale*, in *Crisi di impresa. I nuovi compiti degli organi sociali*, a cura di A.DANOVI, G. ACCIARO, Aprile 2019, il Sole 24 ore, pag. 49, che evidenzia come la disciplina prevista per le s.r.l. abbia l'effetto di «indebolire la disciplina del controllo societario consentendo alle società a responsabilità limitata, anche di rilevanti dimensioni, di sottrarsi alla vigilanza obbligatoria del collegio sindacale».

della *governance* agli occhi degli stakeholders, degli investitori internazionali e di tutti i soggetti che operano all'interno dell'impresa. L'esigenza di sensibilizzare gli imprenditori è più fortemente sentita nelle s.r.l., dove l'intera disciplina di ripartizione di competenze è rimessa all'autonomia statutaria e, in mancanza di previsione dell'atto costitutivo, l'amministrazione della società è affidata a uno o più soci (art. 2475); la predisposizione di poteri di gestione in capo a soggetti interni la società crea delle difficoltà nell'intercettazione tempestiva di segnali di crisi, data l'incapacità, spesso, di questi soggetti di riconoscere i propri errori²⁰⁴. Forte di questa esigenza, il legislatore introduce nel co.1 dell'art. 2475, in materia di amministrazione delle s.r.l., il richiamo alla regola generale dell'art. 2086 co.2 c.c., così da assicurare che anche per questa forma societaria, nonostante il ruolo preponderante dell'autonomia statutaria, la gestione possa essere in ogni caso finalizzata alla tutela della continuità aziendale e della prevenzione della crisi.

A completamento del processo di "responsabilizzazione" degli amministratori, l'art. 378 del CCII, introduce un comma sesto all'art. 2476 c.c., prevedendo espressamente una responsabilità di questi ultimi nei confronti dei creditori sociali, per inosservanza degli obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale²⁰⁵.

Si tratta di un intervento minimo, ma significativo, poiché spesso i creditori nutrono un interesse maggiore per un'operazione di *turnaround*, piuttosto che per altre procedure di carattere liquidatorio e l'inserimento esplicito di una responsabilità nei confronti degli amministratori di s.r.l., acuisce il parametro di giudizio che guida nel

²⁰⁴ Cfr. C.BAUCO, *Amministratori indipendenti per la "gestione" della crisi*, in *Crisi di impresa. I nuovi compiti degli organi sociali*, a cura di DANOVÌ A., ACCIARO G., Aprile 2019, il Sole 24 ore, pag. 32, che richiama alcune rilevazioni statistiche effettuate dalla Bocconi di concerto con l'Ocri, in merito alla struttura delle imprese italiane. Secondo questi studi nella maggior parte dei casi possono delinearsi degli elementi di criticità comuni che coincidono con: 1) struttura organizzativa senza strumenti di pianificazione e di controllo; 2) debolezza degli assetti amministrativi, organizzativi e contabili; 3) tipico assetto familiare della Pmi; 4) scarso ricorso alla riorganizzazione della direzione e dei vertici apicali.

²⁰⁵ L'art. 2476 co.6, nella prima parte prevede che: «gli amministratori rispondono verso i creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale». Prima di questa previsione espressa, l'unico strumento tramite cui i creditori potevano trovare tutela erano i rimedi di diritto comune; Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, 2, *Diritto delle Società*, pag. 585, secondo cui parte della dottrina precedentemente la riforma, ammetteva l'estensione per analogia dell'art. 2494, alle s.r.l.

compimento delle scelte gestorie²⁰⁶. La conferma di quanto sopra statuito è l'art. 84 del nuovo codice, che nel disciplinare il concordato in continuità aziendale, prevede che i creditori siano soddisfatti prevalentemente tramite il ricavato della continuità e in ogni caso a questi deve essere assicurata un'utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile, che può anche consistere nella prosecuzione del rapporto contrattuale con il debitore; questa disposizione apre il ventaglio di possibilità che il debitore può utilizzare per adempiere il suo debito, nella prospettiva che spesso il miglior strumento per la tutela dei creditori e del valore dell'organizzazione aziendale sia la coltivazione di un rapporto con l'imprenditore²⁰⁷.

8. Il MBO nel nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza

Come è stato più volte detto nella trattazione di questo capitolo, la caratteristica principale delle operazioni di *leveraged buy out* è il ricorso alla leva finanziaria. Lo strumento del *private equity* costituisce sicuramente un elemento preponderante e incisivo ai fini della fattibilità dell'operazione e la partecipazione di investitori

²⁰⁶ Cfr. M.FAZZINI, N. ABRIANI, op.cit., pag.19, secondo i quali, spesso i creditori, soprattutto se in possesso di adeguate garanzie percepiscono in maniera analoga gli effetti di una procedura concorsuale e di una di risanamento, essendo spesso indifferente la scelta dell'una o dell'altra via. Per quel che riguarda il concordato preventivo, infatti, l'art. 160 co. 2 prescrive che «*la proposta può prevedere che i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, non vengano soddisfatti integralmente, purché il piano preveda la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste una causa di prelazione indicato dalla relazione giurata di un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67 co.3, lett.d).*

²⁰⁷ L'art. 84 co.3 del CCII nella prima parte prevede che «*nel concordato in continuità aziendale i creditori vengono soddisfatti in misura prevalente dal ricavato prodotto dalla continuità aziendale, diretta o indiretta, ivi compresa la cessione del magazzino*». L'elemento de «*l'utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile*», non è una novità del d.lgs. n.14/2019, ma è stata introdotta nella l.fall. dalla l. 6 agosto 2015 n.132, in riferimento a tutte le tipologie di concordato, non solamente quello in continuità aziendale. Cfr. A.PETROSILLO, *Concordato in continuità, normativa a confronto*, in *Crisi di impresa. Concordato preventivo e con continuità aziendale*, a cura di A.DANOVI, G.ACCIARO, Marzo 2019, il Sole 24 ore, pag. 108, per un'analisi della nuova disciplina del concordato in continuità aziendale. La novità della riforma è quella di aver precisato che l'utilità non faccia solo riferimento a un elemento quantificabile in termini economici, ma possa consistere anche nel mantenimento dei rapporti contrattuali con i creditori; di fatto l'ultimo periodo dell'art. 84 co.3, precisa che «*tale utilità può anche essere rappresentata dalla prosecuzione o rinnovazione di rapporti contrattuali con il debitore o il suo avente causa*».

istituzionali di PE contribuisce sicuramente a creare fiducia nell'esito positivo dell'operazione, nei confronti dei terzi finanziatori, così maggiormente predisposti all'erogazione di credito alla società *newco*.

In una situazione di *going concern* non si presenterebbero particolari problemi, una volta che il LBO supera il vaglio della solidità patrimoniale della società *target*; nel nostro scenario, però, la società *target* si trova in uno stato di crisi e l'operazione di *management buy out* è finalizzata al suo risanamento.

Alla luce di questa premessa, come può una società in crisi, affrontare un'operazione tanto rischiosa?

Innanzitutto, occorre dire che, non esiste, al momento, una previsione normativa che vieti il ricorso a un'operazione di *merger management buy out*, in esecuzione di una procedura concorsuale alternativa al fallimento²⁰⁸; ma la permissività dell'operazione gioca solo parzialmente a nostro favore e non risolve quella che è la parte più ardua, cioè di trovare profili di compatibilità tra la disciplina del diritto della crisi e il *merger leveraged buy out*.

La fattibilità economica dell'operazione è condizionata unicamente dalle potenzialità della società *target* di generare utili tali da poter coprire le perdite e rimborsare i debiti contratti per l'acquisizione²⁰⁹; seppur possa apparire scontata come affermazione, la necessità di flussi finanziari idonei al rimborso dei debiti e di capacità manageriali sufficienti per la creazione di valore, presumono il ricorso a un concordato in continuità aziendale.

²⁰⁸ Tenendo conto della specificità dell'art. 2501 *bis* e della natura di norma di "interpretazione autentica", la non menzione del rapporto con le procedure concorsuali, va a favore della sua possibile applicazione. Inoltre, in ambito concorsuale, l'articolo 160 co.1 lett.a), prevede «*la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma*», offrendo quindi, ampia libertà, all'autonomia privata circa gli strumenti da utilizzare, fatte salve le opportune cautele in merito alla tutela dei creditori e dei soci e il raccordo con il diritto societario. In merito Cfr. P.BASTIA, R.BROGI, op.cit., pag. 204 ss., che afferma il fatto che non sussistono preclusioni per il ricorso a questa tipologia di fusione in sede concorsuale.

²⁰⁹ In questo senso, Cfr. F.GUERRERA, M. MALTONI, op.cit., pag. 77 ss., che ritiene giustificabile l'operazione di *leveraged buy out*, in chiave economica, quando «sussistono in capo alla società-bersaglio in crisi o in stato di insolvenza (ma ancora vitale), ampi margini di miglioramento che il management attuale non è in grado di realizzare.».

In termini procedurali, la disciplina del diritto societario richiede che, il progetto di fusione e la relazione degli amministratori *ex art. 2501-quinquies*, siano accompagnate da una relazione degli esperti che attesti la ragionevolezza del progetto di fusione²¹⁰; il progetto di fusione è poi inserito all'interno della domanda di concordato e l'operazione di MBO è così sottoposta al vaglio del professionista indipendente che nel determinare la fattibilità del piano deve anche attestare che questa tipologia di concordato sia la soluzione ideale per il miglior soddisfacimento dei creditori²¹¹. In questa situazione, però, l'interesse dei creditori deve essere valutato sotto una duplice prospettiva: accanto all'interesse dei creditori della società *target* in concordato, si considera l'interesse dei creditori della società *newco*, che dovrà adempiere le obbligazioni concordatarie in seguito alla fusione²¹².

Il nuovo codice della crisi irrigidisce il controllo del giudice in merito alla valutazione della domanda di concordato, richiedendo che, al sindacato sull'ammissibilità giuridica della domanda, si affianchi quello relativo alla fattibilità economica del piano; il legislatore introduce un vaglio in merito agli scopi che l'imprenditore vuole raggiungere e alla concreta fattibilità del piano, prevedendo in capo a quest'ultimo una vera e propria «obbligazione di risultato»²¹³.

²¹⁰ Il riferimento va alla relazione di cui l'art. 2501-*sexies* c.c.

²¹¹ In questo senso Cfr. P.BASTIA, R.BROGI, op.cit., pag. 205 ss. Poiché l'operazione di MBO è contenuta in un piano di concordato in continuità aziendale, l'attestazione di cui l'art. 161 co.3 l.fall. oltre che verificare la «veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo», deve attestare che «la prosecuzione dell'attività d'impresa prevista dal piano di concordato è funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori», ai sensi dell'art. 186 *bis* co.2 lett.b) che disciplina il concordato con continuità aziendale (questo fino alla riforma del 2019, poiché in seguito questo criterio è rimesso alla valutazione dello stesso imprenditore nella presentazione del piano)

²¹² *Ibidem*, gli autori fanno notare che, dopo la realizzazione della fusione, la confusione patrimoniale della società *target* e della *newco*, richiedono che il patrimonio di quest'ultima garantisca allo stesso modo l'adempimento delle obbligazioni concordatarie e quello relativo alla restituzione dei finanziamenti contratti da questa società per la realizzazione dell'operazione.

L'art. 2504 *bis* prescrive che «la società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione».

²¹³ Il d.lgs. 14 del 2019, con l'art. 47, prevede che solo «a seguito del deposito del piano e della proposta di concordato, il tribunale, verificata l'ammissibilità giuridica della proposta e la fattibilità economica del piano ed acquisito, se non disponga già di tutti gli elementi necessari, il parere del commissario giudiziale, se nominato ai sensi dell'art. 44, co.1, lett.b)», si possa procedere all'apertura del concordato.

Il piano predisposto dall'imprenditore costituisce l'ago della bilancia e strumento con cui quest'ultimo fa convergere il consenso verso la realizzazione dell'operazione di risanamento, tramite un'adeguata e corretta informazione, rivolta ai soggetti interni e esterni l'impresa²¹⁴. Per il raggiungimento di questo fine l'art. 87 del CCII ne ridisegna il contenuto, facendo assumere un ruolo fondamentale all'attività di pianificazione degli amministratori, anche nella fase di crisi di un'impresa; il piano è il «cuore» della proposta concordataria e dalla fattibilità di questo dipende l'ammissibilità della proposta da parte del Tribunale²¹⁵. Il fine del concordato è il superamento della fase di crisi e il legislatore richiede che le cause di quest'ultima siano espresse nel contenuto del piano, così da permettere un'analisi della sua fattibilità, della linea strategica che il debitore vuole seguire e favorire inoltre una più

In realtà già precedentemente a questo intervento normativo, nel 2017 la giurisprudenza aveva chiarito, alla luce dell'interpretazione delle disposizioni normative introdotte dalla mini-riforma concorsuale del 2015, che il limite della «*assoluta e manifesta inattitudine*», che la Cassazione aveva enunciato negli anni precedenti, circa l'analisi della fattibilità economica del piano, perde ora di significato.

Cfr. Corte di Appello di Lecce 26 Aprile 2017, secondo cui questo cambio di rotta risiede nella modifica del panorama normativo con cui la giurisprudenza si era prima del 2015 confrontata: «*infatti, prima del 2015, il debitore che formulava una proposta di concordato aveva solo l'obbligo di cedere tutti i suoi beni, senza assumere alcuna specifica obbligazione di risultato nei confronti dei propri creditori...*». A seguito dell'introduzione dell'art. 160 co.4, che prescrive una percentuale minima di soddisfacimento dei creditori nel concordato liquidatorio e dell'aggiunta nell'art. 161 co.2 lett.e) della formula del «*utilità specificamente individuata e economicamente valutabile*», applicabile a tutti i tipi di concordato, secondo la giurisprudenza citata «*il limite della assoluta e manifesta inattitudine non ha più ragion d'essere, quantomeno, nel senso che l'esigenza di soddisfare nella misura del 20% i creditori impone un vaglio più rigoroso delle condizioni di concreta fattibilità del piano*».

²¹⁴ Cfr. AIDEA, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, approvati dal Cndec il 24 Settembre 2014, che in merito alle finalità del piano asserisce che «*il fine principale del piano è quello di far convergere il consenso degli stakeholders verso la deliberata azione di risanamento affinché aderiscano al progetto, contribuendo con risorse operative o finanziarie ovvero con l'adesione ai sacrifici richiesti*». Cfr. M.SALA, *Nel piano di concordato modalità e tempi della proposta*, in *Crisi di impresa. Concordato preventivo e con continuità aziendale*, a cura di A.DANOVI, G. ACCIARO, Marzo 2019, il Sole 24 ore, pag. 30, che paragona i creditori di un'impresa in crisi agli investitori di una start up; «*così come il possibile investitore nell'erogare il finanziamento chiederà piena disclosure sui dati del business plan e l'intervento di professionisti specializzati per una due diligence sui dati forniti, così i creditori avranno necessità di disporre di un piano concordatario, completo, comprensibile e dettagliato, nonché del conforto di un professionista indipendente che attesti la veridicità dei dati e la fattibilità del piano*».

²¹⁵ *Ibidem*, che ritiene che il piano e la proposta possano essere considerati un *unicum*, «*se da un lato l'articolo 85 co.2 dispone che la proposta deve fondarsi su un piano fattibile*», dall'altro l'articolo 87, comma 1, prevede che il piano debba contenere una descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta», rendendo però questo assetto normativo molto più difficile comprendere «*dove finisca il primo e cominci il secondo*».

completa informazione dei creditori sociali che dovranno approvare la proposta²¹⁶. Il piano è la rappresentazione coerente e completa della programmazione dell'attività imprenditoriale e si richiede che il debitore indichi le strategie di intervento, le tempistiche, i risultati attesi dalle azioni che si vogliono realizzare e le iniziative che si intendono adottare qualora ci sia uno scostamento tra i risultati attesi e quelli effettivamente raggiunti²¹⁷. L'imprenditore è chiamato ad assumere un atteggiamento critico nei confronti del suo programma e una visione completa della realtà che deve affrontare; ciò permette agli amministratori, che nutrono l'iniziativa del MBO, di valutare l'impatto che l'operazione ha sulla crisi di impresa e di evitare *a priori* situazioni che possano aggravare, piuttosto che migliorare la situazione della società *target*; a sostegno di queste valutazioni, nel piano di concordato in continuità aziendale diretta, l'art. 87 lett.g) richiede la redazione di un «*budget della continuità*», che individui in maniera analitica i costi, i ricavi attesi, le risorse finanziarie necessarie e le modalità di copertura²¹⁸.

Dall'analisi del diritto concorsuale e alla luce delle nuove disposizioni del CCII in merito al concordato con continuità aziendale, emerge lo sforzo del legislatore italiano, di concedere quella seconda possibilità «agli imprenditori onesti in difficoltà finanziaria», tanto aspirata a livello europeo²¹⁹; la normativa si propone di attuare un

²¹⁶ *Ivi*, pag. 32, secondo il quale l'elemento illustrativo delle cause della crisi è funzionale a «colmare le asimmetrie informative esistenti tra imprenditore e creditori, a cui il primo chiede-insieme all'adesione alla proposta concordataria-di assumere una parte del rischio imprenditoriale insito nella prosecuzione dell'attività di impresa».

²¹⁷ La lettera e) dell'art. 87 co.1 è la novità della riforma; il fatto che il legislatore richieda che si indichino nel piano «*i tempi delle attività da compiersi, nonché le iniziative da adottare nel caso di scostamento tra gli obiettivi pianificati e quelli raggiunti*» richiama un atteggiamento critico da parte degli amministratori della società, verso la valutazione dell'operazione e i suoi possibili esiti.

²¹⁸ L'indicazione di questi elementi nel piano di concordato era già prevista dall'art. 186 *bis* l.fall., con la differenza che non collegava la predisposizione di un budget alla natura diretta del concordato in continuità, come diversamente precisa la lett.g) dell'art. 87, che esordisce con l'espressione: «*ove sia prevista la prosecuzione dell'attività di impresa in forma diretta...*». Dalla lettura della relazione illustrativa del d.lgs. n.14/2019, in merito all'art. 87, emerge che questa analisi sia necessaria solo nei casi in cui «*la prosecuzione dell'attività imprenditoriale da parte del debitore rende i creditori partecipi al rischio di impresa. Se la continuità è indiretta (per esempio affitto dell'azienda), ciò che rileva è la capacità del soggetto terzo di onorare le obbligazioni assunte*».

²¹⁹ Il riferimento va alla raccomandazione della Commissione del 12 Marzo 2014 su un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza; nel considerando n.11 la commissione europea delinea l'intento di ricercare una maggiore coerenza nei quadri nazionali così da garantire

bilanciamento tra gli interessi coinvolti, cercando di limitare i costi per i creditori sociali, tramite una procedura più garantistica in termini di trasparenza e chiarezza, ma prediligendo soluzioni che creino continuità diretta in capo all'imprenditore²²⁰. L'intervento più recente in materia riguarda l'introduzione della Direttiva 2019/1023 (v. *supra* §6) che si propone di creare un'armonizzazione tra i vari paesi membri per quel che riguarda la diffusione di strumenti di ristrutturazione preventiva e la rimozione degli ostacoli alla loro attuazione in concreto; si vuole fornire all'imprenditore la possibilità di preservare il valore dell'organizzazione aziendale e di ripartire da zero, con maggiori consapevolezza acquisite dall'esperienza vissuta, che si può definire come segnante sia a livello professionale che umano²²¹.

Gli amministratori divengono protagonisti di questo percorso di *turnaround* e sono considerati gli unici soggetti in grado di comprendere quello che sia il percorso migliore per la rivalorizzazione aziendale; nel piano di risanamento spetta ora a questi ultimi l'indicazione di quello che sia il «*miglior soddisfacimento dei creditori*», segnando un distacco con la disciplina previgente che prevedeva questa dimostrazione in capo all'attestatore del piano²²²; il fatto che nel concordato in continuità, il soddisfacimento possa avvenire anche tramite il mantenimento dei rapporti contrattuali con il debitore è significativo del fatto che, la scelta che gli

«promuovere la possibilità per gli imprenditori onesti di ottenere una seconda opportunità, riducendo con ciò i costi di ristrutturazione a carico dei debitori e dei creditori».

²²⁰ Anche la raccomandazione della commissione del 12 Marzo 2014, si mostra a favore della continuità diretta, poiché al considerando n.20, ritiene che gli effetti più diffusi del fallimento, quale la stigmatizzazione sociale, oltre ad essere un forte deterrente per l'imprenditore in merito all'adozione di soluzioni volte alla continuazione dell'attività imprenditoriale, non tengono conto del fatto che sia dimostrato come «*gli imprenditori dichiarati falliti hanno maggiori probabilità di avere successo la seconda volta*».

²²¹ Nei considerando della menzionata direttiva viene delineato chiaramente l'intento cui aspira il legislatore europeo nell'armonizzare i procedimenti di ristrutturazione preventiva; il considerando n.16 afferma che «la rimozione degli ostacoli alla ristrutturazione preventiva efficace dei debitori sani in difficoltà finanziaria contribuisce a ridurre al minimo le perdite dei posti di lavoro e le perdite dei creditori nella catena di approvvigionamento, preserva il *know-how* e le competenze; di conseguenza giova all'economia in generale. La possibilità per gli imprenditori di ottenere più facilmente l'esdebitazione contribuirebbe ad evitare la loro esclusione dal mercato del lavoro e a ricominciare l'attività imprenditoriale traendo insegnamenti dall'esperienza vissuta».

²²² Ai sensi dell'art. 186 *bis* co.2 lett.b), «*la relazione del professionista di cui l'art. 161 co.3, deve attestare che la prosecuzione dell'attività di impresa prevista dal piano di concordato è funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori*».

amministratori compiono, è immune da qualsiasi critica circa l'aspetto quantitativo, purché sia da questi considerata la "migliore"²²³.

²²³ A sostegno di questa affermazione, Cfr. Corte di Cassazione, sez. I Civile, sentenza n. 20652/19, nella quale si analizza la portata da dare all'art. 186 co.2 l.fall. in merito alla risoluzione del concordato «*per inadempimento di non scarsa importanza*». Secondo la Suprema Corte, il concordato non può essere risolto qualora non siano stati soddisfatti in misura minima i creditori chirografari e del tutto i creditori privilegiati; «*secondo l'attuale disciplina, invece, l'autonomia riconosciuta al debitore nella determinazione dei contenuti della proposta di concordato, modulabile secondo schemi e modelli non rigidamente vincolati, come accadeva in passato, a paradigmi normativi predefiniti, si presta a rendere più complesse ed articolate le dinamiche secondo le quali si svolge la fase esecutiva della procedura, non senza potenziali riflessi sulle vicende risolutorie. In quest'ottica il presupposto della risoluzione continua ad essere il mancato raggiungimento degli obiettivi cui il concordato tende, conseguente agli impegni declinati nella proposta ovvero all'inosservanza delle prescrizioni contenute nel piano o nel decreto di omologazione*».

Capitolo III

Il *workers buy-out*

1. La partecipazione dei lavoratori nella *governance*. 2. Il *workers buy-out*: profili generali. 3. Tipologie di *workers buy-out*. 3.1 Il fenomeno delle *empresas recuperadas por sus trabajadores* argentine. 3.2 Il *workers buy-out* nell'ordinamento italiano: le cooperative di salvataggio. 4. La legge Marcora e il *workers buy-out* negoziato. 5. Il nuovo articolo 17 della Legge Marcora. 6. La "nuova" Marcora. 7. Le società finanziarie. 8. Le forme di finanziamento dell'operazione di *workers buy-out*: altri interventi a sostegno della Legge Marcora. 8.1. I fondi mutualistici. 8.2. Il socio finanziatore. 9. Le forme di autofinanziamento della società cooperativa. 10. Il *favor* per l'autoimprenditorialità: la figura del socio lavoratore. 11. Il diritto di prelazione dei lavoratori. 11.1. Il diritto di prelazione delle cooperative di salvataggio: l'introduzione dell'articolo 11 del D.L. *Destinazione Italia*. 12. Il diritto d'informazione dei lavoratori.

1. La partecipazione dei lavoratori nella *governance*

Prima di analizzare lo svolgimento di questo tipo di operazione che ha per protagonisti i lavoratori dipendenti dell'azienda in crisi, è importante considerare il valore che viene dato alla partecipazione di questi ultimi all'organizzazione aziendale, poiché questo è presupposto per la realizzazione di un WBO. A livello europeo il tema della partecipazione è fortemente dibattuto e nel susseguirsi degli anni sono stati molteplici i tentativi del legislatore di raggiungere un'armonizzazione, dapprima a livello societario e in seconda battuta sul fronte del diritto del lavoro²²⁴. Nonostante i diversi tentativi che si sono susseguiti negli anni, è stato difficile per il legislatore europeo il raggiungimento di una piena armonizzazione sul fronte partecipativo; le forme di partecipazione diretta all'interno dell'Unione sono molto limitate e il coinvolgimento dei lavoratori nell'impresa avviene principalmente

²²⁴ Sin dagli anni '70 a livello comunitario si era diffusa la proposta di introduzione di un modello unico di società che fosse valido per tutti i paesi membri. Questo intento venne avanzato con molteplici proposte sin degli anni 1970 e 1975 di uno Statuto di SE, giunge fino all'emanazione della versione definitiva del 2001. Cfr. M. CORTI, *Il caso della società europea. La via italiana alla partecipazione di fronte alle sfide europee*, in *Leggi Civili Comm.*, 2005, pag. 1419 ss. In aggiunta nel 1975 la Commissione Europea ha presentato il *Libro Verde* sulla *Partecipazione dei lavoratori e struttura delle società nella Comunità Europea*, attraverso il quale l'intervento e la partecipazione dei lavoratori nella fase decisoria del governo dell'impresa è delineato come imprescindibile. Nel corso degli anni sono seguiti ulteriori interventi, come l'emanazione del regolamento n. 2157/2001, istitutivo della SE e la direttiva n. 2001/86 che regola il trasferimento dei diritti dei lavoratori dei diversi stati membri all'interno di questa nuova struttura giuridica.

tramite il diritto di informazione e consultazione²²⁵. La relazione tra il diritto societario e il diritto del lavoro in ambito europeo è il risultato della ricerca di un equilibrio tra le varie esigenze dei paesi membri, con cui si propone di realizzare un'armonizzazione riguardante forme di coinvolgimento deboli²²⁶.

Sebbene la partecipazione dei lavoratori sia un concetto ampio nel quale sono riconducibili molteplici forme di influenza dei lavoratori, non limitate solo alla gestione dell'impresa, ma estese anche alla partecipazione economica, è opportuno soffermarsi sul primo modello di partecipazione, dal momento che solo la concretizzazione in capo ai lavoratori, di un potere decisionale in merito alla predisposizione delle scelte organizzative e gestorie più importanti permette lo sviluppo di un nuovo modo di fare impresa²²⁷.

²²⁵ Nel 2002 viene emanata la direttiva n. 2002/14 che istituisce un *Quadro generale relativo alla informazione e consultazione dei lavoratori*, finalizzata a una flessibilizzazione del dialogo sociale e una sensibilizzazione dei lavoratori alle vicende dell'impresa. La direttiva definisce all'articolo 2 i concetti di "informazione" e "consultazione", rispettivamente come «la trasmissione di dati da parte del datore di lavoro ai rappresentanti dei lavoratori per consentir loro di prendere conoscenza della questione trattata e esaminarla» e «lo scambio di opinioni e l'instaurazione di un dialogo tra i rappresentanti dei lavoratori e il datore di lavoro»; in ogni caso la direttiva non impedisce la possibilità per gli stati membri di adottare ulteriori forme di partecipazione dei lavoratori, anche riguardanti «dispositivi di coinvolgimento diretto dei lavoratori, a condizione che questi possano in tutti i casi scegliere di esercitare il loro diritto all'informazione e alla consultazione tramite i rispettivi rappresentanti». In merito Cfr. C. ZOLI, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese nella recente progettazione legislativa*, in *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme nel diritto italiano e comparato*, a cura di C. ZOLI, Giappichelli Editore, 2015, pag. 111 ss., in cui si sostiene che, la direttiva abbia contribuito all'introduzione di «forme di coinvolgimento deboli», realizzando un «consolidamento della proceduralizzazione dei poteri imprenditoriali secondo il canone dell'informazione fornita in tempo utile e della consultazione sulle più rilevanti decisioni di impresa, nella logica dell'armonizzazione»; questa direttiva ha un carattere più forte rispetto agli interventi precedenti, ma in ogni caso si è cercato di raggiungere un compromesso tra i vari ordinamenti dei paesi UE che ha portato a escludere del tutto una piena partecipazione.

²²⁶ *Ivi*, pag. 110, che rileva come a livello UE il tema riguardante la partecipazione dei lavoratori è stato oggetto di ampio dibattito, attraverso un «cammino ondulatorio, secondo una curiosa parabola, che ha preso le mosse dal tentativo di armonizzare il diritto societario e, in seconda battuta, quello del lavoro, sulla base del modello più avanzato della cogestione tedesca per poi operare un evidente ridimensionamento verso le forme più deboli di coinvolgimento dei lavoratori».

²²⁷ In merito alla distinzione tra "partecipazione economica" e "partecipazione alla gestione", Cfr. E. PAGANI, *L'azionariato dei dipendenti tra diritto interno e diritto europeo*, Tesi di dottorato di ricerca in Istruzioni e Mercati, Diritti e Tutele, Diritto delle società e dei mercati finanziari, Università di Bologna, pag. 9 ss., la quale si sofferma prevalentemente sullo sviluppo del concetto di partecipazione finanziaria dei lavoratori come declinazione del concetto di "partecipazione" dei lavoratori. Per quel che riguarda la partecipazione alla gestione, rimando a M. D'ANTONA, *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enc. Giur.*, XXII, Treccani, Roma, 1990, pag.1, che definisce questa

La permeabilità della *governance* di un'impresa a forme di coinvolgimento dei lavoratori di grado diverso dipende dall'adozione da parte di ogni ordinamento di un modello governativo della società, che sia *shareholders* o *stakeholders oriented*; mentre il primo modello, finalizzato alla tutela degli interessi proprietari, è maggiormente diffuso nell'area dei paesi anglosassoni, il modello che predilige anche la tutela dei diversi *stakeholders* trova una modesta diffusione nei paesi dell'Europa Continentale²²⁸. Nonostante tutto, in nessuno di questi ultimi si riscontrano forme nette di partecipazione dei lavoratori alla *governance*, con l'eccezione emblematica del modello del *Mitbestimmung* tedesco²²⁹; e sebbene questo non sia il luogo per soffermarsi sul funzionamento di questo procedimento, nel trattare l'operazione di *workers buy out* è imprescindibile menzionare questo modello di gestione, dal momento che è l'esempio lampante di come si possano

come «l'insieme di organismi e procedure, che possono essere istituiti a livello dell'impresa societaria o delle articolazioni organizzative per imporre decisioni comuni su materie ricomprese nei poteri di gestione dell'impresa, assegnando a tal fine una specifica rilevanza al punto di vista dei lavoratori».

²²⁸ Cfr. G.G. BALANDI, *Partecipazione e rapporti di lavoro*, in *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme del diritto italiano e comparato*, a cura di C.ZOLI, pag. 63 ss., che fa notare come sebbene entrambi gli orientamenti siano diffusi in maniera equilibrata, mentre il modello che tutela gli interessi proprietari può anche essere «esclusivo», il secondo, a favore di ulteriori interessi, può considerarsi solo una componente, poiché parlare diversamente di una impresa che sia del tutto indifferente agli interessi dei proprietari può essere molto contraddittorio. Lo *stakeholders model* è caratterizzato dall'utilizzo di strumenti che permettono di intervenire sulle modalità di gestione dell'impresa e si esternalizza nella «triade informazione, consultazione e partecipazione, con tutte le possibili articolazioni di quest'ultima: da quella degli organi di indirizzo e/o controllo a quelli di gestione, alla partecipazione economica fino a quella azionaria».

²²⁹ È un modello che prevede l'articolazione della partecipazione dei lavoratori su due livelli, connessi tra di loro: a livello aziendale e a livello societario. In Germania il diritto di partecipazione è inteso come diritto di partecipazione alla gestione aziendale nel Consiglio di Azienda. Il consiglio di azienda interviene nel procedimento decisionale del datore di lavoro, in una serie tassativa di ipotesi, in cui la legge attribuisce a questo l'esercizio di alcuni diritti, quali il diritto di informazione, il diritto di consultazione, il diritto di veto e il diritto di co-decisione (*Mitbestimmungsrecht*); quest'ultimo diritto è la massima estrinsecazione del diritto di partecipazione, poiché subordina l'efficacia delle decisioni assunte a livello di *management* all'intervento e il consenso del Consiglio di Azienda. A livello societario invece, la partecipazione è realizzata tramite la partecipazione di questi al Consiglio di Sorveglianza (*Aufsichtsrat*). Per un'analisi dettagliata del funzionamento di questo modello, rimando a M.BIASI, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione e la Mitbestimmung tedesca*, in *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme del diritto italiano e comparato*, a cura di C.ZOLI, pag. 33 ss e E.PAGANI, op.cit. pag. 12, che dà rilievo al fatto che dal modello di co-gestione tedesca emerge «la totale indipendenza dei lavoratori all' *Aufsichtsrat* e delle sue ragioni da qualsivoglia forma di partecipazione economica, ciò che conduce ad affermare che la partecipazione alla gestione non trovi legittimazione nella partecipazione alla proprietà di impresa, ma costituisca il riconoscimento di un diritto spettante al lavoratore in quanto tale».

utilizzare strumenti alternativi a quelli conflittuali per la «*pacificazione delle relazioni industriali*»²³⁰. Il sistema di gestione tedesco vede la compartecipazione di due organi: un Consiglio di gestione, che ha un ruolo predisposto al compimento degli atti di gestione dell'impresa e un Consiglio di Sorveglianza, eletto per metà dai lavoratori, che svolge una funzione deliberativa in merito alla predisposizione delle linee strategiche della *governance* aziendale. Il modello tedesco è un *unicum* di difficile emulazione, ma può essere un modello per il diritto italiano, che non ha ancora preso una posizione netta in merito e l'adozione di un modello più flessibile della gestione può favorire la produttività, lo sviluppo soprattutto delle PMI e forme di autoimprenditorialità. Il coinvolgimento di altri *stakeholders* nella fase di assunzione delle decisioni gestorie della società è visto anche come un metodo per ridurre gli eccessivi azzardi che diversamente potrebbero verificarsi a livello di *governance*; i sistemi che affidano un ruolo centrale agli azionisti finiscono inevitabilmente per legare l'organizzazione aziendale a un destino tracciato da scelte gestorie di breve termine, guidate principalmente dalla remunerazione del loro investimento, seppur a discapito del benessere aziendale. L'articolazione di un sistema di relazioni industriali basato su un clima di collaborazione tra le varie parti coinvolte nell'organizzazione è funzionale ad un aumento di valore del complesso aziendale e della produttività di questo; al contrario i sistemi in cui predomina il conflitto creano una «spaccatura tra i settori produttivi all'avanguardia e altri invece a basso valore aggiunto», arrecando danno allo sviluppo e alla competitività del

²³⁰ Appena dopo l'emanazione della Legge sulla Cogestione nel 1976, venne presentato nel 29 Giugno 1977 un ricorso con cui il giudice costituzionale venne chiamato a valutare la conformità di questo modello con la Costituzione e in particolar modo con l'art. 14 Cost. che sancisce la tutela del diritto di proprietà privata, che in questo caso deve essere garantito anche relativamente alle quote dei soci nella società di capitali. Secondo la Corte questo modello non è un ostacolo all'esercizio del diritto dei soci e non limita il ruolo della contrattazione collettiva, poiché in ogni caso c'è sempre una leggera prevalenza degli azionisti all'interno dell'impresa capitalistica. Secondo la corte la peculiarità di questo sistema risiede nel fatto che «*l'ordinamento e la pacificazione del mondo del lavoro previsto dall'art. 9 §3 GG può essere perseguito, non solo da quelle forme che, come la contrattazione collettiva, sono caratterizzate dalla contrapposizione degli interessi, dalla lotta e dal conflitto, ma anche da quelle che pongono in primo piano la volontà comune di collaborazione, pur non escludendo i conflitti e le loro conseguenze*».

settore²³¹. Questo sviluppo delle relazioni industriali su di un livello orizzontale offre l'occasione di dar adito a molteplici voci di soggetti destinatari degli atti di organizzazione, che diversamente avrebbero la possibilità di esercitare la tutela dei loro diritti, solo *ex post*, in sede di tutela processuale e risarcitoria. Se la gestione dell'impresa è finalizzata prevalentemente alla realizzazione dell'interesse sociale, tramite il mantenimento della continuità aziendale, allora solo tramite l'adozione di una accezione più ampia di questo interesse, volta a ricomprendere anche i dipendenti aziendali, è possibile giustificare l'adozione di scelte gestorie di lungo termine²³².

Nel diritto italiano il fenomeno della partecipazione dei lavoratori trova fondamento nell'articolo 46 della Costituzione, ai sensi del quale, «*ai fini dell'elevazione economica e sociale del lavoro e in armonia con le esigenze della produzione, la Repubblica riconosce il diritto dei lavoratori a collaborare, nei modi e nei limiti stabiliti dalle leggi, alla gestione delle aziende*». Sebbene la riserva di legge contenuta nel dettato costituzionale non abbia mai trovato attuazione, si registrano diversi interventi episodici del legislatore che evidenziano come questa abbia una forza tale da ripercuotersi su altre branche del diritto, come quello della crisi di impresa, grazie agli interventi partecipativi dei dipendenti nel processo di

²³¹ Cfr. M.CORTI, op.cit., pag. 1511 ss., in cui l'autore nell'affermare il suo *favor* per un sistema di relazioni industriali a ridotta conflittualità, evidenzia come in Paesi quali la Germania e la Svezia in cui la partecipazione dei lavoratori è intesa, si sta percorrendo «una via alta alla competitività, imperniata sulla produzione di beni e servizi sofisticati e di qualità, alti salari, impiego stabile e una forza lavoro specializzata e collaborativa». A riguardo richiamo anche F.VELLA, *L'impresa e il lavoro: vecchi e nuovi paradigmi della partecipazione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.6, 2013, pag. 1142, che ritiene che «il buon funzionamento della *governance* si deve incardinare su un processo decisionale che ribaltando il tradizionale assetto verticale, si muova (appunto come nei *networks*) sul piano orizzontale, attraverso un sistema intero che coinvolge diversi centri (si parla di *multiple boards*) esponenziali delle *Constituencies* delle quali l'organo gestionale debba tener conto». La teoria dei *networks* cui fa riferimento l'autore appena menzionato, non a caso trova la sua massima espressione nell'ambito delle crisi finanziarie, in cui è utilizzata come strumento di sperimentazione di approcci di carattere orizzontale.

²³² In questo senso, Cfr. F.VELLA, op.cit., pag. 1144, secondo cui «Nei nuovi paradigmi che connotano una organizzazione di impresa sempre più incentrata su forme di cooperazione e coordinamento nella produzione e diffusione di conoscenze e innovazioni che guardano alla valorizzazione nel lungo termine del suo patrimonio, non può certo sfuggire l'esigenza di una sempre più forte integrazione delle ragioni dei dipendenti nelle strategie decisionali(...)».

risanamento aziendale²³³. La formulazione della norma, in termini molto ampi, prevede un diritto dei lavoratori di collaborazione alla gestione, a cui parte della dottrina minoritaria ha assegnato una valenza neutra che la rende idonea a ricomprendere molteplici forme di partecipazione dei lavoratori²³⁴. Nonostante tutto, in Italia non ci sono forme di partecipazione diretta e interna all'organizzazione aziendale e la maggior parte delle scelte decisionali assunte è frutto di un meccanismo di negoziazione da parte delle rappresentanze sindacali. D'altro canto, molteplici sono stati gli interventi volti a realizzare una partecipazione forte dei lavoratori all'organizzazione aziendale, che traggono la loro ispirazione nel modello del Consiglio di gestione, introdotto nel secondo dopoguerra dall'industria Olivetti,

²³³ Cfr. E. PAGANI, op.cit. pag. 83, che ricollega la mancata attuazione della riserva di legge dell'articolo 46 della Costituzione anche all'amplia formulazione della norma, causa di forti equivoci che ne hanno «consentito infatti, sia una lettura in un'ottica di partecipazione conflittuale ed istituzionalistica che di una modalità di partecipazione conflittuale». Nel senso del ruolo «propulsivo» della norma, Cfr. A. APOSTOLI, *La forza propulsiva dell'art. 46 della Costituzione al di là della sua sostanziale inattuazione*, in *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme del diritto italiano e comparato*, a cura di C.ZOLI, pag. 16 ss.; F. CARINCI- L. MARIUCCIO, *Verso una nuova legge costituyente. La riforma delle regole del gioco*, in *Riv. giur. Lav.* Fasc.1, 1989, pag. 247 ss., che rilevano entrambi come il carattere dell'indeterminatezza della norma in questione sia stato la base per il recepimento di alcune direttive comunitarie in materia di informazione e consultazione dei lavoratori; in modo particolare gli ultimi autori sostengono che pur prescindendo dall'inattuazione dell'articolo 46, questo «si presta a fare da supporto sia ad una nuova fase della legislazione di sostegno sia all'introduzione nel nostro ordinamento di formule di vera e propria codeterminazione». In merito alla profilazione di un ruolo partecipativo dei lavoratori nella fase di crisi di impresa, mi riferisco ai vari interventi a favore del sostenimento di iniziative di autoimprenditorialità, quali la legge Marcora n. 49/1985 e l'art. 11 co.2 e 3 del d.lgs n.145/2013 e la legge Marcora II, introdotta con decreto del MISE 4 Dicembre 2014. Anche la legge n.142 del 2001, nel determinare il contenuto del Regolamento interno delle società cooperative di produzione e lavoro, prescrive all'art.6 co.1 lett.d), come contenuto inderogabile «l'attribuzione all'assemblea della facoltà di deliberare un piano di crisi aziendale nel quale siano salvaguardati per quanto possibile, i livelli occupazionali e siano altresì previsti: la possibilità di riduzione temporanea dei trattamenti economici integrativi (...); il divieto, per l'intera durata del piano, di distribuzione di eventuali utili».

²³⁴ Cfr. A. APOSTOLI, op.cit., pag.20 ss., secondo cui «l'espressione collaborazione contenuta nell'articolo 46 della Costituzione non significa di per sé comunione di interessi, potendosi fare riferimento, stante la genericità del dato normativo, ad una pluralità di modelli partecipativi». Questa lettura dell'articolo 46 è di carattere minoritario, ma riprende l'orientamento della giurisprudenza tedesca in merito all'esistenza di molteplici meccanismi, diversi da quelli di carattere conflittuale, ai fini del coinvolgimento dei lavoratori nella *governance* societaria. Dall'altro lato l'autore menzionato riporta quella che è la lettura più accreditata a livello dottrinale della norma costituzionale, che nel definire il rapporto di lavoro, come «contratto di scambio», vede il fenomeno collaborativo come una «comunanza di interessi tra l'imprenditore e i suoi dipendenti, fondata sul comune scopo produttivo qualificante l'organizzazione in cui collaborano». In questo senso, Cfr. G. ARDAU, F.MANCINI, *La responsabilità contrattuale del prestatore di lavoro*, Milano, 1957, pag.126, che esalta il concetto di «comunità di impresa», a cui partecipano tutti i soggetti coinvolti nella produzione.

con il fine di realizzare una democratizzazione aziendale, attraverso una maggiore collaborazione tra imprenditore e datori di lavoro²³⁵. Sulle orme del legislatore tedesco, nel 2003, la riforma del diritto societario (d.lgs. n.6 del 2003) interviene modificando l'organizzazione societaria, prevedendo la possibilità di affiancare a un modello di amministrazione tradizionale che opera di *default*, un sistema di amministrazione dualistico, che vede compartecipi un Consiglio di gestione e un Consiglio di sorveglianza che nomina gli amministratori e vigila sul loro operato; questo sistema di amministrazione è importante perché è funzionale a dissociare il potere di controllo degli organi sociali dagli interessi degli azionisti e, in seguito all'attuazione della delega, ormai scaduta, contenuta nell'art. 4 co.62 della Riforma Fornero, sarebbe potuto divenire anche potenziale canale di coinvolgimento dei lavoratori nella *governance*, prevedendo la partecipazione dei loro rappresentanti negli organi di sorveglianza della società²³⁶. A colmare il vuoto normativo interviene la dottrina, che suggerisce alcuni meccanismi finalizzati a incentivare la partecipazione, come la previsione di amministratori nominati dai rappresentanti dei lavoratori e dotati di una loro autonomia rispetto all'organo assembleare, sulle orme della figura dell'amministratore indipendente, oppure la previsione di *default rules*, che tramite il meccanismo *comply or explain*, possono prevedere regole non imperative, ma volte a incentivare per tutte le imprese (e non solo quelle in cui è

²³⁵ In merito Cfr. F. LAURIA, *Quadro definitorio ed evoluzione storica*, in *Partecipazione dei lavoratori: dalla teoria alla pratica*, Dossier Adapt, n.6, 21 Aprile del 2010, pag. 4, che descrive il caso Olivetti come una vicenda molto originale che da un apporto fondamentale alla partecipazione dei lavoratori in Italia. Inoltre, Cfr. S.MUSSO, *La partecipazione nell'impresa responsabile. Storia del consiglio di gestione Olivetti*, Il Mulino, 2009, per una chiara ricostruzione della vicenda.

²³⁶ La riforma Fornero all'articolo 4 co.62 delega il Governo ad adottare dei decreti finalizzati a favorire forme di partecipazione dei lavoratori nell'impresa; accanto alla valorizzazione e il rafforzamento delle esperienze di consultazione e informazione, già fortemente affermate a livello comunitario, la riforma si propone di «sperimentare nuove modalità in grado di collegare la creazione di meccanismi congiunti o paritetici ai quali attribuire competenze di monitoraggio e consultazione sulle scelte di “gestione aziendale”, con la presenza dei rappresentanti dei lavoratori negli organi societari»; in questo senso Cfr. F. VELLA, op.cit., pag. 1147, che approfondisce anche gli aspetti dibattuti di questa legge delega e in particolar modo il fatto che sia limitata a prevedere una partecipazione nelle società che hanno adottato un modello dualistico; secondo l'autore citato « (...) guardando al fenomeno con una buona dose di realismo, la scarsa diffusione nel nostro ordinamento del modello dualistico, è l'elevata improbabilità di una repentina inversione di tendenza, di fatto riducono sensibilmente le possibilità di sviluppo di forme partecipative vincolate alla presenza di questo modello».

presente l'adozione di un modello dualistico), una partecipazione dei lavoratori²³⁷. In ultimo, non per importanza, ma per ricongiungersi al discorso dei *workers buy out*, il diritto societario consente tramite il modello della società cooperativa la realizzazione di quella partecipazione gestoria sulla quale è difficile raggiungere un equilibrio e una uniformità di vedute a livello legislativo e di cui questa struttura societaria è un elegante compromesso, coniugando nella figura del socio lavoratore, il ruolo di imprenditore e di lavoratore dipendente. Nel seguito della trattazione vedremo infatti, come il diritto italiano consenta la realizzazione di operazioni straordinarie di acquisizione aziendale, finalizzate al risanamento, attraverso la costituzione di una *newco* che abbia le forme di società cooperativa e come quest'ultima caratteristica, che contraddistingue questa operazione di *buy out* dalle altre, sia anche condizione per la percezione d'incentivi statali.

2. Il *workers buy-out* : profili generali

In questo panorama si inserisce il nostro discorso riguardante il fenomeno del *workers buy-out* (WBO), termine con cui si fa riferimento a un'operazione di acquisizione societaria i cui soggetti titolari dell'iniziativa sono i lavoratori dipendenti della società *target*²³⁸. Il WBO rientra nel novero delle operazioni straordinarie ed è finalizzato, come il MBO (v. *supra* Cap. 2), all'acquisizione

²³⁷ La proposta dell'introduzione di un amministratore indipendente nominato dai lavoratori deriva dalle stesse rappresentanze sindacali. *Ibidem*, pag. 1148 ss., che motiva questa scelta sul presupposto per cui la funzione di perseguimento dell'interesse sociale dell'amministratore indipendente possa essere utilizzata per concretizzare la partecipazione dei lavoratori negli organi societari, «e che garantisce l'apporto di competenze specifiche e elevate qualificazioni necessarie per valorizzare la rappresentanza dei lavoratori negli organi societari». Per quel che riguarda l'estensione delle *default rules* all'ambito della partecipazione dei lavoratori, l'autore la giustifica ritenendo che la regolamentazione di queste vicende tramite regole non prescrittive, ma per le quali è previsto il meccanismo *comply or explain*, possa «rappresentare quel segnale necessario affinché l'ordinamento manifesti una scelta chiara e netta sul terreno della democrazia industriale, senza limitarsi solo a mettere a disposizione “la cassetta degli attrezzi”». Uno degli elementi di debolezza che era criticato in merito alle disposizioni della legge Fornero riguardava proprio il fatto che la scarsa diffusione del sistema dualistico nel nostro ordinamento era un disincentivo a forme di partecipazione di questo tipo in tutte le imprese, anche di piccole dimensioni che non avessero questo modello.

²³⁸ Si rimanda a S.CERRATO, op.cit., 533 ss., per una dettagliata differenziazione delle varie operazioni di LBO.

dell'azienda o dei rami di questa da parte di soggetti interni alla stessa società *target*, nei cui confronti si realizza una la traslazione della proprietà.

Molteplici sono gli elementi in comune con le altre operazioni di *buy-out*, tra i quali lo schema di realizzazione, tripartito: costituzione società *newco*, individuazione dell'azienda o del ramo di azienda *target* da acquisire, ricorso a finanziamenti esterni per la realizzazione dell'operazione; ma molteplici sono anche le diversità che permettono di distinguere il WBO dalle altre operazioni di *buy-out* e in particolar modo dal MBO.

Come il MBO anche il WBO vede partecipi i lavoratori della società *target*, ma mentre nel primo caso i soggetti titolari dell'iniziativa sono amministratori o lavoratori che ricoprono cariche dirigenziali (v. *supra* Cap.2), questi ultimi sono legati da un rapporto di lavoro subordinato con l'impresa. Ed è proprio la diversa posizione interna all'azienda che questi soggetti ricoprono che produce i suoi effetti anche sulle modalità di realizzazione dell'operazione, poiché i lavoratori dipendenti, pur parte integrante dell'organizzazione aziendale, sono esterni al sistema di *governance* e privi dell'esperienza e della professionalità che può invece apportare il *management* alla conclusione di una operazione di tal genere; questo è il motivo per cui molto spesso si assiste a forme di WBO ibride, realizzate tramite l'iniziativa congiunta di *ex managers* e dipendenti dell'azienda in crisi o forme compartecipate di WBO in cui, per garantire una continuità gestionale, si affiancano i dipendenti dell'azienda alla vecchia proprietà²³⁹.

²³⁹ In Italia un caso esemplare di modello ibrido di WBO è quello della *Infissi Design Società cooperativa*, realizzato nel 2011, per salvare la Ferri S.R.L., un'azienda a gestione familiare, operante nel settore manifatturiero di produzione di porte e finestre. Nel 2011 i fratelli Ferri, di concerto con 7 dipendenti della Ferri S.r.l. hanno costituito una società cooperativa per la riorganizzazione e il risanamento aziendale. Cfr. M.VIETA, S. DEPEDRI, A. CARRANO, *The italian road to recuperating enterprises and the Legge Marcora Framework: Italy's worker Buyouts in Times of Crisis*, Research Report, n.015/17, pag. 141, che definisce questo processo come «WBO ibrido», in cui i dipendenti della società, insieme con i precedenti proprietari hanno deciso di intraprendere un'operazione di salvataggio dell'impresa, per ripartire tramite la forma della cooperativa. La peculiarità di questo modello consiste di garantire una sorta di continuità con la precedente gestione aziendale, per quel che riguarda l'organizzazione amministrativa, la proprietà e la strategia operativa utilizzata.

I due profili che caratterizzano questa tipologia di *buy-out*, dai quali si può tracciare una chiara distinzione rispetto al MBO, riguardano da un lato la condizione aziendale in cui si fa maggiormente ricorso a questa tipologia di operazione e dall'altro l'oggetto dell'acquisizione.

Il primo profilo caratteristico dell'operazione attiene al momento della sua realizzazione: sebbene un WBO possa essere utilizzato per operazioni di ristrutturazione aziendale realizzati in ogni fase di vita dell'impresa, nella prassi è frequente il ricorso a questo strumento nei periodi di crisi, poiché, come vedremo nel seguito della trattazione, quest'ultima è preconditione per usufruire di molte agevolazioni per la realizzazione dell'operazione²⁴⁰.

La crisi che il WBO si propone di curare è riconducibile prevalentemente a cause interne all'azienda, quali situazioni legate a una difficoltà di reperimento di risorse finanziarie o problemi interni alla *governance*; solo in questi casi, infatti, il ricambio dell'assetto proprietario può arrecare beneficio, sia per via del ridimensionamento aziendale sia per via degli equilibri interni che sono ristabiliti, attraverso la sostituzione della vecchia proprietà con la nuova²⁴¹. Più scarso è il ricorso al WBO per la risoluzione di quelle crisi dovute a perdite da inefficacia del prodotto immesso

²⁴⁰In questo senso, Cfr. E.PAGANI, op.cit., pag. 182, che evidenzia la tendenza nell'ordinamento italiano di considerare questo strumento come «istituto di diritto concorsuale, necessario per il superamento della crisi, che di pianificazione della successione aziendale». A conferma di questo dato, Cfr. A. LANZAVECCHIA, L. D'AURIZIO, *Crisi d'impresa e workers buy-out: opportunità sociali e criticità fiscali*, in *Contabilità Finanza e Controllo*, fasc.11, Novembre 2013, pag. 28, secondo il quale il differente utilizzo della leva è un elemento di distinzione tra le due operazioni, poiché è maggiore nelle operazioni di MBO. Infatti, non è un caso il fatto che dei MBO che avvengono in Italia, i *turnaround*, che hanno luogo in fase di crisi, costituiscono un dato del tutto trascurabile, poiché del totale delle operazioni di PE che hanno luogo in Italia si registrano solo 7 di *turnaround*

²⁴¹ Diversamente dai MBO che sono spesso realizzati nella forma *merger*, i WBO riguardano spesso l'acquisizione di solo una parte del complesso aziendale, cui si vuole garantire continuità, lasciando l'altra parte nella morsa della liquidazione patrimoniale funzionale al soddisfacimento dei creditori dell'azienda in crisi. L'esito dell'operazione sarà necessariamente un ridimensionamento aziendale, sia in termini di produzione che in termini di personale, dovendo parte di questo essere inserito nelle liste di mobilità. Inoltre e a prescindere dalla crisi, il WBO realizza un ricambio proprietario, che specie nelle realtà aziendali più conflittuali, può apportare una ventata d'aria fresca e consentire all'impresa di ripartire attraverso nuovi soggetti più motivati e attenti alle sorti dell'azienda.

sul mercato²⁴²; in questo contesto un WBO può difficilmente avere esito positivo, poiché la risoluzione di questo tipo di crisi richiede un ammodernamento del settore di produzione che è di difficile realizzazione in un contesto in cui l'acquisizione aziendale richiede un utilizzo ingente di risorse cui consegue un indebitamento da affrontare²⁴³.

La situazione di crisi in cui verte una società *target* di un WBO è inoltre più grave rispetto alla crisi che viene affrontata da un'impresa oggetto di un MBO, poiché gli amministratori sono in grado di conoscere tempestivamente la situazione economico-finanziaria della società *target*, essendo loro compito la predisposizione e la gestione degli *assets* in maniera funzionale al mantenimento della continuità aziendale e alla redazione del bilancio d'esercizio.²⁴⁴ Il tardivo ricorso al WBO deriva in parte dalla posizione dei lavoratori, che sebbene interni all'azienda, sono però terzi rispetto alle vicende riguardanti la *governance* e per questo vengono a conoscenza della situazione di squilibrio economico-finanziario solo in un momento successivo alla percezione dei primi segnali di crisi²⁴⁵.

²⁴² Con il termine "crisi da prodotto", si indica la manifestazione di inefficacia del prodotto che l'azienda ha immesso nel mercato; questo può derivare da obsolescenza, carenza di capacità innovative e mancanza di investimenti in ricerca e sviluppo. Tra le varie valutazioni che devono essere effettuate per la pianificazione dell'operazione e la verifica della fattibilità, i lavoratori devono valutare se sussista un mercato funzionante e disposto a operare con la *Newco*. In caso contrario sarebbe difficile per questa poter operare così come modificare il prodotto, essendo incompatibile con le limitate risorse che i lavoratori hanno a disposizione. In merito all'analisi di questo tipo di crisi, Cfr. L. GUATRI, op.cit., pag. 134, che afferma come questo tipo di crisi sia di «alta pericolosità», poiché è difficile un rapido recupero e qualsiasi intervento richiesto prenderà molto tempo e risorse.

²⁴³ Cfr. M.VIETA- S.DEPEDRI, pag. 235, i quali evidenziano come nella maggior parte dei casi di WBO si assiste a cambiamenti e operazioni di ridimensionamento aziendale; le ragioni di ciò derivano da esigenze di sostenimento della competitività del mercato e di superamento della crisi aziendale; «molte cooperative hanno cambiato la produzione investendo in qualità e caratteristiche del bene o modificandone la tipologia (rispettivamente 7 e 8), mentre solo quattro hanno mantenuto esattamente la stessa produzione, investendo in qualità e caratteristiche del bene o modificandone la tipologia».

²⁴⁴ In questo senso anche A. LANZAVECCHIA, L. D'AURIZIO, op.cit., pag. 28 ss., secondo il quale la condizione economico finanziaria delle imprese *target* nel MBO e nel WBO è diversa, poiché «nel primo caso, aziende sane, con prospettive di crescita e generazione di flussi di cassa disponibili per il servizio del debito assunto per l'acquisizione; nei WBO aziende in crisi, con prospettive di ridimensionamento e con modesti flussi di cassa da destinare all'autofinanziamento».

²⁴⁵ Nella pratica l'iniziativa per la realizzazione di un WBO si colloca come conseguenza immediata della verifica di uno stato di crisi o una dichiarazione di insolvenza; le ragioni di questi interventi tardivi risiedono nel fatto che molto spesso i lavoratori non sono a conoscenza di questa tipologia di operazione e degli incentivi statali a disposizione. In questo senso, Cfr. M.VIETA, S.DEPEDRI, A.CARRANO, op.cit., pag.73.

Il secondo profilo riguarda l'oggetto dell'acquisizione: come tutte le operazioni di *buy out*, anche in questo caso il *target* dell'acquisizione può consistere nell'intero complesso aziendale, ma nella pratica il WBO ha spesso per oggetto solo un ramo aziendale o singoli cespiti di questa²⁴⁶. Quest'ultima caratteristica del WBO è strettamente legata al primo profilo, poiché, avendo luogo in una fase in cui l'impresa è eccessivamente indebitata, le risorse a disposizione sono limitate e i lavoratori non hanno la capacità e il *know how* necessario per poter acquisire la gestione di un'intera organizzazione aziendale, in forte perdita. Diversamente dal MBO, quindi, lo strumento della fusione tra la società *newco* e la *target* non è sempre la via migliore per la realizzazione del WBO, poiché la società acquirente, che in Italia è una cooperativa di produzione e lavoro, non è in grado di sostenere il debito della società *target* che per effetto della confusione patrimoniale subirebbe una traslazione (v. Cap.1). Questo è il motivo per cui nella maggior parte dei casi un'operazione di WBO è realizzata tramite l'acquisizione di carattere negoziale dell'azienda, che è portata a termine tramite la conclusione di un contratto di vendita del complesso aziendale²⁴⁷. Questo mi consente di far cenno a un'ulteriore differenza tra i *merger MBO* e i WBO, che sono realizzati nell'ambito delle procedure concorsuali tramite operazioni di carattere negoziale, come acquisto e affitto di azienda. La conseguenza di ciò si riflette sia a livello decisionale sia a livello pratico poiché da un lato la titolarità del potere decisionale per queste operazioni straordinarie è esclusiva in capo all'organo gestorio e in sede fallimentare trasla sul

²⁴⁶ Cfr. A. LANZAVECCHIA, L. D'AURIZIO, op.cit., pag. 29, che evidenzia come «Un'ulteriore differenza sia riscontrata con riferimento all'oggetto e al meccanismo di acquisto. Infatti, se il MBO generalmente comporta l'acquisto dell'intera azienda o delle sue quote sociali, al contrario le operazioni di WBO molto spesso si limitano all'acquisizione o all'affitto di uno specifico ramo dell'azienda che si intende risanare».

²⁴⁷ Si parla di *stock deal* quando la transazione ha per oggetto l'acquisto della partecipazione nella società *target*, mentre con il termine *asset deal* si fa riferimento all'acquisto dei singoli beni aziendali. Entrambi i contratti possono essere utilizzati per l'acquisto di singoli rami di azienda e la scelta dell'uno o dell'altro risiede negli effetti che si vogliono realizzare; nel caso di *stock deal* gli acquirenti acquisiscono la partecipazione al capitale sociale, costituita da posizioni attive e passive, mentre l'*asset deal* consente di delimitare l'oggetto dell'acquisto unicamente ai beni aziendali e non alla partecipazione al capitale sociale. In Italia si ricorre all'acquisizione sotto forma di *asset deal*, in cui la società *newco* (in forma di cooperativa), in seguito all'acquisizione dei beni aziendali della società *target* in crisi che si estingue, forma una nuova entità e continua così ad operare in via autonoma.

curatore, non essendo necessario l'assoggettamento della decisione alle tempistiche per l'approvazione assembleare²⁴⁸; per quel che riguarda gli effetti della conclusione del contratto, la realizzazione dell'acquisto di azienda in sede concorsuale, ai sensi dell'art. 105 co.4 l.fall., esonera l'acquirente da responsabilità per debiti aziendali sorti prima del trasferimento e questo a differenza di quanto previsto dall'articolo 2504 *bis* c.c. per il quale non sono previste deroghe nel diritto concorsuale e l'alleggerimento del carico debitorio deriva dall'omologazione concordataria²⁴⁹.

Dal punto di vista strutturale il MBO è un'operazione in cui è molto frequente il ricorso all'indebitamento e che per questo motivo include nella sua realizzazione una forte partecipazione di soggetti esterni, in veste di investitori istituzionali, che tipicamente detengono una partecipazione di maggioranza, rispetto al ruolo di minoranza assunto dai *managers* della società. Il fatto che le operazioni di WBO siano realizzate tramite una *newco* in forma di cooperativa permette di rivalutare invece la forza lavoro, che porta a un incremento del capitale umano rispetto al capitale di rischio della società e i soggetti finanziatori dell'operazione partecipano in misura nettamente minoritaria e limitata nel tempo²⁵⁰.

²⁴⁸ In questo senso, Cfr. P.BASTIA, R.BROGI, op.cit., pag.11, che evidenziano come la permanenza in capo agli organi societari dei poteri decisionali, anche successivamente al fallimento, per quel che riguarda le operazioni di riorganizzazione aziendale, permette al curatore la gestione del patrimonio solo tramite queste operazioni di tipo negoziale, quale cessione, scorporo o affitto d'azienda.

²⁴⁹ In merito alla deroga alla responsabilità per debiti aziendali sorti prima del trasferimento, Cfr. articolo 105co.4 l.fall. che prevede che «*Salva diversa convenzione, è esclusa la responsabilità dell'acquirente per i debiti relativi all'esercizio delle aziende cedute, sorti prima del trasferimento*»; la disciplina derogatoria si applica anche nel caso di concordato con cessione di beni, poiché l'articolo 182l.fall. richiama nell'enunciazione della disciplina legislativa l'articolo 105 l.fall. In questo senso, *Ibidem*, pag. 12 ss., che analizza le differenze di queste operazioni negoziali.

²⁵⁰ Cfr. A. LANZAVECCHIA, L. D'AURIZIO, op.cit., pag. 28, che afferma che la partecipazione che i *managers* assumono sia tipicamente di minoranza, a fronte del potere assunto dagli investitori di *private equity*. D'altronde la stessa condizione economico-finanziaria delle imprese *target* di un MBO fa sì che queste ultime siano in grado di produrre *cash flows* da destinare al pagamento dei finanziamenti richiesti. Il ruolo che assume il capitale umano nei WBO si spiega attraverso il tipo societario che viene utilizzato, la società cooperativa di produzione lavoro, caratterizzata dallo scopo mutualistico.

Nelle operazioni di WBO la prevalenza del ruolo dei lavoratori trova la sua piena concretizzazione nello strumento della società cooperativa; In Italia, la struttura flessibile della cooperativa consente di affiancare accanto ai soci lavoratori soci finanziatori, che contribuiscono al finanziamento della società e l'apporto di capitale di rischio, a fronte però di un potere decisionale limitato a 1/3 dell'insieme dei voti spettanti alla totalità dei soci. Anche le società finanziarie, ai sensi dell'articolo 17 della Legge Marcora, possono partecipare al capitale di rischio delle cooperative, solo tramite una

3 Tipologie di *Workers buy-out*

La forma che un WBO può assumere è influenzata da molteplici fattori, quali la realtà macro e micro-economica, la crisi, le tradizioni politiche, la diffusione del fenomeno cooperativo e il rapporto che esiste tra i dipendenti dell'azienda, gli amministratori e l'imprenditore.

Il WBO si articola generalmente in tre diverse tipologie: il WBO conflittuale, il WBO sotto forma di ESOP e il WBO negoziato.

Prima di analizzare le diverse tipologie attraverso cui si può manifestare il WBO, è opportuno delineare i suoi caratteri fondamentali. Il WBO è definibile come un'operazione straordinaria, finalizzata alla «ristrutturazione aziendale, un salvataggio o un processo di conversione» attraverso cui si realizza un effetto traslativo totale o parziale della proprietà sui dipendenti di questa, che hanno promosso la realizzazione dell'operazione²⁵¹.

Il fenomeno del WBO non caratterizza solamente l'Italia, ma trova ampia diffusione anche in alcuni paesi del sud America e del sud Europa, come Francia, Spagna e Grecia che sono maggiormente colpiti dalla crisi; nei paesi di *common law* invece lo strumento più diffuso per la realizzazione di un WBO è quello *dell'Employee Stock ownership plan (ESOP)*. I WBO di carattere conflittuale nascono da situazioni di crisi estrema in cui vi è difficoltà di dialogo tra i lavoratori, l'imprenditore e le autorità locali, così l'acquisizione aziendale da parte dei dipendenti di questa è un atto estremo, conseguenza dell'occupazione e delle proteste realizzatesi per salvare

partecipazione minoritaria e per un periodo di tempo limitato. Il co.5 dell'articolo 17 prevede che «(...) le società finanziarie possono assumere partecipazioni temporanee di minoranza nelle cooperative anche in più soluzioni (...)».

²⁵¹ Cfr. M.VIETA, S.DEPREDI, *Le imprese recuperate in Italia*, in *Economia cooperativa. Rilevanza, evoluzione e nuove frontiere della cooperazione italiana*, Terzo Rapporto EURICSE, 2015, pag. 221, in cui si dà una definizione generale di WBO che possa trovare applicazione per tutte le tipologie tramite le quali si può estrinsecare; in modo particolare l'autore definisce il WBO come «un'acquisizione o un salvataggio di un'impresa convenzionale da parte dei dipendenti che vi hanno lavorato. Con questo termine viene cioè indicata una ristrutturazione aziendale, un salvataggio o un processo di conversione, in base al quale i dipendenti acquistano la proprietà dell'intera azienda che li impiega o di una parte di essa». Nello stesso senso, Cfr. M.VIETA, S.DEPREDI, A.CARRANO, op.cit., pag. 35, secondo il quale il WBO, nella sua «espressione più progressiva» include la partecipazione dei lavoratori nella gestione dell'impresa, in maniera diretta o indiretta, tramite la nomina del consiglio di amministrazione.

l'azienda e i posti di lavoro; questo modello nasce in Argentina e dà vita a cooperative di salvataggio, definite *empresas recuperadas* (v. *infra* § 3.1).

Anche in Italia, la maggior parte dei WBO è realizzata tramite una società *newco* cooperativa, ma in questo caso lo svolgimento dell'operazione è risultato di una fase di negoziazione tra i lavoratori, l'imprenditore e gli organi fallimentari; nel nostro paese, come vedremo, il ricorso al WBO è incentivato grazie al supporto di un apparato normativo che garantisce il trasferimento di risorse statali alle "cooperative di salvataggio", costituite dagli *ex* lavoratori dell'azienda in crisi. In ultimo, ma non per importanza, quanto per scarsa diffusione nel nostro ordinamento e negli altri paesi di *civil law*, il WBO realizzato attraverso il ricorso a piani di azionariato dei dipendenti (ESOP), termine con cui non si indica solo la partecipazione di questi agli utili della società, ma anche al capitale di rischio; l'acquisizione della società *target* viene realizzata tramite l'acquisizione di quote di proprietà della società, che sono messe a disposizione tramite un fondo (*trust*). Si precisa sin da subito che questa terza modalità di realizzazione di WBO non sarà oggetto del presente capitolo, perché sebbene sia una forma di partecipazione finanziaria dei lavoratori all'impresa, non è strumento sufficiente per la risoluzione della crisi aziendale.

L'obiettivo di questo capitolo è analizzare le forme di WBO che si avvalgono dello strumento della società cooperativa, come società *newco* per la realizzazione dell'acquisizione finale.

3.1 Il fenomeno delle *empresas recuperadas por sus trabajadores* argentine

La ragione per cui si analizza separatamente il fenomeno del WBO diffusi nei paesi del sud America, risiede nel carattere conflittuale di questa operazione, in cui la costituzione di una società gestita dai lavoratori è lo *step* finale del processo di occupazione e autogestione aziendale che avviene in pendenza di un procedimento di

fallimento²⁵². L'occupazione dell'impresa ha il fine di sottrarre i beni aziendali dalla vendita fallimentare attivata dal curatore, convincendo quest'ultimo all'affidamento dell'azienda agli *ex* dipendenti, per il mantenimento della continuità aziendale. Diversamente dal nostro sistema, in Argentina non vi è un referente normativo paragonabile alla legge Marcora (v. *infra* §4) e il recupero di queste imprese era molto più problematico, essendo rimesso a una valutazione caso per caso da parte dei giudici fallimentari²⁵³. Per legalizzare questa situazione e sottrarre la scelta alla discrezionalità dell'organo giudiziario, il legislatore argentino interviene sulla *Ley Nacional de Concursos*, attraverso una modifica nel 2001 dell'articolo 190, con cui si prevede la possibilità di concedere ai lavoratori che rappresentino i 2/3 del personale in attività o dei creditori legati da rapporto di lavoro con l'azienda, di operare tramite lo strumento della *cooperativa de trabajo*, per il mantenimento della continuità aziendale²⁵⁴. Le cooperative menzionate ora nella Legge Concorsuale

²⁵² Nonostante tutto anche in Italia si sono registrati degli episodi di WBO conflittuali; di particolare rilievo è il WBO di Officine Zero, cooperativa nata in seguito al fallimento della Officine RSI S.p.A., società che si occupa della manutenzione dei treni notte. L'operazione di acquisizione avviene tramite un'occupazione degli *ex* dipendenti, di *freelance* e alcuni studenti, per evitare la vendita all'asta fallimentare dell'area e dei macchinari utilizzati. L'occupazione ha avuto luogo il 20 Febbraio del 2012 e in seguito gli *ex* dipendenti e gli altri soggetti coinvolti hanno realizzato un progetto volto al risanamento della produzione di RSI; il progetto è stato presentato il 1 Giugno del 2013, dopo la dichiarazione del fallimento da parte del Tribunale. Cfr. M.VIETA, S.DEPEDRI, A.CARRANO, op.cit., pag. 150 ss., che rileva la peculiarità di questo WBO e la sua natura ibrida che ha visto parteciparvi non solo *ex* dipendenti ma anche altri soggetti appartenenti ad altri settori, come giornalisti e professori. La particolarità di questa cooperativa è che non ricalca lo schema dei WBO tradizionali, perché è ispirata al modello argentino di cogestione.

Questo è un tipo di WBO abbastanza raro, dal momento che in Italia sono stati individuati pochissimi casi di acquisizioni realizzate tramite scioperi; Cfr. M.VIETA, S. DEPEDRI, *Le imprese recuperate in Italia*, op.cit., pag. 235 che rilevano solo cinque casi in cui la costituzione di cooperative era il frutto di scioperi e occupazioni.

²⁵³ Cfr. G.ORLANDO, *Le imprese recuperate in Italia*, in *Rassegna italiana di sociologia*, n.3, 2017, pag. 669, che evidenzia come l'origine conflittuale dell'operazione di WBO non sia l'unica differenza riscontrabile tra i due ordinamenti, poiché fino al 2001 con l'emanazione della *Ley nacional de concursos* non c'era un quadro normativo, simile a quello italiano che potesse facilitare l'operazione.

²⁵⁴ Cfr. art. 190 *Ley de Concursos*: «*En toda quiebra, aun las comprendidas en el artículo precedente, el síndico debe informar al juez dentro de los veinte (20) días corridos contados a partir de la aceptación del cargo, sobre la posibilidad de continuar con la explotación de la empresa del fallido o de alguno de sus establecimientos y la conveniencia de enajenarlos en marcha. En la continuidad de la empresa se tomará en consideración el pedido formal de los trabajadores en relación de dependencia que representen las dos terceras partes del personal en actividad o de los acreedores laborales quienes deberán actuar en el período de continuidad bajo la forma de una cooperativa de trabajo. A tales fines deberá presentar en el plazo de veinte (20) días, a partir del*

argentina sono distinte con il termine *empresas recuperadas por sus Trabajadores* (Ert) e sono il risultato del salvataggio dell'impresa da parte dei suoi dipendenti, il corrispondente delle nostre cooperative di salvataggio²⁵⁵.

3.2 Il workers buy-out nell'ordinamento italiano: le cooperative di salvataggio

Il WBO non deve essere considerato un concetto del tutto estraneo al diritto italiano, visto che il «*diritto dei lavoratori a collaborare*» trova un espresso riferimento costituzionale (v. *supra* §1).

Nel contesto italiano, dato l'infrequente ricorso allo strumento dell'ESOP, le operazioni di WBO si realizzano tramite lo strumento della *newco* costituita in forma di società cooperativa di produzione e lavoro; ma, diversamente dalle operazioni cui partecipano le *recuperadas* argentine, i WBO italiani sono caratterizzati dal fatto che il risanamento si fonda su un percorso di negoziazione tra le autorità statali, l'imprenditore e i lavoratori dipendenti finalizzato alla predisposizione degli incentivi statali per la costituzione di cooperative di salvataggio²⁵⁶.

Questo strumento è concepito prevalentemente come istituto di diritto concorsuale e la maggior parte dei WBO che si sono verificati in Italia negli ultimi dieci anni derivano da esigenze di risanamento per precedenti crisi aziendali; nonostante tutto, sebbene in misura ridotta, il WBO può trovare ampio utilizzo anche per operazioni strategiche finalizzate alla realizzazione di trasferimenti aziendali dalla vecchia

pedido formal, un proyecto de explotación conteniendo las proyecciones referentes a la actividad económica que desarrollará, del que se dará traslado al síndico para que en plazo de cinco (5) días emita opinión al respecto».

²⁵⁵ Si tratta di imprese che sono più recenti rispetto alle cooperative italiane, poiché l'intervento di riforma del legislatore argentino ha luogo solo nel 2001. Nel 2004 sono state individuate 161 *empresas recuperadas*, mentre nel 2010 sono arrivate a 235; si tratta per la maggior parte di PMI che operano nel settore manifatturiero e sono concentrate prevalentemente nella zona di *Buenos Aires*. Per un confronto dei dati sopra elencati, Cfr. G. ORLANDO, op.cit., pag., 668.

²⁵⁶ Il termine cooperativa di salvataggio contraddistingue questo tipo di società, per il fatto che mostra delle differenze strutturali rispetto lo schema legale codicistico. Cfr. M. BIAGI, *Cooperative e relazioni industriali della crisi: prime note alla legge 27 Febbraio 1985, n.49*, in *Rivista italiana di diritto del lavoro*, I, 1985, pag. 292, secondo cui, «se si guarda a questa particolare forma societaria come ad una *species* di un *genus* definibile come cooperativa di lavoro, non è difficile accorgersi delle rilevanti deviazioni rispetto lo schema legale tipico».

proprietà ai lavoratori dipendenti di questa e in ultimo, anche se molto rari, sono anche i casi di WBO conflittuali.²⁵⁷

La realizzazione dell'operazione è alquanto complessa ed è frutto di una attenta e lunga pianificazione strategica. Un ruolo fondamentale per la realizzazione di questo tipo di acquisizione è ricoperto dallo Stato, dalle Associazioni di Cooperative e dai sindacati, che sono chiamati a trovare un comune accordo che tenga conto dei molteplici interessi in gioco²⁵⁸; il coinvolgimento in questa operazione di numerosi soggetti, portatori di interessi diversificati, riduce la possibilità di soluzioni conflittuali (come diversamente si verifica in Argentina), ma allo stesso modo richiede molteplici accortezze procedurali da seguire. La diffusione del WBO in Italia è favorita dalla combinazione di diversi fattori di carattere normativo e di contesto, quali la predisposizione di un apparato legislativo di supporto, una forte propensione alla collaborazione da parte dei lavoratori con le autorità statali e un'ampia diffusione del fenomeno cooperativo e del concetto di autoimprenditorialità²⁵⁹.

²⁵⁷ Cfr. I. VESENTINI, *Quando i dipendenti salvano l'azienda: sempre più casi in Italia*, in *Il Sole 24 ore*, 22 Settembre 2016, che evidenzia come queste operazioni possano essere, nonostante l'incidenza minima, utilizzate anche per i passaggi generazionali più difficili; un esempio è quello della coop Arbizzi di Reggio Emilia, il cui titolare nel 2014, ha deciso di tirarsi indietro e tramite la conclusione di un accordo con i dipendenti ha realizzato il trasferimento di proprietà in capo a questi ultimi, il cui lavoro e i cui investimenti quantificabili a 5 milioni, hanno permesso di espandersi fino a raggiungere nel 2015 un fatturato pari a 9.2 milioni di euro. Nello stesso senso, Cfr. E. DI TOMASO, *Il workers buy-out: i dipendenti salvano l'azienda*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 Novembre 2014, secondo cui «un ulteriore aspetto del WBO è che esso possa rivelarsi utile nell'ottica di risolvere il problema, generalmente molto acuto, nelle piccole e medie imprese italiane, di successione aziendale. Al decesso o al ritiro del proprietario di impresa infatti, talvolta per mancanza di eredi, validi *manager* o nuovi acquirenti, in grado di proseguire o subentrare nella gestione aziendale, l'impresa corre il rischio di cessare l'attività; in tale situazione, il WBO, può rivelarsi un'ottima opzione per permettere la continuità aziendale». Per quel che riguarda la diffusione dei WBO di carattere conflittuale, Cfr. nt. 29.

²⁵⁸ Cfr. M. VIETA, S. DEPEDRI, A. CARRANO, op.cit., pag.6, che evidenzia l'approccio di collaborazione tra i vari soggetti coinvolti, che conduce alla realizzazione dell'operazione; l'autore descrive il WBO come una operazione di trasformazione negoziata che fa affidamento su una regolamentazione e una struttura finanziaria di supporto.

²⁵⁹ Questa cooperazione che si realizza tra i lavoratori, le associazioni cooperative, i sindacati e le autorità statali è frutto di un procedimento di negoziazione, dal quale l'operazione prende il nome di "WBO negoziato". In particolar modo proprio la valorizzazione dell'elemento dell'autoimprenditorialità è elemento centrale e tanto discusso anche a livello UE; tutti gli interventi che si sono realizzati dagli anni '80 in poi hanno avuto per oggetto la previsione di incentivi statali per

Sotto il profilo normativo, uno dei primi elementi di propulsione per la diffusione del WBO in Italia è l’emanazione nel 1985, della Legge Marcora, come risposta alle condizioni di disoccupazione e crisi aziendale che stava dilagando negli anni ’70 e ’80 in parallelo alla crescente diffusione delle PMI “*Made in Italy*”²⁶⁰. Numerosi sono stati gli interventi successivi, finalizzati da un lato a irrobustire le modalità di finanziamento delle cooperative e dall’altro a valorizzare l’autoimprenditorialità dei lavoratori, attraverso la predisposizione di meccanismi di sostegno per consentire a questi di investire nell’acquisizione aziendale. Tra i tanti interventi, fondamentale è l’introduzione del decreto “Destinazione Italia” del 2013 che ha introdotto un diritto di prelazione dei lavoratori di aziende in crisi, nell’acquisto o nell’affitto dell’azienda in pendenza di una procedura concorsuale, esercitabile attraverso l’utilizzo di risorse personali derivanti dalla richiesta anticipata dell’indennità di mobilità. (v. *infra* §6). Un ulteriore fattore incentivante il ricorso a questa operazione è la società cooperativa di produzione e lavoro; questa forma societaria, disciplinata con la legge n. 142 del 2001, è finalizzata all’instaurazione di un rapporto di lavoro tra il socio cooperatore e la società cooperativa, come forma alternativa di partecipazione al rapporto sociale.

Una delle caratteristiche principale delle cooperative è l’anti-ciclicità: negli anni di crisi, infatti, da un lato si è assistito a una chiusura di aziende e ad un peggioramento delle condizioni lavorative, anche a causa di vari interventi di adattamento che hanno ridotto la sicurezza dei lavoratori, mentre dall’altro proprio nelle regioni degli stati

la costituzione di società cooperative di lavoro o per permettere ai lavoratori dipendenti di mettersi in proprio.

²⁶⁰ La legge n.49/1985 è frutto di un’iniziativa del primo ministro dell’Industria, Giovanni Marcora, che la emana guidato dall’intento di stimolare la crescita economica a livello locale, prevenire ulteriori chiusure di fabbrica e promuovere l’iniziativa imprenditoriale dei lavoratori. Cfr. VIETA, S.DEPEDRI, A.CARRANO, op.cit., pag. 15 ss, che sostiene come la maggior parte dei WBO siano stimolati dalla diffusione di associazioni di cooperative distribuite a livello territoriale. In modo particolare associazioni come Legacoop e Confcooperative hanno sempre dimostrato un forte interesse nella realizzazione di WBO, come conseguenza del fatto che circa il 60% delle cooperative risultanti un WBO sono affiliate a Legacoop e circa il 19% fanno parte di Confcooperative.

europei più affette dalla crisi il fenomeno del cooperativismo ha conosciuto un forte sviluppo²⁶¹.

Sono molteplici i fattori che rendono questa struttura societaria la più adatta per affrontare tempi di crisi e dati empirici dimostrano che queste tendono a fallire con meno frequenza rispetto alle altre società di capitali, subiscono una perdita inferiore dei posti di lavoro e rispondono in maniera più flessibile ai cambiamenti economici²⁶². Nelle operazioni di WBO la cooperativa di produzione e lavoro è lo *step* finale di un procedimento di acquisizione della proprietà dell'azienda da parte dei lavoratori. Le ragioni che spingono i soggetti promotori alla conversione del *business* aziendale in forma di cooperativa, piuttosto che in un'altra tipologia di società di capitali, risiede nella struttura stessa delle cooperative: la composizione del capitale sociale e la singolare forma proprietaria, sono due elementi determinanti il suo utilizzo e il forte successo, in una situazione di crisi aziendale. I protagonisti del WBO sono i lavoratori dipendenti della azienda in crisi e il loro ruolo viene esaltato dalla struttura societaria cooperativa, in cui la forza lavoro assume un valore predominante; la prevalenza del capitale umano sul capitale di rischio incide anche sullo scopo della gestione che non è funzionale alla massima remunerazione dell'investimento dei soci, ma si concentra sul soddisfacimento dei loro bisogni personali, che può avvenire attraverso il consumo di beni o servizi, il lavoro o la gestione di parte delle attività imprenditoriali²⁶³. Proprio l'esaltazione del lavoro permette alla cooperativa di ammortizzare l'impatto della crisi, trattandola alla stregua di una vicenda meramente interna all'impresa, evitando così di ricorrere in

²⁶¹ *Ivi*, pag. 5. Inoltre, Cfr. *Terzo rapporto Euricse*, che valuta il successo dell'anti-ciclicità della cooperativa, tramite un calcolo dei posti di lavoro che sono stati salvati o creati; «se si considera che le cooperative non solo non hanno ridotto il numero di occupati, come la generalità delle altre imprese, ma li hanno aumentati, e che la loro tenuta ha permesso di tutelare, se non di accrescere, gli occupati in altre imprese cooperative, è possibile stimare che il contributo complessivo della cooperazione all'occupazione nel corso della crisi è stato superiore a 220 mila posti di lavoro».

²⁶² *Ibidem*, secondo il quale la struttura della società cooperativa è l'ideale contro-partita alla perdita dei posti di lavoro e alla chiusura delle aziende.

²⁶³ Cfr. *Introduzione*, in *Economia cooperativa*, op.cit., pag.32 ss., in cui si evidenzia «la dimostrata capacità delle cooperative di rispondere alle esigenze emergenti, attraverso modifiche non solo dei settori di attività, ma anche degli obiettivi e dei modelli di *governance*».

maniera massiccia a finanziamenti e ammortizzatori sociali²⁶⁴; la reazione principale alla crisi è quella di intervenire sulla forza lavoro, mantenendo inalterata o aumentando la produzione di beni e l'offerta di servizi e anche i livelli di occupazione, riducendo però i margini di profitto derivanti dalla gestione. La mancanza di margini di profitto non deve essere vista come un limite all'operatività delle cooperative, dato che negli ultimi anni si sono registrati forti tassi di crescita rispetto alle altre tipologie di società di capitali; però dei problemi si verificano riguardo alla solidità della struttura finanziaria della cooperativa, poiché gli utili percepiti sono solitamente utilizzati per la patrimonializzazione della società e il mancato percepimento di questi rischia di minare la capacità di resistenza di queste alla crisi²⁶⁵. Inoltre, le cooperative sono guidate da sei principi fondamentali che le rendono, diversamente dalle altre società di capitali, più inclini a una democratizzazione dell'investimento: il principio della porta aperta, il controllo democratico dei membri tramite il voto capitaro, la vigilanza governativa, i requisiti soggettivi di ammissione dei soci, i limiti alla distribuzione degli utili e lo scopo mutualistico. Il fine principale di questi principi è assicurare una flessibilità a questo modello societario e di dar rilievo alla persona del socio in quanto tale, piuttosto che pesare la sua importanza in relazione al contributo che dà al capitale; questo è garantito dal fatto che l'ingresso dei nuovi soci non comporta una modifica dell'atto

²⁶⁴ A dimostrazione di quanto detto, Cfr. E. FONTANARI, C. BORZAGA, *Cooperative e società di capitali; due modi diversi di reagire alla crisi*, in *Economia cooperativa*, Terzo rapporto Euricse, 2015, pag. 142, in cui si porta avanti uno studio sul comportamento delle cooperative, delle s.p.a. e le s.r.l. nel corso di una crisi. L'analisi che ha per oggetto un campione di imprese che operano in forma di società cooperativa e ricopre l'intervallo temporale degli anni 2007-2013, dimostra come la *performance* delle cooperative sia di gran lunga migliore rispetto a quella delle altre società di capitali. «Sull'intero periodo 2007-2013 le cooperative hanno registrato una crescita complessiva del 24.7%, contro il 10.6% delle s.r.l. e a fronte di una crescita praticamente nulla (+0.7%) delle S.p.a. I diversi tassi di crescita delle cooperative sono attribuibili soprattutto al loro diverso comportamento nelle fasi più acute della crisi». Parte di questo successo è anche la predilezione del lavoro dipendente che ha registrato un aumento significativo nel periodo oggetto dell'analisi, raggiungendo un aumento del 29.3% nelle cooperative, a fronte del 23.1% delle s.r.l. e il 13.5% nelle s.p.a.

²⁶⁵ Cfr. E. FONTANARI, C. BORZAGA, *op.cit.*, pag. 149, secondo i quali nonostante il mantenimento di tassi di crescita positivi da parte di queste società, queste in ogni caso hanno incrementato l'utilizzo di risorse finanziarie nell'attività di risanamento e «la riduzione dei margini ha certamente indebolito la struttura finanziaria di buona parte delle cooperative, riducendo di conseguenza anche la capacità sia di resistere al protrarsi della crisi, che di agganciare -con gli opportuni investimenti- un'eventuale ripresa».

costitutivo (principio della porta aperta), pur essendo necessario il rispetto di determinati requisiti soggettivi compatibili con l'oggetto della cooperativa e che a ognuno di questi sia attribuito un solo voto, prescindendo dalla quota di partecipazione al capitale della società²⁶⁶. Lo scopo mutualistico è però la caratteristica che più di tutte permette di imprimere un limite al potere dispositivo dei soci riguardo le sorti del loro investimento, poiché sebbene lo scopo lucrativo non sia del tutto estraneo a questa forma societaria, rilevante è la distinzione tra il lucro di carattere soggettivo e quello oggettivo; il perseguimento del primo è vietato e per questo non è possibile l'integrale distribuzione degli utili prodotti dall'attività ai soci, mentre il perseguimento del secondo non è vietato, ed anzi è indispensabile, ai fini della patrimonializzazione societaria, che la cooperativa eserciti un'attività con i terzi che sia remunerativa²⁶⁷. Il mutualismo delle società cooperative non le caratterizza solo da un punto di vista di organizzazione interna, ma produce i suoi effetti anche esternamente, assumendo sfumature diverse a seconda delle situazioni e dei ruoli cooperativi. In modo particolare la mutualità opera a livello esterno, indirizzando la cooperativa al perseguimento di interessi ulteriori a quelli dei soci, quali quelli di un'intera comunità per realizzarne lo sviluppo e il benessere collettivo; la mutualità garantisce anche il mantenimento di una continua operatività della società nel tempo, tramite l'imposizione di «una politica sacrificale del ristorno del socio» a favore del sostegno delle generazioni future; opera anche a livello inter-cooperativo, divenendo mutualità di sistema, con cui si fa riferimento all'obbligo di devoluzione di una quota degli utili annuali delle cooperative, pari al 3%, a un fondo mutualistico, finalizzato

²⁶⁶ I requisiti soggettivi sono determinati in via generale dalla Legge Basevi (d.l.c.p.s. 1577/1947 che all'articolo 23 prevede in merito ai requisiti soggettivi dei soci lavoratori che :«a) I soci delle cooperative di lavoro devono essere lavoratori e devono esercitare l'arte o il mestiere corrispondenti o affini alla specialità della cooperativa di cui fanno parte. In ogni caso non possono essere soci di tali cooperative coloro che esercitano in proprio imprese identiche o affini a quella della cooperativa. È però consentita la partecipazione di elementi tecnici e amministrativi nel numero strettamente necessario al buon funzionamento dell'ente».

²⁶⁷ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, op.cit., pag. 600, che rileva come nel perseguimento dello scopo mutualistico ciò che sia vietato è il percepimento di un lucro soggettivo, inteso come distribuzione degli utili fra i soci e non lucro oggettivo, derivante dall'attività con i terzi e questo «per ovvia ragione che l'attività (anche) con terzi è quasi sempre indispensabile per raggiungere i livelli di efficienza e di competitività sul mercato idonei a garantire la sopravvivenza e lo sviluppo dell'impresa mutualistica».

allo sviluppo della cooperazione, di cui si tratterà nel proseguo del capitolo (v. *infra* § 8.1)²⁶⁸.

4 La Legge Marcora e il *workers buy-out* “negoziato”

Il primo intervento che ha contribuito alla diffusione del fenomeno dei WBO, risale al 1985, con la Legge Marcora (l.n.49 del 1985), che consapevole dell'importanza socio-economica assunta dalle operazioni di risanamento aziendale di tal tipo, pone un articolato sistema normativo, che prevede incentivi per la costituzione di società cooperative da parte di lavoratori licenziati, cassa integrati o dipendenti di aziende in crisi. Questa regolamentazione è funzionale allo sviluppo del fenomeno della cooperazione in ogni fase di vita aziendale; infatti gli incentivi predisposti dalla legge riguardano la società cooperativa, come punto di partenza e di arrivo di un più complesso procedimento di conversione strutturale.

Il sistema di incentivi offerto dalla Legge Marcora prevede la costituzione di due fondi: un fondo finalizzato allo sviluppo della cooperazione, denominato Foncooper, e un Fondo Speciale che finanzia l'utilizzo di società cooperative di salvataggio per la salvaguardia dei livelli occupazionali²⁶⁹. Dopo aver fatto questa premessa,

²⁶⁸ Cfr. G.BONFANTE, *L'altra mutualità*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 1, 2013, pag. 725, che sottolinea come questo sacrificio debba essere in ogni caso proporzionale; il che vuol dire che «il sacrificio non può mai arrivare ad un annullamento duraturo e sensibile del vantaggio mutualistico». Si deve comunque considerare l'interesse dei soci alla prestazione mutualistica e al soddisfacimento delle loro richieste di prestazione e alle condizioni più favorevoli di mercato, tramite risparmio di spesa, maggiore retribuzione per i propri beni o servizi. Vedi anche G.F. CAMPOBASSO, *op.cit.*, pag. 598 che evidenzia come, benchè i soci della cooperativa siano portatori di un interesse mutualistico, «è da escludersi tuttavia, benchè il punto sia controverso, che il socio sia in quanto tale titolare di un vero e proprio diritto soggettivo alle prestazioni mutualistiche e che sussista un corrispondente obbligo della società di instaurare i rapporti di scambio con i soci che ne facciano richiesta».

²⁶⁹ Il Titolo I (art. 1 -13) “*Istituzione e funzionamento del fondo di rotazione per la promozione e lo sviluppo della cooperazione*”, disciplina il fondo Fooncooper, istituito inizialmente presso la Sezione speciale per il credito alla cooperazione, della Banca nazionale del lavoro; oggi il fondo opera a livello regionale in seguito all'intervento del d.lgs. n.112 del 1998 in materia di “Conferimento di funzione di compiti amministrativi dello Stato alle Regioni e agli enti locali”, che con l'art 19 co.2, delega alle regioni le funzioni che attengono «*alla concessione di agevolazioni, contributi, sovvenzioni, incentivi e benefici di qualsiasi genere all'industria, ivi compresi quelli per le piccole e medie imprese, per le aree ricomprese in programmi comunitari, per programmi di innovazione e trasferimento tecnologico, nonché quelli per singoli settori industriali, per l'incentivazione, per la cooperazione nel settore industriale, per il sostegno agli investimenti per impianti ed acquisto di macchine, per il*

fondamentale, per comprendere la struttura della Legge Marcora e la forte propensione del legislatore a incentivare la diffusione del cooperativismo, la trattazione procederà concentrandosi unicamente sul funzionamento del Fondo Speciale, disciplinato al Titolo II della Marcora, poiché quest'ultimo è finalizzato a incentivare interventi di risanamento aziendali.

La differenza principale tra questi due fondi riguarda la tipologia di finanziamento e i destinatari degli interventi. Il Fondo Fooncooper incide sul capitale di debito della società cooperativa e mette a disposizione diretta di questa dei finanziamenti per la realizzazione di progetti di incremento della produttività e di ristrutturazione e riconversione degli impianti; poiché il ricorso alle risorse di questo Fondo incide sul livello di indebitamento della società è la legge che disciplina il livello di ammortamento del capitale, il tasso di interesse e la rateizzazione della restituzione del prestito.

Diversamente il Fondo Speciale mette delle risorse a disposizione diretta di investitori istituzionali, quali le società finanziarie, appositamente costituite, per l'acquisizione di un'impresa in crisi, la costituzione o lo sviluppo di una società cooperativa. Prima della riforma del 2001(v.*infra* §5), questi finanziamenti erano erogati sotto forma di contributi a fondo perduto, per i quali non era previsto un obbligo di rimborso da parte dei lavoratori beneficiari; ora il finanziamento avviene sotto forma di partecipazione al capitale di rischio della *newcoop* da parte di queste società, tramite l'utilizzo delle risorse messe a disposizione dal Fondo. Sebbene i destinatari diretti dei contributi statali siano le società finanziarie, i destinatari indiretti sono le società cooperative neocostituite per la realizzazione di questa operazione di risanamento. Il trattamento della Legge Marcora (pre-riforma) è esclusivo, in quanto non destinato a tutte le cooperative di produzione e lavoro, ma solo a quelle costituite da lavoratori cassaintegrati, licenziati o dipendenti di imprese

sostegno allo sviluppo delle commercializzazione e dell'internazionalizzazione delle imprese, per lo sviluppo dell'occupazione e dei servizi reali alle industrie». Il Titolo II (art. 14-19), "Istituzione e funzionamento del fondo speciale per gli interventi a salvaguardia dei livelli di occupazione" disciplina il Fondo Speciale che è, ai sensi dell'art. 17 della presente legge, istituito presso la Sezione speciale per il Credito alla Cooperazione, gestito dal Ministero dell'Industria, del commercio e dell'artigianato, che è ora il Ministero dello sviluppo economico.

soggette a procedure²⁷⁰. Dopo aver ricevuto il finanziamento, le *newcoop* possono realizzare la tutela della salvaguardia dei posti di lavoro dei lavoratori che ne prendono parte, attraverso diverse modalità, ossia tramite l'acquisto, la gestione anche parziale dell'azienda o di singoli rami di questa o attraverso qualsiasi altra iniziativa imprenditoriale sostitutiva; inoltre il co.2 dell'articolo 14 prevede anche un diritto di prelazione per l'acquisto, in capo alle cooperative di lavoratori che avessero avuto in gestione, anche parziale, le aziende in crisi²⁷¹.

Negli anni '90 il sistema di finanziamenti predisposto dalla Legge Marcora è congelato, in seguito all'avvio da parte della Commissione Europea di una procedura formale di contestazione dell'infrazione nei confronti dell'Italia per la violazione della disciplina sugli aiuti di stato²⁷². Le ragioni di questo richiamo risiedono nel fatto che l'erogazione dei finanziamenti risultava eccessivamente a vantaggio delle cooperative, trattandosi di contributi erogati dallo Stato, a fondo perduto, nei limiti

²⁷⁰ In questo senso Cfr. art. 14 co.1 lett.a) della Legge Marcora, che prevede che le cooperative beneficiarie del fondo «*siano costituite da lavoratori ammessi al trattamento della cassa integrazione guadagni dipendenti da imprese per le quali siano stati adottati i provvedimenti previsti dalla L.12 agosto 1977 n.675, dalla L. 5 dicembre 1978, n.787, e D.L. 30 gennaio 1979 n. 26, convertito in legge, con modificazioni, dalla L.3 aprile 1979, n.95, oppure dipendenti da imprese sottoposte a procedure concorsuali previste dal R.D. 16 marzo 1942, n.267, oppure licenziati per cessazione di attività di impresa o per riduzioni di personale*».

²⁷¹ L'art. 17 co.2 della "vecchia" la Marcora, nel dettare le condizioni da rispettare ai fini dell'utilizzo del finanziamento da parte delle società finanziarie, rinvia all'art. 14 che alla lettera b) disciplina i limiti di utilizzo di questi finanziamenti, e prevede che gli interventi «*realizzino in tutto o in parte la salvaguardia dell'occupazione dei lavoratori delle imprese di cui alla precedente lettera a) mediante l'acquisto, l'affitto, la gestione anche parziale delle aziende stesse o di singoli rami d'azienda o di gruppi di beni della medesima, oppure mediante iniziative imprenditoriali sostitutive*».

Il co.2 dell'articolo 14 è stato oggetto di forti critiche; sebbene parte della dottrina rilevi l'ampiezza di strumenti che questa disposizione offre, prevedendo anche la possibilità di diversificazione del tipo di attività produttiva, in questo senso Cfr. M.BIAGI, op.cit., pag. 295; dall'altro lato però il diritto di prelazione opera unicamente per le cooperative di salvataggio che preliminarmente avessero in gestione l'azienda ed è limitato unicamente all'acquisto e non all'affitto delle imprese sottoposte a procedura concorsuale. In merito, Cfr. G. DI CECCO, *Il diritto di prelazione previsto dalla disciplina italiana del "workers buyout" a favore delle cooperative costituite dai lavoratori delle imprese in crisi*, in *Il Fallimento*, fasc.6,2016, pag. 637.

²⁷² Il riferimento va alla Comunicazione della Commissione ai sensi dell'art. 93, para. 2, del trattato C.E., pubblicata sul G.U delle Comunità europee del 9 Ottobre 1997.

La disciplina degli aiuti di stato in ambito UE è oggetto di disciplina da parte dell'art. 108 para.2 TFUE, ai sensi del quale «*Qualora la Commissione, dopo aver intimato agli interessati di presentare le loro osservazioni, constati che un aiuto concesso da uno Stato, o mediante fondi statali, non è compatibile con il mercato interno a norma dell'art. 107, oppure che tale aiuto è attuato in modo abusivo, decide che lo stato interessato deve sopprimerlo o modificarlo nel termine da essa fissato*».

massimi di « *tre annualità dell'onere di cassa integrazione speciale per ogni lavoratore associato alla cooperativa*» e l'ottenimento dei quali comportava una rinuncia da parte dei lavoratori soci delle cooperative, per un periodo di tre anni, al contributo di cassa integrazione guadagni²⁷³. L'erogazione di questi contributi a fondo perduto era concepita come indebito vantaggio a favore delle imprese cooperative, a danno delle imprese concorrenti che dovevano, al contrario, adempiere l'obbligo di pagamento dei contributi di cassa integrazione; infatti, nonostante il fatto che l'erogazione di contributi da parte del Fondo era considerata come il corrispettivo della rinuncia da parte dei lavoratori del loro diritto a ricevere contributi di integrazione salariale, la Commissione contestava la mancata dimostrazione della «*perfetta equivalenza tra i contributi versati e le indennità dei lavoratori*», così come l'assenza di un diritto del lavoratore al percepimento di questa indennità per un periodo pari a tre anni²⁷⁴.

5 Il nuovo art. 17 della Legge Marcora

Con la l. n.57 del 2001, il legislatore interviene sulla Legge Marcora e, attraverso l'articolo 12, abroga tutti gli articoli del Titolo II e con esso il diritto di prelazione su menzionato, lasciando in vita, con le opportune modifiche, la disciplina del Fondo Speciale, di cui l'articolo 17. Nel nuovo assetto normativo emerge il Ministero dello Sviluppo Economico, il cui ruolo è di controllare il rapporto tra finanziamenti dello Stato e contributi dei lavoratori, attraverso l'emanazione di direttive con cui si individuano di volta in volta i limiti ai finanziamenti e i tassi di interesse applicabili; il sistema di finanziamenti è stato ridisegnato, alla luce del rispetto della disciplina europea sugli aiuti di Stato alle PMI, in modo da non «*determinare nuovi e maggiori*

²⁷³ L'art. 17 co.7 della Legge Marcora, pre-modifica, prevedeva che «*i lavoratori delle cooperative che abbiano ottenuto il contributo a fondo perduto previsto dal presente articolo, non potranno usufruire per un triennio della previdenza della cassa integrazione ordinaria o speciale né di indennità di disoccupazione straordinaria*».

²⁷⁴ In questo senso, Cfr. G.DI CECCO, op.cit., pag. 638.

*oneri per il bilancio dello Stato*²⁷⁵. La riforma del 2001 incide su tre aspetti fondamentali della vecchia Legge Marcora, ampliandone lo scopo e le possibilità di utilizzo del Fondo Speciale, andando a delineare più chiaramente il ruolo dello Stato e delle società finanziarie. Sicuramente uno degli interventi più importanti (già menzionato precedentemente) riguarda la sostituzione della contribuzione a fondo perduto con un sistema di compartecipazione al capitale di rischio da parte delle società finanziarie, che ora sono partecipate dal Ministero dello Sviluppo Economico. Inoltre, è stato previsto un limite alla sottoscrizione di capitale da parte di investitori istituzionali, dovendosi trattare di una partecipazione minoritaria e che non ecceda la quantità di capitale sottoscritta dai soci lavoratori, diversamente dal limite previsto precedentemente, pari al triplo dell'ammontare di capitale sottoscritto dalla cooperativa²⁷⁶. Il fine di questa limitazione è quello di creare un equilibrio tra i soci che apportano unicamente capitale e quelli partecipanti allo scopo mutualistico, per far sì che non venga arrecato pregiudizio a quest'ultimo e che la gestione sia prevalentemente indirizzata verso la creazione di nuove occasioni di lavoro piuttosto che incentrata sulla mera remuneratività dell'investimento personale dei soci.

I destinatari del finanziamento sono sempre le società cooperative di produzione e lavoro, ma diversamente dalla disciplina previgente, dopo l'abrogazione dell'articolo 14, i requisiti di carattere soggettivo dei soci delle società cooperative non sono più un *discrimen* per la percezione dei benefici e le destinatarie delle risorse del fondo

²⁷⁵ Questo quanto previsto dall'articolo 7 della Legge Marcora, che rimane in vita, dopo le modifiche del 2001. Il co.1 prevede che 1«*Il Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato, d'intesa con il Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica e con il Ministro del Lavoro e della previdenza sociale, emana nel rispetto della disciplina comunitaria degli aiuti alle piccole e medie imprese e in modo da non determinare nuovi o maggiori oneri per il bilancio dello Stato, le direttive per l'istruttoria dei programmi di investimento e ammissibilità delle relative spese, per la concessione e il rimborso dei finanziamenti, provvedendo a individuare i limiti e i tassi di interesse applicabili agli stessi e le modalità di acquisizione delle relative garanzie*».

²⁷⁶ Il riferimento va all'articolo 17 co. 3, ai sensi del quale si prevedeva che«*La misura dei contributi a fondo perduto non può eccedere di tre volte l'ammontare del capitale sottoscritto da ciascuna cooperativa*». Il senso della riduzione del rapporto tra partecipazione finanziatori esterni e soci lavoratori a un rapporto 1 a 1 può essere compreso anche alla luce di quanto sarà previsto dalla riforma del 2003, con l'introduzione della figura più generale del socio finanziatore. Il co.3 dell'articolo 2526 c.c. prevede che sebbene i diritti spettanti a questi soggetti siano determinati dall'atto costitutivo, in ogni caso non è possibile attribuire a questi più di 1/3 dei voti spettanti all'assemblea dei soci.

sono tutte le PMI costituite in forma di società cooperativa di produzione e lavoro²⁷⁷. L'eliminazione di questi requisiti ha la funzione di ampliare il novero delle cooperative beneficiarie dei finanziamenti della legge "La Marcora", estendendola a tutte quelle situazioni in cui il fine sia quello di tutelare l'occupazione, seppur solo in via preventiva, senza richiedere il licenziamento o la cassa integrazione guadagni, come condizione per sollecitare i lavoratori ad assumere l'iniziativa; inoltre, venendo meno il vincolo che limitava l'operatività del Fondo Speciale, si apre la possibilità di utilizzo di nuove strade per la realizzazione dell'operazione di WBO, diverse dall'acquisto, l'affitto o la gestione dell'azienda o di singoli rami della stessa.

6 La "nuova" Marcora

Uno degli interventi più recenti in materia di finanziamenti, vede il suo contributo nel decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 4 Dicembre 2014²⁷⁸, con cui è istituito un ulteriore meccanismo di aiuti, consistenti in finanziamenti a tasso agevolato, per la promozione della nascita e dello sviluppo di società cooperative di piccole dimensioni. Questa forma di sostenimento è indirizzata a realtà aziendali reduci da periodi di difficoltà, causati da crisi aziendali, o sottratte alla criminalità

²⁷⁷ L'articolo 17 co.2 della Legge Marcora prevede che il fondo speciale sia istituito «*al fine di salvaguardare e incrementare l'occupazione, mediante lo sviluppo di piccole e medie imprese costituite nella forma di società cooperativa o di piccola società cooperativa, appartenenti al settore di produzione e lavoro, ivi incluse quelle costituite nella forma di cooperativa sociale, appartenenti al settore di produzione e lavoro*». Il legislatore del 2001 ha esteso l'ambito di operatività dei finanziamenti della legge Marcora a tutte le società cooperativa, anche diverse da quelle risultanti da un WBO; in particolar modo il fine del legislatore era quello di utilizzare lo strumento della società cooperativa per interventi di rivalorizzazione di regioni del Mezzogiorno. Cfr. M.VIETA, S. DEPEDRI, A. CARRANO, op.cit., pag. 80, che nell'analizzare la diffusione a livello regionale degli interventi di finanziamento delle società finanziarie (in particolar modo oggetto di analisi è l'intervento di CFI), evidenzia come l'incremento di questi ultimi negli anni successivi al 2001, nelle regioni del Mezzogiorno, debba essere inteso anche come chiaro segnale di adeguamento all'intento che il legislatore del 1992, nella disciplina della riforma delle società cooperative aveva prospettato; nel suo Report l'autore evidenzia che la diffusione di interventi di CFI a sostegno del Mezzogiorno è pari al 19.64%, a danno di altri interventi che riguardano le regioni centrali, in cui sono maggiormente diffuse le PMI.

²⁷⁸ Il decreto è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale n.116/2015.

organizzata e l'obiettivo è quello di dar una nuova vita a queste aziende in difficoltà attraverso la conversione in società cooperative²⁷⁹.

Le risorse necessarie per l'operazione sono messe a disposizione da un Fondo per la Crescita e lo Sviluppo Sostenibile (già esistente prima dell'emanazione del presente decreto)²⁸⁰ e sono concesse tramite le società finanziarie nei confronti di società cooperative, che possono beneficiare così di una forma di finanziamento a tasso agevolato, subordinato però a due condizioni di carattere temporale e quantitativo: i finanziamenti possono essere erogati per un periodo di durata massima di dieci anni e per un ammontare che non superi di quattro volte l'ammontare della partecipazione della società finanziaria alla cooperativa e in ogni caso di massimo un milione di euro²⁸¹. Un'ulteriore condizione per beneficiare di questo finanziamento è che sia utilizzato da parte delle società finanziarie per la capitalizzazione di società cooperative che ambiscono alla realizzazione di uno dei programmi di investimento definiti dalla legge, tra i quali rientra l'acquisizione degli *assets* di un'unità produttiva chiusa o che sarebbe stata chiusa qualora non acquisita o per garantire un riequilibrio della struttura finanziaria della società cooperativa stessa²⁸².

²⁷⁹ L'articolo 6 del decreto Ministeriale prevede che il sostenimento da parte del fondo abbia ad oggetto la nascita su tutto il territorio nazionale di società cooperative «*costituite in misura prevalente da lavoratori provenienti da aziende in crisi, di società cooperative sociali di cui alla legge 8 Novembre 1991, n.381 e successive integrazioni e modificazioni e di società cooperative che gestiscono aziende confiscate alla criminalità organizzata*»; l'intervento si estende anche a società cooperative già esistenti nei territori delle Regioni del Mezzogiorno per la fase dello sviluppo e della ristrutturazione.

²⁸⁰ Il Fondo per la crescita e lo sviluppo sostenibile è istituito con art. 23 del decreto-legge 22 Giugno 2012 n.83, poi convertito dalla legge 7 Agosto 2012 n.134. La norma recante la disciplina del Fondo prevede che questo sia «*destinato al finanziamento di programmi e interventi con un impatto significativo in ambito nazionale sulla competitività dell'apparato produttivo*». Tra le varie finalità rientrano la promozione di progetti di ricerca, innovazione e rilevanza strategica; interventi di rafforzamento dell'apparato produttivo e di rilancio di aree industriali che versano in condizioni di crisi; la promozione a livello internazionale delle PMI italiane e l'attrazione di investimenti dall'estero. Le priorità, le forme e l'intensità di questi aiuti sono regolate dal Decreto del MISE dell'8 Marzo del 2013.

²⁸¹ Cfr. Art. 17, co.1 e 2 del Decreto Ministeriale del 4 Dicembre 2014.

²⁸² *Ibidem*, Articolo 5co.4 lett.a) che nel determinare le condizioni cui è soggetto il rilascio di agevolazioni, stabilisce che «*qualora il finanziamento agevolato sia finalizzato alla realizzazione, da parte della società cooperativa beneficiaria, di un programma di investimento non avviato alla data di presentazione della richiesta di finanziamento alla società finanziaria, avente ad oggetto: i. la creazione di una nuova unità produttiva; ii. l'ampliamento di una unità produttiva esistente; iii. La diversificazione della produzione di un'unità produttiva esistente mediante prodotti nuovi aggiuntivi;*

Questo intervento è definito come la Nuova Marcora e si affianca al sistema di incentivi previsto dall'articolo 17 di quest'ultima (v. *supra* §5), dal momento che le società finanziarie cui fa riferimento il Decreto ministeriale, sono anche esse partecipate dal Ministero dello sviluppo economico e sono le stesse a cui sono affidate le risorse del Fondo Speciale per il sostenimento della cooperazione di salvataggio²⁸³.

7 Le società finanziarie

Tra i vari soggetti coinvolti nell'operazione di WBO, fondamentale è la figura delle società finanziarie (più volte menzionate), introdotte per la prima volta dalla legge n.49 del 1985, sono considerate come un'anticipazione della successiva figura del socio finanziatore delle società cooperative²⁸⁴. In seguito all'intervento legislativo, nel 1986, è stata istituita su iniziativa delle tre Confederazioni nazionali, una società finanziaria denominata *Cooperazione Finanza e Impresa* (in seguito CFI), la quale è la maggior finanziatrice delle operazioni di WBO in Italia, alla stregua delle disposizioni della legge Marcora²⁸⁵. CFI ha la struttura di cooperativa di secondo

iv. Il cambiamento radicale del processo produttivo complessivo di un'unità produttiva esistente; v. l'acquisizione degli attivi direttamente connessi a una unità produttiva, nel caso in cui l'unità produttiva sia stata chiusa o sarebbe stata chiusa qualora non fosse stata acquisita o gli attivi vengano acquistati da un investitore indipendente». In aggiunta, la lettera b) del comma prevede che il finanziamento a tasso agevolato può essere concesso anche «a fronte del finanziamento del capitale circolante e/o per il riequilibrio della struttura finanziaria della società cooperativa».

²⁸³ L'identità di soggetti si comprende anche attraverso il richiamo che l'articolo 1,lett.b) del D.M fa all'art. 17 co.2 della l. 49 del 1985, ossia «*Le società finanziarie partecipate dal Ministero, ai sensi di quanto previsto dall'art. 17 co.2 della legge 27 Febbraio 1985 n. 49 e successive modificazioni e integrazioni*».

²⁸⁴ L'articolo 16 co.1 della legge n.49 del 1985 prevede che «*possono partecipare alle cooperative di cui l'articolo 14 le società finanziarie il cui capitale sia posseduto per almeno l'80% da società cooperative di produzione e lavoro*». Inoltre, l'articolo 111 *octies* delle disposizioni di attuazione del codice civile, prevede che «*Sono investitori istituzionali destinati alle società cooperative quelli costituiti ai sensi della Legge 25 Febbraio 1985, n.49, i fondi mutualistici e i fondi pensione costituiti da società cooperative*».

²⁸⁵ Sin dal momento della sua costituzione, CFI, ha finanziato 158 WBOs, per raggiungere un numero totale di 202 nell'anno 2014. Cfr. M.VIETA, S. DEPEDRI, A. CARRANO, op.cit., pag. 78 ss, secondo cui dai dati analizzati in merito alla quantità di WBO finanziati e dalla misurazione del tasso di sopravvivenza di queste cooperative in seguito all'operazione, si può concludere che gli interventi di CFI in questo ambito, sono caratterizzati da successo e longevità. Accanto a CFI un ruolo di rilievo è stato assunto dall'altra società finanziaria operante sotto il meccanismo della Legge la Marcora, Società finanza Cooperazione (SOFICOOP), costituita nello stesso anno di CFI, con il ruolo di

grado, partecipata dal Ministero dell'economia e dello sviluppo, da Invitalia che è un'agenzia del Ministero dell'economia e delle finanze e da altre 270 cooperative di produzione e lavoro²⁸⁶. La composizione interna delle società finanziarie è caratterizzata dall'80% da società cooperative di produzione e lavoro; questa composizione è funzionale a far sì che alla *newcoop* possa essere apportato un livello di esperienza e un sostegno operativo rispondente alle loro esigenze da parte di società già affermate e operanti in quel settore²⁸⁷. Il ruolo svolto da CFI è fondamentale, dal momento che le disposizioni della Marcora non consentono l'erogazione diretta dei finanziamenti in capo alle *newcoop*; le finanziarie infatti svolgono il ruolo di intermediarie e, prelevando risorse dal fondo statale istituito *ad hoc* per queste operazioni di risanamento aziendale, procedono alla capitalizzazione delle società cooperative destinatarie di questi benefici. Singolare è la disciplina che regola il rapporto tra le società finanziarie e le cooperative destinatarie dei finanziamenti, dal momento che precedentemente alla riforma, era prevista

finanziare progetti di costituzione e sviluppo di nuove cooperative, così come di riposizionamento o collocazione di cooperative in un determinato settore. *Ivi*, pag. 42, che rileva come fino ad oggi SOFICOOP abbia finanziato 15 cooperative già attive e la costituzione di 49 nuove cooperative, tra i quali rientrano anche 17 WBOs; in particolar modo, SOFICOOP ha avuto il merito di partecipare al finanziamento del primo WBO che si è svolto in seguito all'emanazione della legge la Marcora, ossia quello delle Nuove Officine San Mauro, nella provincia di Firenze.

²⁸⁶ Le cooperative di secondo grado sono formate da più cooperative di primo grado operative nello stesso settore. Per quel che riguarda la struttura delle società finanziarie, la legge del 1985 non prescriveva alcunché e questo aveva portata a livello dottrinale a propendere per l'interpretazione estensiva di questo silenzio legislativo, così da permettere il ricorso a tipi societari diversi; in merito Cfr. A. PANDOLFO, M. RISPOLI FARINA, V.SANTORO, *Legge 27 Febbraio 1985, n.49. Provvedimenti per il credito alla cooperazione e misure urgenti a salvaguardia dei livelli di occupazione*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, I, 1986, pag. 522, il quale sottolinea che in ogni caso la costituzione di finanziarie sotto forma di cooperativa è incentivata anche dalla loro composizione interna, costituita, secondo quanto previsto dalla legge, dall'80 per cento di società cooperative di produzione e lavoro; inoltre proprio per quest'ultima soluzione hanno optato le federazioni nazionali di cooperative, quando hanno costituito CFI. Solo con la riforma del 2001 e la modifica dell'articolo 17, al co.4 è stato previsto che queste società operano secondo i principi mutualistici e devono essere costituite sotto forma di cooperativa ed essere in possesso di requisiti di professionalità ed onorabilità previsti dalla legge; inoltre è stata prevista una partecipazione minima in queste società, di almeno 50 cooperative di produzione e lavoro che si aggiunge alla partecipazione diretta del Ministero dello Sviluppo Economico.

²⁸⁷ In questo senso, Cfr. P.VERRUCOLI, *Prime osservazioni sulla l.27 febbraio del 1985, n.49*, in *Rivista cooperazione*, n.22, 1985, pag. 175, secondo il quale la *ratio* del legislatore consiste nel far sì che venga trasmesso alle società cooperative destinatarie un «apporto (prestato tramite la finanziaria) delle cooperative qualificate, solide ed affermate dello stesso settore a cooperative di nuova formazione e particolarmente bisognose di assistenza e di guida mirate».

l'erogazione di contributi a fondo perduto, non rimborsabili da parte delle società cooperative; in aggiunta, la condizione alla quale era sottoposta l'erogazione, consisteva nel garantire alle società finanziarie una partecipazione almeno pari alla somma dei contributi erogati, tuttavia superabile, dato che la legge prevede (o meglio prevedeva) solo un limite massimo di capitale sottoscrivibile pari al 25% per le persone giuridiche diverse dalle società finanziarie²⁸⁸. Con la riforma della legge n.57 del 2001 (v.*supra* §5), il meccanismo dei finanziamenti a fondo perduto è venuto meno, prevedendo una partecipazione diretta del Ministero dello sviluppo economico al capitale sociale delle società finanziarie, attraverso le risorse messe a disposizione dal Fondo. In ogni caso sono previsti dei limiti quantitativi alla partecipazione dello Stato in queste società finanziarie, determinata per una quota pari al 5% in base al numero di società finanziarie presenti, per il 50% in proporzione ai valori del patrimonio netto delle partecipazioni assunte e per la restante parte di quota si tiene conto della percentuale di utilizzo da parte della società finanziaria delle risorse conferite dal Fondo Speciale²⁸⁹.

All'erogazione dei finanziamenti segue la sottoscrizione da parte delle società finanziarie di una quota di partecipazione nel capitale delle *newcoop*; si tratta di una partecipazione di minoranza, limitata nel tempo, pur non essendo previsto un limite esplicito dalla nuova legge riformata. Precedentemente, infatti, prima dell'intervento del legislatore riformatore, la partecipazione delle società finanziarie nelle *newcoop* era vincolata da un limite temporale di tre anni, prima del trascorrere del quale la quota era incedibile; la ragione di questo risiedeva nel favorire il mantenimento di un apporto continuativo nel tempo da parte delle società finanziarie e di raggiungere una

²⁸⁸ Secondo parte della dottrina, Cfr. A.PANDOLFO, op.cit., pag.525, quanto predisposto dal co.2 dell'articolo 17 solleva forti perplessità; risulta infatti difficile trovare un punto di incontro tra l'erogazione di contributi a fondo perduto e la «*condizione che esse partecipino alle cooperative (...) mediante la sottoscrizione di capitale nella misura almeno uguale a detti contributi*»; secondo l'autore su menzionato, le società finanziarie non devono necessariamente partecipare alle cooperative con capitale proprio e questo deriva anche dal fatto che si tratta di società prevalentemente partecipate da cooperative, per le quali risulterebbe molto difficile sostenere un simile sforzo economico.

²⁸⁹ Cfr. articolo 17 co.3 Legge Marcora, che disciplina l'entità dei contributi statali.

stabilizzazione del capitale apportato²⁹⁰. Nonostante ora non sussista un periodo di tempo predefinito, la partecipazione delle finanziarie permane per tutto il tempo necessario per la realizzazione di un WBO, che può essere scandito in tre fasi: una fase iniziale (*start-up*), una fase di mantenimento (*refill*) e la fase finale di acquisizione finale (*buy-out*). Nello *start up period* viene specificato l'ammontare di risorse finanziarie necessarie, tenendo conto della liquidità disponibile e delle risorse richieste per l'avvio dell'operazione; questa fase è finalizzata alla creazione dei primi contatti con gli *stakeholders* della società in crisi e coinvolgere nella capitalizzazione quelli di loro maggiormente interessati nell'esito positivo dell'operazione²⁹¹. La fase centrale, di *Refill*, ha luogo solitamente dopo 12-18 mesi dall'avvio del procedimento di finanziamento ed è funzionale ad apportare risorse ulteriori qualora la cooperativa si trovi a far fronte ad investimenti o costi difficili da predire nella pianificazione

²⁹⁰ Cfr. articolo 18 co.1 L. n. 49 del 1985, in base al quale «*Le quote di partecipazione assunte dalle società finanziarie nelle singole cooperative, mediante il contributo di cui all'articolo 17 non sono cedibili nel corso del primo triennio*». Cfr. A.PANDOLFO, op.cit., pag. 527, secondo il quale questa previsione normativa lascia intravedere la preoccupazione del legislatore dell'epoca, di vincolare per un periodo di tempo la società finanziare al capitale della cooperativa ed inoltre è «da escludere che in questo caso l'incapacità della suddetta partecipazione possa, diversamente da quanto stabilito nell'ipotesi di cui l'articolo 2523 c.c., giustificare di per sé il recesso»; Solo successivamente il trascorre di questo periodo i soci possono riscattare le partecipazioni delle finanziarie *pro quota*. Regole rigide erano previste anche in caso di scioglimento delle società finanziarie, in seguito al quale le quote di partecipazione detenute nelle cooperative non dovevano essere disperse, ma «*trasferite senza gravame alla riserva indivisibile della cooperativa*», cercando così di ancorare il capitale apportato dalle finanziarie alle cooperative.

²⁹¹ Il mantenimento dei contatti con i fornitori e i clienti è fondamentale per determinare il successo di un WBO; infatti, affinché una cooperativa possa mantenersi operativa nel settore di produzione della sua predecessora, è indispensabile il mantenimento di questi rapporti contrattuali, per assicurare una sorta di continuità operativa a livello esterno, nei rapporti con gli *stakeholders* della società. Un esempio a riprova di quanto affermato può essere il WBO che nel 2010 ha visto partecipare la società Cooperativa D & C Modelleria e dodici dei suoi dipendenti; per il finanziamento di questa operazione accanto all'intervento di Legacoop Veneto e la richiesta di anticipazione del Trattamento di fine rapporto, la capitalizzazione della *newcoop* ha ricevuto benefici tramite la partecipazione di clienti che hanno mantenuti buoni rapporti con la cooperativa. Questo ha dato la possibilità alla cooperativa di rintraprendere l'attività dell'impresa precedente in merito al design del prodotto, il ritmo di produzione e il mantenimento dei rapporti industriali con i fornitori e i clienti. Per un'analisi più dettagliata di questo caso, rimando a M.VIETA, S. DEPEDRI, A.CARRANO, op.cit., pag. 142. Nello stesso senso, Cfr. M.VIETA, S.DEPEDRI, *Le imprese recuperate in Italia*, op.cit., pag. 236, che rilevano come alcune cooperative analizzate all'esito di un WBO sono riuscite a mantenersi operanti nello stesso settore di produzione e molte di loro hanno anche mantenuto gli stessi clienti; inoltre da questo studio condotto emerge che molti clienti dichiarano una sensibilità rilevante in merito alla natura cooperativa di queste società e al loro passato critico e questo è fattore positivo per il mantenimento della continuità dei rapporti.

iniziale, in modo da stabilizzare l'equilibrio economico e finanziario della cooperativa in divenire. In finale, si arriva alla fase di acquisizione definitiva (*buy-out*): in questa fase può capitare che la cooperativa non abbia ancora raggiunto la stabilità economico-finanziaria necessaria a consentire l'acquisizione della società *target*, così tutti i soggetti finanziatori e le agenzie si riuniscono per determinare l'apporto di ulteriori risorse funzionale al *buy out*.

Le modalità di finanziamento delle società finanziarie possono avvenire tramite l'apporto di capitale di rischio o di capitale di debito. Nel primo caso le società finanziarie detengono una partecipazione al capitale della società *newco* e, in quanto società cooperativa, assumono la qualifica di soci finanziatori con i relativi diritti; in ogni caso l'apporto di capitale di rischio della finanziaria non può eccedere l'ammontare del capitale sociale sottoscritto dai soci e deve essere rimborsato in un periodo massimo di dieci anni²⁹². Nel caso in cui il finanziamento sia apportato tramite linee di credito esterne, l'intervento può assumere le forme di finanziamenti a medio-lungo termine, finanziamenti a tasso agevolato ex D.M. 04/12/2014, prestito subordinato o partecipativo, ma non viene assunta la qualifica di socio della cooperativa; questa è stata la tipologia di finanziamento più utilizzata da CFI nel 2013, a fronte dell'elevato rischio di alcuni WBO e la scarsa remuneratività prospettica che erano un disincentivo all'assunzione di partecipazioni al capitale delle *newcoop*²⁹³.

8 Le forme di finanziamento dell'operazione di *workers buy-out*: altri interventi a sostegno della "Marcora"

Le operazioni di WBO in Italia ricoprono la duplice funzione di mezzo di risanamento dell'azienda in crisi e di ristrutturazione del business, attraverso il trasferimento dell'intera azienda o di parte di questa ai lavoratori. Soprattutto qualora

²⁹² Solitamente un investimento di CFI ha una durata media di 7 anni, durante i quali deve essere rimborsato il capitale apportato; il 25% deve essere rimborsato entro il quarto anno e la restante parte alla scadenza del settimo anno. A questo si aggiunge la possibilità di erogare un finanziamento a tasso agevolato, alla stregua di quanto previsto dal decreto MISE del 2014, rimborsabile entro dieci anni.

²⁹³ Cfr. M.VIETA, S. DEPEDRI, A. CARRANO, op.cit., pag. 75.

il WBO abbia per oggetto una *target* in crisi, una delle difficoltà maggiori per la *newcoop* risiede nel sopravvivere per i primi anni in un mercato estremamente competitivo, di fianco ad altre società di capitali²⁹⁴. È fondamentale, ai fini dell'esito positivo dell'operazione, che ogni fase del procedimento di conversione sia sostenuta finanziariamente dal momento che, soprattutto se l'iniziativa ha luogo all'interno di una procedura concorsuale, gli ostacoli sono di gran lunga maggiori a causa dei sacrifici richiesti ai lavoratori soci in materia di taglio di personale e di ridimensionamento settoriale.

In questo scenario, essenziale è che la cooperativa neocostituita sia dotata di una adeguata patrimonializzazione affinché possa procedere con l'acquisizione dell'intero complesso aziendale della società *target* o di alcuni rami di questa e, qualora si ricorra al meccanismo di fusione per la realizzazione di un *merger* WBO, è richiesta una struttura tale da poter fronteggiare anche le perdite pregresse dato l'effetto traslativo di tutti i diritti e gli obblighi della società acquisita. Le risorse offerte a livello statale, tramite il Fondo speciale e il Fondo per la crescita sostenibile, sono condizionate dal fatto che devono tenere conto della disciplina comunitaria in materia di aiuti alle piccole e medie imprese e della disponibilità, in concreto, determinata di volta in volta tramite direttive ministeriali²⁹⁵.

La riforma delle società cooperative, tramite la L. n.59 del 1992, interviene sulla disciplina delle società cooperative e introduce delle figure a sostegno e completamento del ruolo delle società finanziarie, introdotte con la precedente legge

²⁹⁴ *Ibidem*, pag. 32, che mette in rilievo come sia importante tenere in considerazione che i WBO non solo possono essere frutto di esigenze di ricambio generazionale, ma spesso il risultato di un procedimento di recupero di un'impresa di capitali in crisi e in quest'ultimo caso le difficoltà di stabilirsi sono maggiori dato l'ingente tempo e i costi che queste affrontano per l'acquisizione dell'azienda in crisi.

²⁹⁵ In questo senso l'articolo 7 co.5 della Legge Marcora, post-riforma, prevede il rispetto di queste due condizioni. La "nuova" Marcora stanziava circa 10 milioni di euro per la concessione di finanziamenti alle cooperative, purchè si tratti di finanziamenti di durata limitata, di massimo dieci anni e non possono superare, per ogni cooperativa, un importo che sia superiore a 4 volte l'importo della partecipazione che l'investitore istituzionale detiene nella cooperativa.

In aggiunta importante è considerare l'articolo 107 TFUE che prevede i termini di compatibilità degli aiuti di stato con il mercato interno europeo.

Marcora²⁹⁶. L'obiettivo dell'intervento è di rafforzare la struttura delle società cooperative e diffondere un nuovo modello di cooperazione, più propenso all'apertura al mercato, attraverso la conciliazione dei valori cooperativi con le esigenze impellenti del mondo delle società di capitali. La mutualità e la struttura delle cooperative, come società a capitale variabile, non può sminuire l'importanza di un'adeguata capitalizzazione che è, d'altronde, l'unico strumento per favorire lo sviluppo e l'espansione del fenomeno del cooperativismo²⁹⁷; per questo motivo il legislatore interviene su questo fronte tramite l'introduzione di due diverse figure, quali il socio sovventore e il fondo mutualistico, finalizzate a creare una «forma di sovvenzione partecipativa» permanente e generale²⁹⁸.

8.1 I fondi mutualistici

L'articolo 11 della L. n.59 del 1992 prevede la possibilità di costituire i Fondi per la Promozione e lo Sviluppo della Cooperazione. I fondi mutualistici sono costituiti

²⁹⁶ In merito all'impatto che la legge n. 59 del 1992 ha avuto sul sistema delle società cooperative, Cfr. G.MINERVINI, *La cooperazione di sistema e la disciplina delle società cooperative*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, I, 2007, pag. 386, il quale ritiene che «Questa legge esce da un serrato dibattito in seno al mondo della cooperazione, tra conservatori, cultori dei valori originari, e innovatori, che ravvisano e accentuano la necessità di conciliare questi valori con gli imperativi che pone alle cooperative lo scontro sul mercato con le imprese capitalistiche (rozzamente detto, è la contrapposizione tra la cooperazione dei nostalgici e la cooperazione dei manager). Prevalgono i secondi, e la legge 59/92 costituisce il punto di partenza di un nuovo percorso, punta a un nuovo modello di cooperazione».

²⁹⁷ Nonostante il fatto che l'articolo 2524 c.c. preveda che «*il capitale sociale non è determinato in un ammontare prestabilito*», la variabilità del capitale sociale incide unicamente sul procedimento formale per la sua modifica, cosicché il variare del numero dei soci non comporta un adeguamento dell'entità del capitale sotto il profilo formale. In questo senso, Cfr. A.PACIELLO, *Commento all'articolo 2524. La variabilità del capitale*, in *Società cooperative*, a cura di G.PRESTI, pag. 173, secondo cui «al di là di tale, rilevante, specificità, il capitale assolve le medesime funzioni che ad esso si assegnano nelle società di capitali lucrative (...) analoga è pertanto l'esigenza di predisporre una disciplina idonea a tutelarne l'effettività e l'integrità, così che fissità e variabilità del capitale vanno intese come convenzioni semantiche per richiamarne solo le differenti regole sottese alla sua modifica». Il co.3 art. 2524 c.c. prevede invece la possibilità di conferire nuovi apporti a titolo di capitale di rischio, così da favorire una capitalizzazione della società cooperativa e incentivarne lo sviluppo.

²⁹⁸ In merito, Cfr. E. CUSA, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè, 2006, pag. 20 ss., secondo il quale la riforma in questione non solo vanta il merito di estendere queste sovvenzioni a tutte le cooperative e non più solo alle cooperative di produzione e lavoro, come la l.n. 49/1985, ma d'altro canto ha permesso di rendere questi incentivi permanenti, mentre il Fondo speciale della legge Marcora e il Fondo per la crescita sostenibile hanno una durata limitata.

dalle federazioni di cooperative e gestiti in seguito da società per azioni o da associazioni, senza scopo di lucro.

Le risorse contenute nel fondo sono finalizzate ad essere utilizzate per interventi di finanziamento di nuove imprese o lo sviluppo della cooperazione, realizzati tramite la costituzione di *newcoop* o l'assunzione di partecipazioni in società cooperative esistenti. L'operatività concreta del fondo avviene attraverso un meccanismo devolutivo da parte di società cooperative aderenti e non aderenti alle associazioni promotrici del fondo; il meccanismo di finanziamento dei fondi mutualistici è un esempio in cui la mutualità delle cooperative perde il suo carattere tradizionale e diventa «mutualità di sistema», funzionale alla creazione di una rete di connessione tra le varie cooperative per il sostenimento e la capitalizzazione²⁹⁹.

In questo caso l'interazione tra le varie cooperative avviene su un fronte prettamente patrimoniale, attraverso la contribuzione da parte delle società cooperative aderenti alle federazioni nazionali di una quota pari al 3% degli utili percepiti annualmente. Accanto al percepimento di una quota degli utili annuali, i fondi mutualistici sono mantenuti in vita tramite la presenza di un obbligo di devoluzione che sorge in capo alle società cooperative sia in sede di liquidazione, sia in sede di trasformazione in società lucrativa.

Per quel che riguarda l'obbligo di devoluzione in sede di liquidazione, questo trova disciplina nell'articolo 26 della “Legge Basevi”, che prevede l'inserimento nell'atto costitutivo delle cooperative di una clausola anti-lucrativa, in forza della quale il patrimonio residuo delle società al momento dello scioglimento doveva essere

²⁹⁹L'espressione «mutualità di sistema» è stata coniata *ad hoc* per i fondi mutualistici; in questo senso Cfr. G. BONFANTE, op.cit., pag. 726, che nel distinguere le diverse categorie di mutualità sviluppate a livello dottrinale, afferma che la mutualità di sistema è un termine inventato da Cavazzuti in materia di fondi mutualistici; l'autore fa infatti notare che «il termine mutualità non ha nulla a che fare con la gestione del servizio, ma è sinonimo di aiuto reciproco nel mondo cooperativo fra operatori e istituzioni di rappresentanza e solo con un po' di generosità si può parlare di una forma di mutualità esterna, atteso che nessuna gestione di servizio a terzi viene effettuata»; piuttosto il termine mutualità assume il connotato di «aiuto reciproco in nome della solidarietà cooperativa». Cfr. G. MINERVINI, op.cit., pag. 386, il quale afferma che «il profilo più deciso sotto il quale la cooperazione si fa sistema è quello patrimoniale: i fondi hanno una posizione ancillare rispetto alle Centrali, anzi ne sono una costola (...)».

destinato a scopi di pubblica utilità³⁰⁰; successivamente l'articolo 11 co.4 della legge del 1992 modifica i destinatari beneficiari della clausola devolutiva, ossia i fondi mutualistici e ribadisce al comma successivo l'obbligo di devoluzione nella fase di liquidazione patrimoniale³⁰¹. Nonostante tutto, il timore del legislatore era che questo sistema di contribuzione non fosse sufficiente per il mantenimento del Fondo mutualistico, non essendo in alcun modo vincolante la clausola anti-lucrativa³⁰²; a questo si aggiungeva anche il rischio che molte società usufruissero della forma cooperativa solo per beneficiare dei vantaggi fiscali, per poi deliberare una trasformazione o una fusione in società lucrativa³⁰³.

Forte di questi problemi il legislatore con la l.n. 388 del 2000, per rafforzare il sistema della devoluzione liquidativa, così come per dare maggior valore al mutualismo cooperativo, introduce tramite l'art. 17, un sistema sanzionatorio che prevede, in caso di violazione della clausola anti-lucrativa, la devoluzione dell'intero patrimonio effettivo della società ai fondi mutualistici ed, in aggiunta, la devoluzione

⁷⁷ L'articolo 26 del D.lgs. 1577/47, che enuncia i «requisiti mutualistici», prevede che la sussistenza di questi requisiti sia presunta, qualora siano inserite varie clausole, tra le quali il punto n.3 prevede «*la devoluzione, in caso di scioglimento della società, dell'intero patrimonio sociale-dedotto soltanto il capitale versato e i dividendi eventualmente misurati- a scopi di pubblica utilità conformi allo spirito mutualistico*».

³⁰¹ L'art. 11 co.4 della L. 59/1992 prevede che «*Le società cooperative e i loro consorzi, aderenti alle associazioni riconosciute di cui al primo periodo del comma 1, devono destinare alla costituzione e all'incremento di ciascun fondo costituito dalle associazioni cui aderiscono una quota degli utili annuali pari al 3 per cento(...).Deve inoltre essere devoluto ai fondi (...) il patrimonio residuo delle cooperative in liquidazione, dedotti il capitale versato e rivalutato (...)*».

³⁰² In questo senso, Cfr. G. TRIMARCHI, *A proposito di società cooperative: appunti su un quantum della devoluzione ai fondi mutualistici*, in *Le Società*, fasc. 6, 2007, pag. 677 che afferma come sia stato fatto notare da molti che «di seguito alla costituzione dei fondi mutualistici l'originaria previsione della devoluzione in sede sola di liquidazione (la cd. devoluzione liquidativa) rischiava di essere del tutto insufficiente agli scopi, in quanto la comune esperienza insegnava che quando le cooperative venivano messe in liquidazione, normalmente, v'era (come v'è) ben poco da liquidare, men che meno da devolvere».

³⁰³ Il timore in questo caso derivava dal fatto che prima dell'introduzione di una disposizione sanzionatoria *ad hoc* per questa fattispecie, il passaggio in una forma di società lucrativa, comportava solo la perdita dei benefici fiscali fino a quel momento conseguiti con la forma cooperativa. In questo senso, Cfr. G. MINERVINI, op.cit., pag. 387, secondo cui «le norme originarie che prevedono la clausola anti-lucrativa riferiscono inequivocabilmente la devoluzione al “caso di scioglimento di società”, avendo per oggetto l'attivo patrimoniale netto risultante dall'esito della liquidazione. Questo riferimento era ulteriormente chiarito dall'art. 11 comma 5 della l.n. 59 del 1992, che solo mutava i beneficiari della devoluzione, individuandoli nei fondi mutualistici, previsti dalla stessa legge».

anche nel caso in cui le società cooperative optino per il passaggio da un modello mutualistico a un modello lucrativo³⁰⁴.

Questo articolato sistema devolutivo se da un lato contribuisce a ridurre «l'esodo dall'area cooperativa», dall'altro è funzionale al raggiungimento di un ingente incremento patrimoniale a favore di questi fondi, strumento essenziale per la diffusione e lo sviluppo del cooperativismo³⁰⁵.

In Italia in seguito all'introduzione di questi istituti, le due federazioni nazionali più attive, Legacoop e Confcooperative hanno costituito due società per azioni, rispettivamente Confcoop S.p.a. e Fondosviluppo S.p.a., finalizzate alla gestione dei loro fondi mutualistici; entrambe le associazioni mostrano un forte interesse per questo tipo di operazioni e in particolar modo Legacoop contribuisce al finanziamento della maggior parte di operazioni di WBO che hanno avuto luogo dal periodo della "Marcora", sino ai giorni nostri³⁰⁶.

8.2 Il socio finanziatore

Se parlare di socio finanziatore nell'ambito delle società lucrative risulterebbe pleonastico, nell'ambito cooperativo invece, risulta opportuno data la distinzione che

³⁰⁴ L'articolo 17 della legge n. 388 del 2000, prevede che «Le disposizioni di cui all'art. 26 decr. 1577/47, all'art. 14 decreto 601/73 e all'art.11 l. n. 59 del 1992 si interpretano nel senso che la soppressione da parte di società cooperative o loro consorzi delle clausole di cui al predetto art. 26 comporta comunque per le stesse l'obbligo di devolvere il patrimonio effettivo in essere alla data della soppressione, dedotti il capitale versato e rivalutato ed i dividendi eventualmente maturati, ai fondi mutualistici di cui al citato articolo 11, comma 5. Allo stesso obbligo si intendono soggette le stesse società cooperative e i loro consorzi nei casi di fusione e di trasformazione, ove non vietati dalla normativa vigente, in enti diversi dalle cooperative per o quali vigono le clausole di cui al citato articolo 26, nonché in caso di decadenza dai benefici fiscali».

³⁰⁵ L'espressione «esodo dalla forma cooperativa» è stata utilizzata da G. MINERVINI, op.cit., pag. 389 che nel riconoscere alla norma dell'articolo 17 della legge del 2000 valore di interpretazione autentica, afferma che «le Centrali cooperative non solo hanno bloccato ogni esodo dall'area cooperativa per l'avvenire, ma hanno conseguito tramite i fondi mutualistici, un cospicuo incremento patrimoniale».

³⁰⁶ In modo particolare Legacoop dal 1990 in poi si è mostrata molto propensa al sostenimento di queste operazioni. Cfr. M. VIETA, S.DEPEDRI, A. CARRANO, op.cit., pag. 66 in cui emerge chiaramente la partecipazione delle federazioni nazionali nello svolgimento delle operazioni di WBO; in particolar modo emerge una predominanza di Legacoop rispetto le altre federazioni, di cui si registra un'affiliazione a queste operazioni pari al 57,14%. La ragione di ciò deriva dalle radici storiche di questa federazione e la sua predominanza nelle regioni dell'Italia del Nord e le regioni centrali, in cui sono diffuse la maggior parte delle PMI italiane.

sussiste all'interno della compagine societaria, tra questa figura e quella del socio cooperatore tradizionale³⁰⁷. La diversificazione della compagine sociale delle cooperative è un'altra caratteristica che le contraddistingue e, allo stesso modo, è un punto di forza per lo svolgimento di un'operazione di WBO; sebbene la mutualità sia lo scopo preponderante della struttura cooperativa, non deve essere disdegnata la rilevanza che il capitale sociale assume in queste società, che come nelle altre società di capitali assolve funzione di «promozione di attività e di garanzia dei terzi»³⁰⁸.

La variabilità del capitale sociale, elemento caratterizzante la cooperativa, è (come abbiamo già accennato) una tecnica funzionale ad agevolare l'ingresso in società di nuovi membri senza dover ricorrere ai formalismi procedurali, richiesti in sede di aumento di capitale sociale *ex art.* 2438 c.c.³⁰⁹; tale caratteristica non può in nessun caso creare nocumeto alla solidità finanziaria della società, tutelata attraverso la disciplina dell'integrità del capitale sociale. Partendo dalla consapevolezza

³⁰⁷ Già da prima dell'introduzione nel codice civile dell'articolo 2526 e del socio finanziatore, la riforma del 1992 aveva previsto l'estensione della figura del "socio sovventore", prima prevista unicamente per le mutue assicuratrici, a tutte le società cooperative purché lo statuto della società preveda «la costituzione di fondi per lo sviluppo tecnologico o per la ristrutturazione o il potenziamento aziendale», ai sensi dell'articolo 4 co.1 l. n. 59 del 1992, che nei commi successivi delinea la disciplina applicabile al socio sovventore.

Si può parlare di questa distinzione alla luce della riforma del 2003, con cui è stata disciplinata la figura del socio finanziatore. Nelle società cooperative la figura del socio assume una importanza estrema e nel caso dei soci, diversi da quelli finanziatori, il possesso di determinati requisiti di carattere soggettivo è essenziale ai fini di garantire una compatibilità con il carattere mutualistico della società. Cfr. G. BONFANTE, *La società cooperativa*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da G.COTTINO, vol.5, Cedam, pag. 186, che rileva come «la figura del socio nella società cooperativa costituisca una sorta di cartina tornasole dell'identità mutualistica della cooperativa».

³⁰⁸ In questo senso, Cfr. G. BONFANTE, *op. ult. cit.*, pag. 364, che evidenzia che nonostante il fatto che il capitale assuma un connotato diverso rispetto alle altre società di capitali, non perde la funzione fondamentale di tutela delle aspettative dei terzi. Nonostante il fatto che l'articolo 2524 c.c. prevede che «*il capitale sociale non è determinato in un ammontare prestabilito*», la variabilità del capitale sociale incide unicamente sul procedimento formale per la sua modifica, cosicché il variare del numero dei soci non comporta un adeguamento dell'entità del capitale sotto il profilo formale. In questo senso, Cfr. A.PACIELLO, *Commento all'articolo 2524. La variabilità del capitale*, *op.cit.*, pag. 173, secondo cui «al di là di tale, rilevante, specificità, il capitale assolve le medesime funzioni che ad esso si assegnano nelle società di capitali lucrative (...) analoga è pertanto l'esigenza di predisporre una disciplina idonea a tutelarne l'effettività e l'integrità, così che fissità e variabilità del capitale vanno intese come convenzioni semantiche per richiamarne solo le differenti regole sottese alla sua modifica». Il co.3 art. 2524 c.c. prevede per questo motivo, la possibilità di conferire nuovi apporti a titolo di capitale di rischio, così da favorire una capitalizzazione della società cooperativa e incentivarne lo sviluppo.

³⁰⁹ L'aumento di capitale sociale nelle società per azioni presuppone un procedimento formale di modifica su cui è chiamata a deliberare l'assemblea straordinaria dei soci.

dell'esistenza di una differenza tra variabilità del capitale sociale e la sua integrità, a partire dalla riforma del 1992, fino alla riforma realizzata con il d.lgs. n.6 del 2003, si è assistito a un percorso di rivalutazione del ruolo della capitalizzazione della società cooperativa e, proprio questo ultimo intervento, ha riguardato l'introduzione della figura del socio finanziatore³¹⁰.

La presenza accanto ai soci cooperatori di soci finanziatori è un incentivo per la realizzazione di operazioni di acquisizione da parte di società cooperative, nelle quali il solo capitale di rischio apportato dai soci lavoratori non è molto spesso sufficiente per il sostenimento dell'indebitamento causato dall'effetto *leverage*, poiché l'apporto di questi soggetti alla cooperativa sarà caratterizzato prevalentemente da forza lavoro.

La figura del socio finanziatore trova dei suoi antecedenti nelle società finanziarie introdotte dalla Legge Marcora, che possono promuovere lo sviluppo delle cooperative tramite la sottoscrizione di una quota del loro capitale; la legge 59 del 1992 affianca a queste la figura del socio sovventore e dell'azionista di partecipazione cooperativa.

Tra i principi che hanno ispirato il legislatore in tempi successivi, vi è proprio quello di incentivare il ricorso al mercato e di allineare la disciplina delle cooperative alle società di capitali circa i mezzi di finanziamento utilizzabili³¹¹. Il d.lgs. n.6 del 2003

³¹⁰ La differenza tra variabilità del capitale e sua integrità può essere colta anche tenendo conto delle diverse regole in materia di ingresso dei soci nella cooperativa e in sede di aumento di capitale; nel primo caso infatti, il comma 2 dell'art. 2524 c.c. prevede che «*Nelle società cooperative l'ammissione di nuovi soci, nelle forme previste dall'articolo 2528 c.c. non importa modificazione dell'atto costitutivo*» e il richiamo alle regole in materia di *Procedura di ammissione e carattere aperto delle società*, conferma questo e del fatto che il concetto di variabilità del capitale è legato alla libertà di entrata e uscita dei soci cooperatori. Diversamente in materia di aumento del capitale con modifica dell'atto costitutivo, il co.3 dell'articolo 2524 prevede che «*La società può deliberare aumenti di capitale con modificazione dell'atto costitutivo nelle forme previste dagli articoli 2438 e ss.*».

Cfr. G.BONFANTE, op. ult. cit., pag. 364 ss, il quale riconosce che questa rivalorizzazione del capitale ha avuto luogo anche «attraverso l'aumento dei limiti massimi di conferimento dei soci e, soprattutto attraverso la possibilità di aumento del capitale sociale secondo le forme previste per le società di capitale, ossia in misura fissa (...) se è indubbio che in alcune realtà della cooperazione il capitale può svolgere un ruolo assolutamente marginale, sottolineato dall'irrisorietà delle quote minime sottoscrivibili, nelle grandi cooperative e, in particolare, nel settore del credito, il capitale non solo esiste, ma assume una funzione, in parte, almeno analoga a quella svolta nelle società di capitali».

³¹¹ Cfr. Art. 5 co.2 legge delega n. 366 del 2001 e in modo particolare lett. b), che tra i principi e criteri direttivi, include quello di «*prevedere, al fine di incentivare il ricorso al mercato dei capitali,*

introduce così l'articolo 2526 c.c. che, rubricato «*Soci finanziatori e altri sottoscrittori di titoli di debito*», disciplina la possibilità di prevedere tramite l'atto costitutivo che siano emessi strumenti finanziari, prescrivendone diritti patrimoniali e amministrativi; e sebbene questa norma non faccia esplicito riferimento alla disciplina del socio finanziatore, lega quest'ultimo alla figura dello strumento finanziario, cosicché per inquadrare con precisione la fattispecie e comprendere quando si possa acquisire la qualifica di socio finanziatore, è importante determinare il significato da dare allo strumento finanziario in questione³¹². Il co.1 dell'art. 2526 c.c. a riguardo sembra creare forti perplessità, poiché, nonostante il richiamo che viene fatto alla disciplina della S.p.a. per quel che riguarda le modalità di emissione, sono forti le differenze con il concetto di strumento finanziario come utilizzato nelle società cooperative e nelle società per azioni. Una prima differenza riguarda l'imputabilità degli strumenti finanziari di cooperativa a capitale sociale e il conseguimento del diritto di voto derivante dal loro possesso, che è chiaramente riconfermato dalle disposizioni codicistiche e che, diversamente opinando, si porrebbe in forte contraddizione con l'intento del legislatore delegato di introdurre questi come modalità di finanziamento della società³¹³. Un'altra particolarità

salve in ogni caso la specificità dello scopo mutualistico e le riserve di attività previste dalle leggi vigenti, la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari, partecipativi e non partecipativi, dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi».

³¹² Cfr. E. CUSA, op.cit. pag. 24, secondo cui il legame tra strumento finanziario e qualifica di socio finanziatore è così forte che «la norma in commento offre un esempio di definizione per rubrica; in effetti, ciò che deve essere definito (*definiendum*)- nel nostro caso il socio finanziatore- sta nella *rubrica legis*, mentre ciò che definisce (*definiens*) sta nel testo della norma».

³¹³ Cfr. Art. 5 co.2 legge delega n. 366/2001 e in modo particolare lett. b), che tra i principi e criteri direttivi, include quello di «*prevedere, al fine di incentivare il ricorso al mercato dei capitali, salve in ogni caso la specificità dello scopo mutualistico e le riserve di attività previste dalle leggi vigenti, la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari, partecipativi e non partecipativi, dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi*». L'articolo 2525 c.c. co.4 nel richiamare i tre commi precedenti inerenti i limiti al valore nominale delle partecipazioni sociali e i tetti massimi alla quota di capitale sociale rappresentabile dalla partecipazione, dimostra che gli apporti di soggetti finanziatori a fronte dei quali sono emessi strumenti finanziari sono imputati a capitale sociale. L'articolo 2526 co.2 prevede invece che ai possessori di questi strumenti possa essere attribuito diritto di voto, ma in misura non superiore a 1/3 dei voti spettanti a tutti i soci e che in ogni caso sia possibile il loro trasferimento, seppur a determinate condizioni previste dall'atto costitutivo. Propende per l'imputabilità a capitale sociale degli strumenti finanziari sottoscritti dai soci finanziatori, anche R.COSTI, *Gli strumenti finanziari*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, I, 2005, pag. 124 ss., secondo cui, richiamando all'opinione maggioritaria diffusa a livello dottrinale, gli strumenti

riguarda lo stesso concetto di strumento finanziario, che è molto più ampio rispetto ai termini di utilizzo nella S.p.a. e il rinvio che viene effettuato dall'articolo 2526 c.c. «secondo la disciplina prevista per la società per azioni» non è unicamente riferibile agli strumenti finanziari tradizionali, ma anche alle azioni e alle obbligazioni, in quanto strumenti di raccolta di capitale della società³¹⁴. In merito ai soggetti riconducibili alla figura di socio finanziatore, si può affermare che ogni soggetto che sia in possesso di uno strumento finanziario (nei termini sopra menzionati) e il cui apporto venga imputato a capitale sociale della società cooperativa può acquisire tale qualifica³¹⁵. In ogni caso la mutualità stabilisce qui dei limiti ai poteri dei soci finanziatori, poiché la gestione della cooperativa deve essere orientata nel perseguimento dello scopo mutualistico, non potendo essere assegnate a questi ultimi scelte essenziali della gestione organizzativa; per questo motivo lo statuto prevede dei limiti ai diritti patrimoniali e amministrativi conseguenti il possesso di una quota

finanziari, qualora siano forniti di diritti di voto, devono necessariamente essere imputati a capitale sociale e «questi strumenti finanziari costituirebbero altrettante azioni lucrative; i titolari di queste azioni sarebbero soci finanziatori che si collocherebbero accanto ai soci cooperatori». Nello stesso senso, CUSA, op.cit., pag. 28 e ss.

³¹⁴ In questo senso, Cfr. E.CUSA, op.cit., pag. 28 che parla di atipicità degli strumenti finanziari cooperativi, «non devono includersi solo gli strumenti finanziari tipici (in quanto delineati negli art. 2346 co.6, 2349 co.2, 2351 co.5 e 2447-ter co.1 lett.e) c.c.) a contenuto parzialmente atipico, ma anche le azioni e le obbligazioni». In merito alla natura degli strumenti finanziari di cui l'articolo 2526, Cfr. R.COSTI, op.cit., pag. 132, secondo cui la nozione ricomprende le azioni lucrative, gli strumenti finanziari rappresentativi di capitale di rischio, con o senza diritto di voto, gli strumenti finanziari che godono solo di diritto di voto e le obbligazioni. Per una interpretazione restruttiva, Cfr. G.F. CAMPOBASSO, op.cit., pag. 613 che diversamente optando ritiene che questi non possono essere emessi a fronte di un aumento di capitale e non attribuiscono la qualifica di socio; Un problema riguarda le società cooperative costituite in forma di s.r.l. per le quali troverebbe applicazione l'articolo 2483, che vieta che le quote di partecipazione in queste società siano «oggetto di sollecitazione di investimento»; per questo motivo tenendo conto di quanto disposto dal co.2 dell'articolo 2519, che rimanda l'applicabilità della disciplina delle s.r.l., in quanto compatibile, parte della dottrina ritiene che le stesse ragioni per le quali è fatto divieto l'emissione di quote di partecipazione negoziabili nel mercato dei capitali portano ad escludere l'emissione di strumenti finanziari. In questo senso, Cfr. COSTI, op.cit. pag. 122 ss., che afferma come queste considerazioni possano essere «decisive per escludere che la cooperativa possa emettere quote lucrative, negoziabili, che attribuiscono la qualità di socio, ma di per se stesse, non escludono che la stessa possa emettere strumenti finanziari che espongano i possessori al rischio di imprese senza attribuire loro lo *status* di socio».

³¹⁵ Questa considerazione deriva dalla funzione riorganizzativa del capitale di una società; Cfr. E. CUSA, op.cit. pag. 33 ss, che riconosce che «(...) il capitale sociale consolida la sua funzione organizzativa all'interno della società, nel senso che rappresenta pure l'univoco riconoscimento di chi sia socio».

di partecipazione nella società e, in ogni caso, non possono essere loro attribuiti più di 1/3 dei voti spettanti all'insieme dei soci³¹⁶.

La qualifica di socio finanziatore che viene conseguita anche in seguito all'emissione di questi strumenti finanziari, permette alla società cooperativa di avere un capitale a composizione variabile, distinguibile in capitale di cooperazione e in capitale di finanziamento, il quale può assumere molteplici sfaccettature a seconda della fonte di derivazione³¹⁷.

9 Le forme di autofinanziamento della società cooperativa

Accanto a forme di finanziamento esterne, realizzate tramite la partecipazione al capitale di soci finanziatori e l'utilizzo dello strumento del fondo mutualistico, la disciplina codicistica mette a disposizione dei soci lavoratori della cooperativa dei meccanismi di autofinanziamento, applicabili anche alle cooperative WBO, rendendo così ancora più favorevole il ricorso a questa tipologia societaria nell'ambito di una operazione di risanamento. Si tratta di strumenti di finanziamento che sono parte della stessa struttura della società cooperativa e sono erogati a prescindere da interventi esterni dello stato e di altri finanziatori; per questo motivo, sebbene, come abbiamo detto, l'unicità della cooperativa risieda nella sua flessibilità, nella variabilità del capitale e nella prevalenza della forza lavoro e dei rapporti mutualistici, l'integrità del capitale deve essere comunque salvaguardata. Le disposizioni codicistiche che regolano il funzionamento della società cooperativa

³¹⁶ Art. 2526 co.2 c.c. prevede che «L'atto costitutivo stabilisce i diritti patrimoniali o anche amministrativi attribuiti ai possessori degli strumenti finanziari e le eventuali condizioni cui è sottoposto il loro trasferimento. (...) Ai possessori di strumenti finanziari non può, in ogni caso, essere attribuito più di un terzo dei voti spettati all'insieme dei soci presenti ovvero rappresentati in ciascuna assemblea».

³¹⁷ In merito a questa distinzione del capitale in due tipologie, Cfr. E.CUSA, pag. 171, che afferma che dinanzi la presenza di soci finanziatori, il capitale della cooperativa sarà formato dai conferimenti dei soci finanziatori e i valori dei conferimenti dei soci cooperatori; in modo particolare nella redazione del bilancio, «nello stato patrimoniale la voce capitale sociale deve suddividersi in almeno quattro sottovoci: una corrispondente al capitale sociale rappresentato dalle azioni di partecipazione in cooperativa, una corrispondente al capitale sociale rappresentato dalle azioni di sovvenzione, una corrispondente al capitale sociale rappresentato dalle azioni di finanziamento diverse dalle due precedenti e una, ovviamente, corrispondente al capitale sociale rappresentato dalle azioni di cooperazione».

sono finalizzate a raggiungere un equilibrio tra la flessibilità e l'apertura di questo modello societario e le esigenze di tutela del capitale.

Le società cooperative non sono regolate da una disciplina del capitale legale minimo, in virtù del principio di variabilità del capitale sociale, ma sono previsti dei limiti di importo al valore delle singole quote o azioni detenute dai soci, non inferiori ai 25 euro e non superiore ai 500 euro, non potendo, ogni socio in ogni caso detenere una partecipazione che sia superiore ai 100 mila euro³¹⁸.

Un'altra caratteristica delle cooperative è il principio di indivisibilità delle riserve, previsto all'articolo 2545 *ter* c.c, funzionale a garantire il carattere del mutualismo delle cooperative e proteggere queste dal problema della sottocapitalizzazione³¹⁹. Nella pratica il principio è attuato attraverso un meccanismo di accantonamento delle riserve su base legale, statutaria o volontaria, in forza del quale la maggior parte dei guadagni percepiti dall'esercizio dell'attività cooperativa, sono reinvestiti nella cooperativa stessa; qualunque sia l'ammontare delle riserve previsto dallo statuto, in ogni caso il 30% degli utili netti percepiti deve essere destinato a questo fine, in modo tale da far sì che le riserve legali accantonate possano coprire le perdite senza intaccare il capitale; qualora dopo la devoluzione di parte degli utili a riserve e ai fondi mutualistici (il 3%) vi sia del residuo, allora permane in capo ai soci la possibilità di deliberare in assemblea l'accantonamento degli utili rimanenti a riserve oppure la distribuzione di questi ai soci. Il diritto alla distribuzione degli utili tra i soci è meramente residuale ed ha luogo solo dopo l'accantonamento delle riserve e la

³¹⁸ Cfr. art. 2525 c.c. prescrive infatti che «*Il valore nominale di ciascuna azione o quota non può essere inferiore a venticinque euro né per le azioni superiore a cinquecento euro. Ove la legge non prevede diversamente, nelle società cooperative nessun socio può avere una quota superiore a centomila euro, né tante azioni il cui valore nominale superi tale somma*». Cfr. G. BONFANTE, op.ult.cit., pag. 193, che nel ripercorrere la *ratio* della disciplina del capitale variabile delle società cooperative afferma che se da un lato, con la previsione di una quota minima si intende prevenire la sotto patrimonializzazione delle cooperative, dall'altro prevedendo un limite massimo alla quota detenuta si intende «agevolare il carattere aperto della società cooperativa» evitando così che valori troppo elevati siano di ostacolo per la sottoscrizione di nuove partecipazioni e in aggiunta si vuole «preservare il carattere democratico dell'istituto, ostacolando il formarsi di situazioni di predominio mirate a perseguire finalità lucrative e non mutualistiche»

³¹⁹ Ai sensi dell'articolo 2545 *ter* del codice civile «*sono indivisibili le riserve che per disposizione di legge o per lo statuto non possono essere ripartite tra i soci neppure in caso di scioglimento della società*».

devoluzione del 3% degli utili netti percepiti al fondo mutualistico, purché in ogni caso il rapporto tra «*il patrimonio netto e il complessivo indebitamento della società è superiore a un quarto*»³²⁰. La distribuzione degli utili subisce ulteriori limitazioni qualora la società cooperativa sia a mutualità prevalente e l'esercizio della sua attività sia finalizzato, quasi totalmente, allo scambio di prestazioni con i soci cooperatori³²¹; per il mantenimento di questa caratteristica, cui consegue anche la corresponsione di benefici fiscali, l'articolo 2514 c.c. prevede tra i vari limiti un divieto assoluto di distribuzione delle riserve tra soci cooperatori e l'obbligo devolutivo dell'intero patrimonio ai fondi mutualistici, in caso di scioglimento³²². Sebbene nelle cooperative a mutualità prevalente, la remunerazione del capitale sia limitata, per i motivi appena menzionati, ciò non toglie che i soci ricevano dei

³²⁰ Cfr. Art. 2545 *quinquies*, ai sensi del quale «*L'atto costitutivo indica le modalità e la percentuale massima di ripartizione dei dividendi tra i soci cooperatori. Possono essere distribuiti dividendi, acquistate proprie quote o azioni ovvero assegnate ai soci le riserve divisibili, se il rapporto tra il patrimonio netto e il complessivo indebitamento della società è superiore ad un quarto.(...)*»

³²¹ Il carattere della prevalenza di una cooperativa è determinato dalla quantità di scambi di prestazioni con i loro soci; il requisito che viene determinato di volta in volta dagli amministratori e i sindaci nella redazione del bilancio annuale, deve tener conto del fatto che queste società (nel nostro caso le cooperative di produzione e lavoro), utilizzano prevalentemente le prestazioni lavorative dei soci. In termini quantitativi è tradotto come la superiorità del 50% del costo del lavoro dei soci rispetto al totale del costo del lavoro utilizzato. Cfr. G.F. CAMPOBASSO, op.cit., pag. 601.

³²² Per questa tipologia di società cooperativa, l'art. 2514 c.c. prevede quattro ulteriori limiti alla distribuzione degli utili tra i soci che si sommano a quanto previsto dall'art. 2545 *quinquies*; in modo particolare si prevede: «*a)il divieto di distribuire i dividendi in misura superiore all'interesse massimo sei buoni postali fruttiferi, aumentato di due punti e mezzo rispetto al capitale effettivamente versato; b)il divieto di remunerare gli strumenti finanziari offerti in sottoscrizione ai soci cooperatori in misura superiore a due punti rispetto al limite massimo previsto per i dividendi; c) il divieto di distribuire le riserve tra i soci cooperatori; d) l'obbligo di devoluzione, in caso di scioglimento della società, dell'intero patrimonio sociale, dedotto soltanto il capitale sociale e i dividendi eventualmente maturati, ai fondi mutualistici per la promozione e lo sviluppo della cooperazione*». Cfr. A.MAFFEI, *Delle società cooperative. L'articolo 2514. Delle società cooperative*, in *Commentario breve al diritto delle società*, pag. 1787, secondo cui In modo particolare il divieto di cui la lettera c) dell'articolo 2514 ha la funzione di limitare la distribuibilità delle riserve unicamente ai soci cooperatori, così da non creare limiti alla distribuzione di riserve divisibili tra i soci finanziatori; solo in questo modo l'investimento di questi soggetti, può essere remunerato, sulla scorta di quanto previsto dalla disciplina della società di capitali. Nonostante tutto, è necessario tener da conto di quanto previsto dall'articolo 2545 *ter c.c.* in merito all'indivisibilità delle riserve legali e statutarie e per evitare qualsiasi tipo di equivoco normativo si deve ritenere necessario che nello statuto siano specificate espressamente le riserve divisibili destinate ai soci finanziatori. Cfr. M.VIETA, S.DEPEDRI, A. CARRANO, op.cit., pag. 70, che evidenzia come nella pratica, il principio di indivisibilità delle riserve è massimo nelle società cooperative a mutualità prevalente, dal momento che c'è una parte di utili accantonata a riserva che non può essere distribuita ai soci cooperatori e in ogni caso al momento di scioglimento della società è prevista la devoluzione dell'intero patrimonio ai fondi mutualistici.

benefici per le prestazioni mutualistiche svolte; questo vantaggio viene conseguito attraverso lo strumento dei ristorni, ossia la distribuzione ai soci di una somma di denaro che è proporzionale ai loro rapporti di scambio con la cooperativa. Nelle cooperative di produzione e lavoro i ristorni, se distribuiti, hanno forma di integrazione della retribuzione del socio lavoratore; questi sono uno strumento potenziale di finanziamento della società cooperativa poiché rientra nella disponibilità dei soci che maturano il diritto di deliberare in sede assembleare o nell'atto costitutivo se procedere alla loro distribuzione oppure destinarli a fonte di finanziamento ulteriore della società cooperativa, come potrebbe verificarsi nel caso in cui la cooperativa debba sostenere un'operazione WBO³²³.

10 Il favor per l'autoimprenditorialità: la figura del socio lavoratore

Un'altra peculiarità delle società cooperative è quella di affiancare accanto a soci che apportano unicamente capitale, anche dei soci lavoratori, che congiuntamente alle risorse economiche, partecipano alla realizzazione dello scopo societario tramite l'apporto di prestazioni lavorative; questo soggetto non solo è figura fondamentale nella *governance* della società, ma nell'ambito del WBO ricopre anche il ruolo di *sponsor* dell'operazione. La struttura della cooperativa permette di valorizzare i lavoratori, che in seguito alla conversione divengono titolari dell'azienda, senza però richiedere loro sforzi eccessivi dal punto di vista patrimoniale, se non il possesso di determinati requisiti di carattere soggettivo³²⁴.

³²³ Cfr. art. 2545 *sexies* co.1, secondo il quale «L'atto costitutivo determina i criteri di ripartizione dei ristorni ai soci, proporzionalmente alla quantità e alla qualità degli scambi mutualistici». Una caratteristica di questa forma di integrazione salariale è l'aleatorietà, dal momento che la società potrà distribuire i ristorni, solo se la gestione mutualistica dell'impresa si è chiusa in positivo. In questo senso, Cfr. G.F. CAMPOBASSO, op.cit., pag. 623, che rimarca il carattere dell'aleatorietà di questo strumento e il fatto che, diversamente dalla disciplina degli utili questi non sono soggetti agli stessi limiti. «Anzi, per i ristorni si pone il problema opposto, se la società sia o meno tenuta a distribuire ai soci tutte le eccedenze derivanti dalla gestione mutualistica con gli stessi. Ovvie esigenze di efficienza e conservazione dell'impresa inducono tuttavia a propendere per la soluzione negativa».

³²⁴ La legge prevede che i soci lavoratori devono *in primis* esercitare «l'arte o il mestiere corrispondenti o affini alla società cooperativa di cui fanno parte», si tratta di caratteristiche imprescindibili che si cumulano e diventano condizione essenziale per la partecipazione alla società cooperativa e di conseguenza anche per la costituzione di una cooperativa di salvataggio in seguito a un WBO. Cfr. art. 23 Legge Basevi, 1577/1947, che in merito ai soci lavoratori prevede che «I soci

Nell'ambito di un WBO, la presenza di soci lavoratori della società costituisce un valore aggiunto che si somma agli ulteriori elementi a favore della trasformazione della azienda in crisi in una società cooperativa. In particolar modo è stato evidenziato che la presenza di questi soggetti possa essere favorevole al mantenimento di un equilibrio finanziario dell'impresa, dal momento che la remunerazione dell'investimento dei soci lavoratori è limitata al percepimento dei ristorni, distribuiti proporzionalmente al lavoro da loro prestato e all'andamento del complesso aziendale. Il trasferimento del ruolo imprenditoriale in capo ai lavoratori della società è funzionale a ridurre possibili conflitti di interesse che diversamente potrebbero verificarsi tra la componente datoriale e gli *stakeholders* e inoltre, minimizza i tempi di assunzione delle decisioni governative, spostando su di un piano più pratico «*l'istituzione dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile*» che la disciplina dell'art. 2086 c.c. fa gravare in capo all'imprenditore³²⁵.

delle cooperative di lavoro devono essere lavoratori e devono esercitare l'arte o il mestiere corrispondenti e affini alla specialità della cooperativa cui fanno parte. In ogni caso, non possono essere soci di tali cooperative coloro che esercitano in proprio imprese identiche o affini a quelle della cooperativa. È però consentita la partecipazione di elementi tecnici e amministrativi nel numero strettamente necessario al buon funzionamento dell'ente».

³²⁵ Cfr. CECOP-CICOPA Europe, *Business transfer to employees under the form of a cooperative in Europe: opportunities and challenges*, pag. 9, che elenca gli elementi che costituiscono “valore aggiunto” alla realizzazione di un WBO. In particolar modo le ragioni che si ricollegano al trasferimento dell'azienda in capo ai lavoratori dipendenti possono essere ricondotte a tre ordini di motivi: il proprietario dell'azienda ha più possibilità di vendere questa a un prezzo di mercato soddisfacente, qualora gli acquirenti siano soggetti a conoscenza del valore dell'impresa, potendo prescindere dallo stato di crisi; molto spesso il valore di un'azienda risiede anche nel soggetto titolare e il trasferimento ai dipendenti di questa permette, seppur in via traversa, di preservare i principi e i valori che il suo *ex* proprietario e loro *ex* datore di lavoro, portava avanti; il timore dei competitori è un terzo elemento che fa propendere per il trasferimento della proprietà in capo agli *ex* dipendenti, per evitare che questa vada a finire nelle mani sbagliate. Tra i vari motivi che possono costituire valore aggiunto alla realizzazione di un WBO sono ricollegabili il fatto che la transizione proprietaria sia lenta e graduale e funzionale a preservare la storia e l'identità dell'azienda; rispetto a degli acquirenti e degli investitori esterni, i dipendenti hanno maggiore conoscenza del funzionamento dell'azienda e possono mantenere i contatti con i fornitori e i clienti originari; i benefici derivano anche per le autorità locali, dal momento che la conversione di società in crisi in cooperativa può limitare la desertificazione di alcune regioni più povere. Non a caso, grazie agli incentivi che sono stati forniti degli ultimi anni per lo sviluppo del cooperativismo nel Mezzogiorno, nel nostro paese, dal 2013 in poi si è assistito a un incremento di finanziamenti della società finanziaria CFI in queste zone, a discapito di altri investimenti WBO nel Nord e Centro Italia; in merito Cfr. M.VIETA, S. DEPEDRI, A. CARRANO, op.cit., pag. 80 ss., secondo cui questo cambio di tendenza deriva da quanto previsto dall'articolo 11 co.2 della legge n.59 del 1992 che disciplina programmi di finanziamento che hanno per oggetto la promozione e lo sviluppo delle zone del Mezzogiorno.

Inoltre il trasferimento dell'attività ai lavoratori della stessa azienda è funzionale al mantenimento di una continuità dell'organizzazione e alla salvaguardia del suo valore dato dall'esperienza, *il know how*, le reti contrattuali instaurate nel corso del tempo; la devozione e la passione che questi impiegano nello svolgimento dell'attività di impresa, data la stretta correlazione che questa ha con la salvaguardia del loro posto di lavoro, è anche un incentivo affinché l'azienda possa essere reindirizzata verso una ripresa economica. Costituisce però un dato di fatto che la realizzazione di un WBO abbia dei costi; la condizione per cui un'impresa, alla luce della sua gestione passata, si mostri redditizia, non è sempre significativa del mantenimento di una prosperità futura, dal momento che l'acquisizione della società avviene spesso sotto forma di *leveraged buy out* e in seguito al completamento, l'adempimento del debito contratto ricade sul patrimonio della società risultante dall'operazione, in questo caso la società cooperativa. Dati i costi e i rischi che questa operazione comporta, è necessaria la predisposizione di strumenti incentivanti l'assunzione dell'iniziativa imprenditoriale da parte dei lavoratori; una differenza rispetto le altre operazioni di *buy out* risiede nel fatto che i lavoratori, qui titolari dell'iniziativa, nel momento in cui acquisiscono la titolarità della società, devono immedesimarsi in un ruolo a loro stato sempre estraneo e assumere una diversa propensione al rischio³²⁶. Molto spesso può capitare che la cooperativa risultante al WBO subisca un netto ridimensionamento del numero dei lavoratori non per necessità derivanti il mantenimento dell'attività aziendale, ma per scelte personali legate alla convinzione dell'insostenibilità dell'impegno e il timore di farsi carico di un tale rischio economico³²⁷.

³²⁶ Per ridurre l'impatto che può derivare da un cambiamento repentino della titolarità aziendale, questi processi sono svolti in maniera graduale e in un primo momento sono affiancati ai lavoratori anche gli amministratori dell'azienda oggetto di acquisizione. Una variante del WBO infatti, prevede l'intervento, accanto ai lavoratori, degli amministratori della società, che possono così guidare questi ultimi nel processo di transazione proprietaria. Inoltre è importante il ruolo assunto dalle società finanziarie, come CFI, che accanto al supporto di carattere economico, ha il compito di fornire passo dopo passo, sostegno ai lavoratori circa l'assunzione di decisioni fondamentali.

³²⁷ Cfr. M.VIETA-S.DEPEDRI, *Le imprese recuperate in Italia*, pag. 236, che analizza il WBO dal punto di vista del ridimensionamento dell'occupazione. Lo studio si basa su un'indagine fatta su un campione di 24 cooperative e mostra un ridimensionamento dei posti di lavoro subito da tre

Affinché i lavoratori possano assumere l'iniziativa del WBO è necessario che questi abbiano a disposizione gli strumenti per il compimento materiale dell'operazione e le capacità e i mezzi per supportare iniziative di autoimprenditorialità³²⁸.

La versione originaria della legge Marcora, come abbiamo visto, metteva a disposizione una serie di aiuti finalizzati alla salvaguardia dell'occupazione, nei confronti di cooperative costituite da particolari categorie di lavoratori in difficoltà, sottoposti al trattamento della Cassa integrazione guadagni, reduci da imprese soggette a procedure concorsuali o licenziati; questi requisiti si sommano alle caratteristiche che deve avere un socio cooperatore e seppur non condizionanti la costituzione di una cooperativa di produzione e lavoro, la sussistenza di questi determina la possibilità di ricevere l'erogazione di contributi da parte dello Stato³²⁹. Nonostante tutto l'erogazione di contributi da parte dello Stato era alternativa al percepimento del beneficio della Cassa integrazione guadagni; qualora accettati i contributi statali per il WBO, i lavoratori perdevano il loro diritto di percepire per un periodo pari a tre anni, il beneficio della cassa integrazione guadagni.

La legge 223/1991 per favorire l'autoimprenditorialità dei lavoratori introduce con l'articolo 7 co.5 un meccanismo che consente di chiedere un'anticipazione dell'indennità di mobilità da parte dei lavoratori che ne hanno maturato il diritto, in funzione dell'inizio di un'attività di impresa in forma autonoma o della

cooperative su quattro; mentre in alcuni casi il procedimento di conversione non ha comportato una perdita dei posti di lavoro poiché i lavoratori sono stati assunti presso altre cooperative, mentre altri hanno fatto ricorso al pre-pensionamento. Sebbene in alcuni casi la perdita del posto di lavoro era legata a ragioni oggettive di ridimensionamento dell'attività, secondo questi dati risulta che nella metà del campione di cooperative analizzate, la perdita del posto di lavoro derivava da cause volontarie di rifiuto, derivante dal timore di non riuscire a farsi carico dell'impegno che l'incarico comportava, per l'incertezza economica e l'incapacità di assumere un tale rischio.

³²⁸ D'altronde la caratteristica dell'autoimprenditorialità è uno degli elementi di favore alla diffusione dei WBO nel nostro ordinamento. In questo senso, Cfr. M.VIETA, S.DEPEDRI, A. CARRANO, op.cit. pag. 54 secondo cui tra i vari elementi facilitatori questa operazione, rientra lo spirito imprenditoriale assunto dai lavoratori delle imprese in difficoltà che sono disposti a investire le loro risorse personali per la trasformazione di una società a scopo lucrativo in una cooperativa.

³²⁹ Cfr. A.PANDOLFO, op.cit., pag. 518, secondo i quali «le disposizioni della legge in commento si pongono su di un piano diverso da quello del codice civile nonché di leggi successive -che regolano il principio della porta aperta. Difatti esse disciplinano solo le condizioni a cui è subordinata l'erogazione dei contributi pubblici. L'associazione dei lavoratori diversi da quelli considerati dalla legge, non è di per sé preclusiva, restando fermo che la legge fa scattare l'intervento di ausilio solo a favore delle cooperative aventi una certa composizione».

partecipazione al capitale di una società cooperativa; si tratta di somme cumulabili con i benefici percepibili ai sensi dell'articolo 17 della legge Marcora³³⁰.

Negli anni successivi, il legislatore introduce il d.l. 145/2013, che all'articolo 11 prevede un diritto di prelazione nell'affitto o l'acquisto di azienda sottoposta a procedura concorsuale, esclusivamente in capo alle cooperative di lavoratori dell'azienda in crisi, cui segue la possibilità di richiedere l'anticipazione dell'indennità di mobilità, al momento dell'atto di aggiudicazione dell'azienda, prima quindi del sopraggiungere delle condizioni per richiedere l'indennità di mobilità. Anche in interventi successivi il legislatore ha cercato di spingere verso soluzioni alternative alla liquidazione aziendale, incentivando l'autoimprenditorialità tramite l'utilizzo degli ammortizzatori sociali come strumenti di capitalizzazione delle società cooperative. A riguardo il più recente intervento è stato quello apportato dall'articolo 8 del d.lgs. 22 del 2015 che prevede un meccanismo di anticipazione del trattamento di sostegno della disoccupazione (Naspi) *«a titolo di incentivo all'avvio di un'attività lavorativa autonoma o di impresa individuale o per la sottoscrizione di una quota di capitale sociale di una cooperativa»*³³¹.

11 Il diritto di prelazione dei lavoratori

Per agevolare l'acquisizione di un'azienda in crisi da parte dei lavoratori e il mantenimento della sua continuità e dei livelli occupazionali, il legislatore introduce il meccanismo del diritto di prelazione dell'acquisto di azienda nell'ambito di una procedura concorsuale. Diversamente dal tradizionale diritto di prelazione, la prelazione che compete in sede di crisi aziendale ha carattere eccezionale e funzione

³³⁰ In questi termini è formulato l'articolo 7 co,5 della legge 223/1991, che consentiva la richiesta dell'anticipazione solo ai lavoratori già licenziati. Cfr. G. Di CECCO, op.cit. pag. 638, che riconosce i limiti di questa disciplina, che trova applicazione *medio tempore*, in seguito al congelamento dei contributi erogabili tramite la legge Marcora. Uno dei problemi è che la richiesta di anticipazione dell'indennità è concessa ai soli lavoratori già licenziati, che hanno quindi maturato il diritto e non ad altri lavoratori che in via preventiva vorrebbero iniziare a esercitare un'attività in maniera autonoma.

³³¹ La Naspi è una indennità di disoccupazione che ha sostituito l'indennità di mobilità e l'Aspi che era stata introdotta con la Riforma Fornero; il termine Naspi indica la "Nuova prestazione di assicurazione sociale per l'impiego e ha la funzione di intervenire come meccanismo di sostegno del reddito per la disoccupazione involontaria.

sociale, poichè trova la sua ragione d'essere in situazioni patologiche della vita di un'impresa e prevale anche sul diritto dei creditori, al loro miglior soddisfacimento; infatti, l'interesse di questi ultimi alla realizzazione massima del loro credito, anche attraverso una liquidazione tempestiva del patrimonio aziendale, lascia spazio a interessi superiori, quali la salvaguardia del posto di lavoro e il mantenimento del valore aziendale ³³².

L'eccezionalità di queste disposizioni normative trovano fondamento costituzionale; l'articolo 43 Cost. sancisce infatti che «*ai fini di utilità generale la legge può riservare originariamente o trasferire, mediante espropriazione e salvo indennizzo, allo Stato, ad enti pubblici o a comunità di lavoratori o di utenti, determinate imprese o categorie di imprese, che si riferiscano a servizi pubblici essenziali o a fonti di energia o a situazioni di monopolio e abbiano carattere di preminente interesse generale*». L'interesse socialmente rilevante che il legislatore ambisce a tutelare, quale quello della salvaguardia della continuità aziendale e dell'occupazione è anche avvalorato a livello giurisprudenziale, dove è stato definito come un «*incentivo di carattere sociale*»³³³.

Le disposizioni legislative che disciplinano il diritto di prelazione sono finalizzate a far sì che il suo esercizio consenta il mantenimento della continuità aziendale e la riduzione al ricorso degli ammortizzatori sociali; proprio il presupposto della prosecuzione del rapporto di lavoro e dell'attività di impresa (inevitabilmente connessi), consente di derogare al «principio della mera convenienza economica

³³² Cfr. F.FIMMANÒ, *Fallimento e circolazione dell'azienda socialmente rilevante*, Giuffrè, 2000, pag. 154 ss, che riconosce la peculiarità di questo diritto di prelazione, che non cede dinanzi le pretese dei creditori che agiscono *in executivis* per il soddisfacimento del loro diritto di credito. «Questo sistema speciale, infatti, destinato ad operare nell'ambito di un procedimento esecutivo, come visto, non va necessariamente a beneficio dei creditori, il cui unico auspicio è rappresentato dalla realizzazione del massimo della vendita dell'azienda nel minor tempo possibile (...)».

³³³ Cfr. Cassazione Civile, Sez. I, 14 Maggio 1998, n. 4852, in *Il Fallimento*, I, 1999, pag. 597, in cui si conferma questo valore di rilevanza sociale, subordinato però alla situazione in cui «*l'intervento dell'affittuario, garantendo la continuazione dell'attività lavorativa dei dipendenti dell'impresa fallita, valga ad evitare l'erogazione da parte dello Stato di provvidenze di carattere sociale a favore dei lavoratori medesimi*».

della vendita e del miglior realizzo possibile», laddove sia necessario la tutela di ulteriori interessi socialmente rilevanti e costituzionalmente tutelati³³⁴.

La disciplina della prelazione in sede concorsuale subisce nel corso degli anni un processo evolutivo, che parte dall'articolo 14 legge n. 49 del 1985 (poi abrogato), trova riconferma nella l. 223 del 1991, che introduce una prelazione di carattere legale, e in ultimo nell'articolo 104 *bis* l.fall., che affianca a quest'ultima tipologia di prelazione un diritto di prelazione convenzionale, che può essere concesso anche nei casi non previsti dalle leggi precedenti. In tutti queste situazioni, come vedremo, l'eccezionalità della norma fa riconsiderare la natura stessa di prelazione del diritto contemplato, per propendere verso un vero e proprio diritto di acquisto in capo all'affittuario. In ultimo si arriverà a parlare dell'intervento più recente apportato con il D.L. Destinazione Italia, che tramite l'articolo 11 introduce un diritto di prelazione, che può definirsi non solo eccezionale (come i precedenti), ma anche esclusivo in capo alle cooperative costituite da *ex* dipendenti di aziende in crisi, per la realizzazione di operazioni WBO.

Procedendo secondo un ordine cronologico partiamo da uno dei primi interventi contemplati menzionati, quale quello dell'articolo 14 co.2 della legge Marcora che, per favorire l'acquisizione di una impresa in crisi da parte dei lavoratori, prevedeva un diritto di prelazione a favore delle cooperative di salvataggio, per l'acquisto dell'azienda sottoposta a procedura fallimentare³³⁵. L'esercizio del diritto di prelazione menzionato, inteso nel senso tradizionale di "diritto di essere preferiti a terzi, a parità di condizioni³³⁶", presuppone la disponibilità di risorse finanziarie per l'acquisto dell'azienda *target*; all'epoca della versione originaria della legge

³³⁴ In questo senso, F. FIMMANÒ, op.cit., pag. 166 ss.

³³⁵ Cfr. A.PANDOLFO, op.cit. pag. 514, secondo cui l'introduzione di questo diritto di prelazione nella legge Marcora, deriva dalla necessità del legislatore di rendere meno difficoltoso per i lavoratori il rilevamento di aziende in crisi; «Ebbene, considerando operante tale principio anche nei casi in cui le aziende siano coinvolte in una procedura fallimentare, si ha modo di inserire a pieno titolo la l.n.49 in quel filone legislativo che ha provveduto a derogare alla vecchia procedura fallimentare, al fine di tutelare al meglio l'interesse all'occupazione(...) presenta lo specifico merito di offrire una garanzia, seppur minima, utilizzabile in situazioni di dissesto delle imprese di minori dimensioni, che costituiscono il campo in cui più facilmente le cooperative della l.n.49 potranno intervenire».

³³⁶ Per una definizione di diritto di prelazione, Cfr. F.FIMMANÒ, op.cit., pag. 144; G.GABRIELLI, *Prelazione*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, XXIII, Roma, 1990, pag. 2.

Marcora, era quindi previsto un meccanismo di finanziamento delle cooperative di salvataggio, alternativo, al diritto dei lavoratori di percepire la indennità di disoccupazione, attraverso l'utilizzo di risorse statali, per un importo pari a «*tre annualità dell'onere di cassa integrazione speciale per ogni lavoratore associato alla cooperativa*»³³⁷.

Successivamente la legge 223 del 1991 con l'articolo 3 co. 4 introduce un diritto di prelazione legale, in capo all'imprenditore affittuario, nell'acquisto di aziende in crisi, ammesse a godere della Cassa Integrazione Guadagni, qualora queste siano soggette a una procedura concorsuale; si tratta di un diritto esercitabile dall'affittuario qualora riesca, tramite il mantenimento della continuità aziendale, ad evitare la cassa integrazione dei lavoratori dipendenti³³⁸. Questa tipologia di prelazione ha carattere legale, in quanto concessa automaticamente *ex lege* in capo al soggetto affittuario proponente, purché sussista la condizione del mantenimento della

³³⁷ Cfr. PANDOLFO, op.cit., pag. 513, secondo i quali il ricorso ai fondi di cui la legge del 1985, presuppone un ridimensionamento del ricorso alla cassa integrazione guadagni, che deriva anche da una specifica previsione normativa. «Il sostegno finanziario alle cooperative è sostitutivo della possibilità dei soci delle stesse di fruire- anche per il futuro- di forme di garanzia del reddito quali, oltre all'indennità di disoccupazione, per l'appunto le integrazioni salariali».

³³⁸ In merito al significato da dare alla prelazione di cui il co. 4 dell'articolo 3 l.223/1991, Cfr. F.LICONTI, *L'affitto dell'azienda del fallito*, in *Il diritto fallimentare riformato. Commentario sistematico*, (a cura di) G. SCHIANO DI PEPE, pag. 434, secondo cui il diritto di prelazione non trova applicazione indiscriminata, ma limitata alle sole aziende per le quali è fruibile l'intervento straordinario di cassa integrazione guadagni ; questa considerazione viene avvallata dal fatto che «la prelazione in esame sarebbe da leggere in stretta connessione con l'oggetto sociale della legge che la prevede e costituirebbe quindi, uno speciale incentivo di carattere sociale, per il solo caso i cui l'affittuario, garantendo la continuazione dell'attività d'impresa, abbia evitato l'erogazione da parte dello Stato del trattamento di integrazione salariale previsto in favore dei lavoratori della medesima L. 223 del 1991». Alla luce di questa disposizione il diritto di prelazione è letto in maniera molto restrittiva, potendo quindi essere esercitato solo come alternativa alla cassa integrazione guadagni e quindi in tutti quei casi in cui questa troverebbe disciplina. In questo senso, Cfr. D. Di GRAVIO, *Il diritto di prelazione dell'affittuario nella legge 23 luglio 1991, n.223*, in *Il Diritto Fallimentare*, I, 1993, pag. 207 ss., secondo cui «sembra che la legge abbia voluto dire che se al momento dell'apertura di una procedura concorsuale (...) l'azienda è in esercizio, perché è stata disposta la continuazione dell'attività ovvero l'attività imprenditoriale non è cessata, il trattamento di integrazione salariale non è concesso.» Ed è inoltre importante aggiungere che nonostante la norma menzioni un generico riferimento alle procedure concorsuali, non deve intendersi limitato alla «intitolazione delle procedure», quali la dichiarazione di fallimento, il passaggio in giudicato della sentenza di omologazione del concordato preventivo con cessioni dei beni, decreto di liquidazione coatta amministrativa o decreto di assoggettamento ad amministrazione straordinaria, applicandosi solo nei casi in cui queste tipologie di procedure assicurino in concreto il mantenimento della continuità.

continuità aziendale e sia alternativa all'utilizzo degli ammortizzatori sociali. A differenza della secca espressione che viene utilizzata per definire il diritto di prelazione di cui il vecchio articolo 14 della Marcora, l'articolo 3 co.4 della legge 223/1991 scandisce in termini temporali le modalità di esercizio del diritto, prevedendo un limite di 10 giorni dalla comunicazione da parte dell'autorità competente «della definitiva determinazione del prezzo di vendita dell'azienda»³³⁹. Per quel che riguarda l'incidenza che questa previsione normativa ha sulla realizzazione di acquisizioni WBO, si deve considerare la natura stessa del diritto di prelazione concesso, che in quanto diritto di essere preferiti a terzi a parità di condizioni con altri soggetti, presuppone quindi un confronto con questi ultimi, una volta determinato in via definitiva il prezzo di vendita dell'azienda ai sensi dell'articolo 107 l.fall.; così l'affittuario tramite la comunicazione da parte dell'autorità competente ha la possibilità di scegliere se esercitare il suo diritto e acquisire l'azienda³⁴⁰.

³³⁹ Il co.2 dell'articolo 14 L.27 Febbraio 1985 n.49 prevede che «*le cooperative costituite per le finalità di cui al presente articolo, le quali abbiano in gestione anche parziale le aziende, possono esercitare il diritto di prelazione delle medesime*». Per converso, l'articolo 3 co.4 della legge 223 del 1991, nella seconda parte, dopo aver sancito il diritto di prelazione in capo all'affittuario prevede un meccanismo procedurale, secondo cui «*Una volta esaurite le procedure previste dalle norme vigenti per la definitiva determinazione del prezzo di vendita dell'azienda, l'autorità che ad essa procede provvede a comunicare entro dieci giorni il prezzo così stabilito all'imprenditore cui sia riconosciuto il diritto di prelazione. Tale diritto deve essere esercitato entro cinque giorni dal ricevimento della comunicazione*».

³⁴⁰ In merito al momento per esercitare il diritto di prelazione previsto ai sensi dell'articolo 3 co.4 è importante tenere in considerazione la subordinazione del suo esercizio all'evento della determinazione definitiva del prezzo di vendita; in relazione a questa espressione sono emersi orientamenti interpretativi che è opportuno qui menzionare, seppur in breve, per comprendere la portata di questo diritto di prelazione e la differenza rispetto al diritto previsto dall'articolo 104 *bis* e l'articolo 11 del D.L. 145/2013. Ai fini di un'analisi della natura di questo diritto, Cfr. A. Di AMATO, *Parere pro-veritate sulla natura della prelazione prevista in favore dell'affittuario di azienda fallita*, in *Diritto.it*, Roma 21 Maggio 2008, pag. 4 ss., che distingue in merito due opinioni: secondo una prima corrente di pensiero, il diritto di prelazione verrebbe in considerazione una volta determinato il prezzo in sede di stima dell'azienda; il secondo orientamento invece riconduce la possibilità di esercizio di questo diritto solo all'esito delle procedure di vendita previste dalla legge fallimentare. Di questi due orientamenti quello da prediligere è quello secondo cui il diritto può essere esercitato solo una volta che sia ultimata l'analisi peritale del prezzo, sulla scorta di quanto previsto dall'articolo 107 l.fall.; dal momento dell'interpello che viene fatto dal curatore o dal commissario decorrono dieci giorni per esercitare il diritto, dopo di che si darà luogo alla procedura competitiva; «sul piano sistematico avrebbe poi rilievo decisivo la circostanza che solo attraverso la competizione sarebbe possibile ottimizzare i termini economici del realizzo». Nello stesso senso, Cfr. U. APICE, *Modi e termini nell'esercizio del diritto di prelazione*, in *Il Diritto fallimentare*, I, 1993, pag. 612,

Questa disposizione non prevedeva nessun criterio da seguire in merito alla scelta del soggetto affittuario che, una volta esercitato il diritto di prelazione, diventa anche nuovo titolare del complesso aziendale; in aggiunta il diritto di prelazione su menzionato è strettamente connesso alla sussistenza di aspettative di continuità offerte dalla stessa procedura concorsuale che consentono un sacrificio del percepimento del trattamento di cassa integrazione e questo, secondo chi scrive, può essere un disincentivo all'iniziativa di acquisizione da parte dei dipendenti, poiché riversa su di questi le determinazioni di una scelta complessa e piena di interrogativi, riguardo l'alternativa tra il percepimento della Cassa Integrazione Guadagni o il mantenimento dell'esercizio dell'attività aziendale tramite il diritto di prelazione e la conseguente assunzione del rischio imprenditoriale³⁴¹. Sebbene si tratti, secondo quanto affermato a livello dottrinale, di una norma dotata di una forte «portata socio-economica», in quanto contempera molteplici interessi, non solo dei creditori, dei lavoratori, ma anche dell'imprenditore e dei soggetti terzi affittuari che vogliono portare avanti la loro attività imprenditoriale, questo non si ricongiunge pienamente agli interventi incentivanti le iniziative di autoimprenditorialità dei lavoratori dipendenti³⁴².

secondo cui «La definitiva determinazione del prezzo: che non può voler dire individuazione del valore dato dal perito, perché il valore di stima è un valore teorico meramente programmatico. Invece la parola prezzo non consente equivoci: prezzo è l'incontro di volontà tra acquirente e venditore (...) il prezzo di chi ha offerto in maniera definitiva una somma di denaro (...). Rinvio anche a DI GRAVIO, *La situazione dell'affittuario e il diritto di prelazione*, in *Il Diritto Fallimentare*, I, 1993, pag. 619, secondo cui «La prelazione si esercita solo quando sono ultimate le operazioni per la determinazione del prezzo: il curatore o il commissario fa l'interpello e l'affittuario ha quei giorni di tempo per dire di sì o no: il rapporto è a due con il controllo del tribunale (...)».

³⁴¹ Una delle conseguenze del WBO è il ridimensionamento aziendale; molti dipendenti non vogliono essere coinvolti nel processo di WBO, data la scarsità di risorse personali a disposizione o il timore circa la realizzazione di un'operazione straordinaria alquanto rischiosa. Per questo motivo posti dinanzi l'alternativa risanare o meno, molti di loro preferiranno essere esclusi da questo procedimento e percepire il trattamento di fine rapporto o ricorrere al prepensionamento. Cfr. M.VIETA, S. DEPEDRI, A. CARRANO, op.cit., pag. 74 che elenca quelle che possono essere le motivazioni che spingono i dipendenti a non partecipare al WBO e le soluzioni alternative preferite.

³⁴² In merito alla estrema rilevanza socio-economica di questa norma, Cfr. U. APICE, op. cit., pag. 610 che evidenzia come «L'esigenza nuova è la tutela di chi interviene nel fallimento con i suoi capitali di rischio, con il suo lavoro, con la sua imprenditorialità per il salvataggio dell'impresa fallita. L'aspettativa di profitto che anima questo soggetto non può essere mortificata; ma va salvaguardata controbilanciandola con l'aspettativa di soddisfacimento dei creditori».

La legge 223 del 1991 in ogni caso ha posto le basi per un cambio di prospettiva del diritto della crisi, così da considerare in maniera unitaria interessi fortemente contrapposti, quali quello dell'affittuario all'acquisto dell'azienda, quello dei lavoratori al mantenimento dei posti di lavoro e anche, ovviamente, quello dei creditori sociali a veder soddisfatte le loro pretese, in maniera non inferiore, ma diversa, rispetto alla mera liquidazione dei singoli beni aziendali.

Di seguito il legislatore fallimentare con la riforma del d.lgs. n.5 del 2006, introduce l'articolo 104*bis*, disposizione *ad hoc* che disciplina l'affitto di azienda in ambito concorsuale; la norma è fondamentale, dal momento che si inserisce a completamento delle situazioni non rientranti nel campo di applicazione dell'articolo 3 co.5 della legge 223 del 1991, tramite l'inserimento di un diritto di prelazione di carattere convenzionale e prevede inoltre dei criteri di scelta oggettivi di cui il curatore deve tener conto in sede di aggiudicazione dell'affitto. La ragione principale dell'attribuzione di un diritto di prelazione in capo all'affittuario ha lo scopo di incentivare l'affitto di azienda in seno a una procedura concorsuale, nonostante gli oneri e le spese che avrebbe comportato in capo all'affittuario, chiamato a realizzare investimenti funzionali al mantenimento della continuità aziendale³⁴³. Per quel che riguarda l'articolo 104 *bis* ha una portata fortemente innovativa poiché l'esercizio del diritto di prelazione per l'acquisto di azienda in sede concorsuale è svincolato dal diritto di percepimento della indennità di Cassa Integrazione Guadagni e trova previsione su base convenzionale, tramite concessione da parte del giudice delegato,

³⁴³ Il *favor* per l'affittuario dell'azienda mostrato dal legislatore aveva la sua ragione nel fatto che fosse «strumentale» alla tutela di interessi di soggetti diversi, quali i lavoratori e i creditori. Senza la previsione di un diritto di prelazione in capo all'affittuario, era molto raro che un soggetto potesse acquisire l'iniziativa, dal momento che l'assunzione della gestione aziendale in pendenza di una procedura concorsuale, comportava anche il «farsi carico degli investimenti necessari per mantenere l'efficacia produttiva». In questo senso Cfr. G. Di CECCO, op.cit. pag. 639. Vedi anche U.APICE, *Le procedure concorsuali e le esigenze di conservazione dell'impresa*, in *Diritto Fallimentare*, fasc. 1, 1993, pag. 201, che menziona il fatto che l'affitto di azienda non deve essere fine a se stesso, ma «strumentale, atteso che il contratto che lo postula(...) è diretto a salvaguardare interessi di altri soggetti: e cioè dei lavoratori (...) e della massa di tutti i creditori (a cui finisce sempre per giovare una conservazione dell'unità aziendale che non comporti nuovi oneri finanziari e accrescimento dei crediti prededucibili)».

in seguito ad approvazione da parte dei creditori³⁴⁴. Anche in questo caso il diritto di prelazione prescinde da qualsiasi aprioristica caratterizzazione soggettiva dell'affittuario, condizionando la scelta di quest'ultimo alla previsione di criteri sia di carattere economico, quali l'ammontare del canone, le garanzie prestate dall'affittuario sia di carattere conservativo, relativamente alla tutela dei livelli di occupazione; in particolar modo proprio la salvaguardia dei posti di lavoro è quello tra i criteri che assume rilievo fondamentale nella determinazione della scelta dell'affittuario da parte del curatore, potendo anche prevalere sul criterio quantitativo dell'ammontare del canone offerto³⁴⁵.

La diversità del tenore letterale di queste disposizioni è rilevante per determinare la fase in cui può essere esercitato questo diritto; l'utilizzo della forma del singolare per riferirsi al «*procedimento di determinazione del prezzo*» quale preconditione per l'esercizio della prelazione, fa propendere per una collocazione temporale diversa di questo diritto e che prescinde, diversamente dal dettato dell'articolo 3 co.4 l. 223 del

³⁴⁴ Ai sensi del co.5 dell'articolo 104 bis, «*Il diritto di prelazione a favore dell'affittuario può essere concesso convenzionalmente, previa espressa autorizzazione del giudice delegato e previo parere favorevole del comitato dei creditori(...)*». Nella relazione illustrativa sub art. 104bis viene evidenziato un rapporto di complementarità tra la prelazione prevista dalla legge 223 del 1991 e il 104bis l.fall.; in questo senso Cfr. Fondazione Luca Pacioli, *La riforma del diritto fallimentare. Il fallimento: esercizio provvisorio dell'affitto di azienda*, n.22, 22 gennaio 2007, pag. 6 in cui viene evidenziato che «Il d.lgs. 5 del 2006 con l'introduzione dell'articolo 104 bis interviene a dettare una regolamentazione completa e a integrare le scarse disposizioni previste dall'art. 3 della legge 223/1991».

³⁴⁵ Cfr. A.MAFFEI, *Articolo 104 bis. Affitto d'azienda o di rami di azienda.*, op.cit., pag. 711 che sottolinea come non ci sia un rapporto gerarchico tra le varie condizioni, lasciando in merito ampia libertà al curatore, che potrà, a parità di condizioni o anche qualora le garanzie economiche non siano sufficienti, prediligere nella scelta dell'affittuario il soggetto che può offrire una maggiore tutela dei posti di lavoro. In questo senso, vedi anche, F. LICONTI, op.cit., pag. 422, secondo cui «nell'esercizio del potere di scelta(...) il curatore deve tenere conto di una serie di elementi che non si riducono alla sola valutazione dell'ammontare del canone d'affitto offerto e delle garanzie prestate dai potenziali affittuari in ordine all'adempimento del contratto (...) Si tratta di una previsione che chiaramente risponde alle già citate esigenze, avvertite dall'evoluzione socio economica in atto da tempo, che spingono verso la conservazione dei complessi produttivi e la salvaguardia dei livelli occupazionali». In ogni caso la norma prescinde dalla caratterizzazione in termini soggettivi delle caratteristiche dell'affittuario; in merito Cfr. G. Di CECCO, op.cit., pag. 640, secondo cui «(...) ciò che rileva ai fini di salvaguardare la continuazione dell'attività è semplicemente il fatto che l'azienda sia affittata (...), ne consegue l'irrelevanza (a tali fini s'intende) della circostanza che l'affittuario abbia talune caratteristiche soggettive o talaltre (essendo del tutto indifferente che si tratti di una società cooperativa costituita dai lavoratori o di una società di capitali partecipata da terzi investitori e anche, al limite, dagli stessi lavoratori)».

1991, da una determinazione definitiva del prezzo³⁴⁶. Da questa formulazione si può assegnare all'art. 104 *bis* una portata più ampia, non configurando un diritto di prelazione in termini tradizionali, ma piuttosto un diritto di acquisto in capo all'affittuario da esercitare entro un periodo di tempo limitato³⁴⁷. In ogni caso, anche l'articolo 104 *bis* l.fall. non è funzionale a incentivare la realizzazione di operazioni di WBO, dal momento che pur configurando in termini concreti un diritto di acquisto, questo è posto esclusivamente in capo all'affittuario scelto tra coloro che meglio di tutti garantiscono il mantenimento della continuità aziendale e la tutela occupazionale, requisiti valutati tramite parametri di natura prettamente oggettiva.

11.1 Il diritto di prelazione delle cooperative di salvataggio: l'introduzione dell'art. 11 del D.L. *Destinazione Italia*

La situazione muta con l'introduzione dell'articolo 11 da parte del D.L. n.145/2013, norma che realizza un rilevante passo in avanti circa la diffusione dei WBO in ambito concorsuale. La norma in questione interviene in maniera significativa sulla

³⁴⁶ La differenza tra i due diritti di prelazione risiede nel l'esercizio del diritto menzionato ai sensi dell'articolo 104*bis* l.fall. prescinde da raggiungimento di un prezzo definitivo tramite una pluralità di procedimenti di determinazione; nella formulazione della seconda parte del co.5 articolo 104 *bis* si prevede che «(...) esaurito il procedimento di determinazione del prezzo di vendita dell'azienda o del singolo ramo, il curatore, entro dieci giorni, lo comunica all'affittuario, il quale può esercitare il diritto di prelazione entro cinque giorni dal ricevimento della comunicazione». Questa diversità letterale può derivare dalla volontà di non legare le sorti di questo diritto a vicende successive; Cfr. Di AMATO, op.cit.pag. 8, secondo cui questo ha un valore di carattere sostanziale, poiché l'utilizzo dell'espressione «definitiva determinazione del prezzo di vendita dell'azienda» da parte della legge 223 del 1991 richiamava un prezzo determinato tramite vicende successive al termine delle quali si raggiungeva un consolidamento, mentre il mancato ricorso a questa espressione nel 104 *bis* esclude la considerazione di questa vicenda evolutiva e il prezzo è definito in termini valutativi e non definitivi tramite l'esperto menzionato dall'articolo 107 l.fall.

³⁴⁷ In questo senso, Cfr. *ibidem*, pag. 10, secondo cui questo diritto di acquisto segue lo schema del diritto di opzione, ex art. 1331 c.c.; in particolar modo «Mediante l'attribuzione, in sede di stipula del contratto di affitto del c.d. diritto di prelazione, si costituisce un rapporto giuridico patrimoniale, del quale le situazioni giuridiche essenziali sono costituite dalla irrevocabilità dell'offerta ad acquistare al prezzo che sarà determinato dal Perito, e dalla facoltà di accettare o no in capo all'affittuario». Infatti un argomento a sfavore della natura di prelazione del diritto previsto dall'articolo 104 *bis* risiede nel fatto che la prelazione da libertà al proprietario in merito alla scelta se alienare o meno; «Nella fattispecie, viceversa, non vi è dubbio che la procedura fallimentare ha l'obbligo di alienare il bene, costituendo in tale alienazione parte dell'ineliminabile procedimento di liquidazione della massa attiva». A favore della natura *sui generis* del diritto di prelazione dell'articolo 104 *bis*, rinvio anche alla relazione di accompagnamento al d.lgs. n.5 del 2006 che colloca l'espressione prelazione tra virgolette, quasi da evidenziarne l'utilizzo improprio.

diffusione di queste operazioni, attraverso due aspetti fondamentali per la determinazione dell'iniziativa dei lavoratori³⁴⁸. Una prima novità riguarda la previsione in capo alle società cooperative costituite dai lavoratori, di un diritto di prelazione da esercitare in sede di fallimento, concordato preventivo o amministrazione straordinaria; diversamente dalle disposizioni precedenti questo diritto opera sia in sede di affitto che di acquisto dell'azienda e trasla (distaccandosi dalla disciplina previgente) su di un aspetto puramente soggettivo la scelta del soggetto affittuario/acquirente³⁴⁹. Un secondo aspetto su cui interviene la norma riguarda lo sviluppo dell'autoimprenditorialità, tramite la possibilità per i lavoratori *sponsor* dell'iniziativa, di richiedere l'anticipazione dell'indennità di mobilità, all'atto di aggiudicazione della vendita o dell'affitto e quindi anche prima che il lavoratore sia collocato in mobilità.

Per poter comprendere l'incidenza di questa norma sulle operazioni di WBO, è necessario analizzare la natura di questo diritto di prelazione e la modalità di operatività, poiché è stato oggetto di forti discussioni, collocandosi in una posizione di discontinuità rispetto agli interventi normativi previgenti. Se il diritto di prelazione in questione venisse inteso nella sua accezione tradizionale, l'esclusività posta in capo alle cooperative di lavoratori non risulterebbe facilmente giustificabile, escludendo *a priori* e senza giustificazione gli altri potenziali affittuari/acquirenti dalla procedura di scelta; inoltre una interpretazione troppo letterale della norma

³⁴⁸ L'intervento del nostro legislatore sembra ispirato alla legge concorsuale argentina n.24522 del 1995, che in seguito alla riforma del 2011 ha visto un ampliamento dei diritti di partecipazione dei lavoratori alla risoluzione della crisi di impresa. Per un dettagliato sunto di questi diritti attribuiti, Cfr. G. Di CECCO, op.cit., pag. 636, tra i quali ritengo siano di rilevanza per tracciare un parallelo con il nostro ordinamento le disposizioni degli artt. 190 della Ley nacional de concursos del 1995, che prevede il diritto della cooperativa di lavoro che sia prevalentemente costituita dai lavoratori dell'impresa in crisi (2/3 di questi), di chiedere al giudice autorizzazione a continuare attività, a prescindere dalle aspettative di tutela dei creditori, qualora questo sia funzionale alla «*conservacion de la fuente de trabajo*»; gli artt. 205 e 213 che prevedono rispettivamente il diritto di acquistare l'azienda in esercizio a un prezzo che sia determinato da un giudice a prescindere dall'affitto e dalla continuazione dell'attività e il diritto esclusivo di ottenere la vendita diretta dei beni dell'attivo fallimentare.

³⁴⁹ L'articolo 11 co.2 del d.l. n.145/2013 prevede che «*Nel caso di affitto o di vendita di aziende, rami d'azienda o complessi di beni e contratti di imprese sottoposte a fallimento, concordato preventivo o amministrazione straordinaria, hanno diritto di prelazione per l'affitto o per l'acquisto le società cooperative costituite da lavoratori dipendenti dell'impresa sottoposta alla procedura.*»

rischierebbe di sminuire lo scopo del legislatore, di incentivare la continuazione dell'attività di impresa e promuoverne anche l'affitto *medio tempore*, preferendo in sede di aggiudicazione sempre i lavoratori³⁵⁰.

La *ratio* dell'articolo 11 deve essere ricercata altrove, andando ben oltre la tradizionale motivazione del mantenimento della continuità aziendale. La relazione di accompagnamento del D.L. 145 del 2013 si sofferma su una lettura congiunta dei commi 2 e 3 dell'articolo 11, prevedendo che l'aggiudicazione dell'affitto o dell'acquisto dell'azienda in capo alle società cooperative, consente ai soci di queste di «*capitalizzare l'indennità di mobilità senza passare per il licenziamento e la conseguente messa in mobilità*». Alla luce dei precedenti interventi della Commissione Europea sull'articolo 14 della Legge Marcora, si deve però propendere per una interpretazione che sia conforme al diritto comunitario, escludendo quindi la possibilità di richiedere un anticipo dell'indennità di mobilità senza che prima si realizzi l'evento che è causa di questa erogazione. Da quanto considerato, l'articolo 11 deve operare come *extrema ratio* in una situazione di crisi, in cui non avendo a disposizione altre soluzioni funzionali al mantenimento della continuità aziendale, esigenze di salvaguardia dell'impresa e dei posti di lavoro rendono necessario l'intervento dei lavoratori³⁵¹.

Come in ambito dell'articolo 104 *bis* l.fall., la legge va ben oltre la mera attribuzione del diritto di preferenza a parità di condizioni, riconoscendo ai lavoratori di

³⁵⁰ Cfr. G. Di CECCO, op.cit. pag. 639, che conferma ciò e rileva che «Ove tale diritto di “prelazione” sia inteso come mero diritto di essere preferiti a terzi a parità di condizioni, è agevole rilevare che (il tradizionale) *favor* verso le soluzioni che consentono di preservare il funzionamento delle strutture produttive(e la continuazione dei rapporti di lavoro) non può certo giustificare il riconoscimento a favore delle cooperative costituite dai lavoratori dell'impresa in crisi né della “prelazione” per l'affitto né (e tantomeno) della “prelazione” per l'acquisto dell'azienda». In aggiunta una tale lettura rischierebbe di andare a detrimento di soluzioni incentivanti l'affitto aziendale, poiché prevede non solo un diritto di prelazione all'affitto, ma anche all'acquisto e in questo caso i lavoratori verrebbero sempre preferiti, a parità di condizioni, anche a fronte di chi si è impegnato per la valorizzazione dell'impresa e il mantenimento del suo esercizio tramite l'affitto.

³⁵¹ In questo senso, *ivi*, pag. 641, che riconduce a questa interpretazione la consegna per cui «In tutti i casi in cui v'è una qualunque alternativa possibile all'affitto o alla vendita dell'azienda alla cooperativa dei lavoratori(per effetto di una diversa ipotesi di continuazione dell'attività di impresa) non si è in presenza di una “aggiudicazione” che può dare titolo all'anticipazione delle indennità, ossa a “quella” aggiudicazione “*conseguente all'esercizio del diritto di preferenza*” che la nuova norma ha inteso regolare».

cooperative un diritto di opzione per l'affitto o l'acquisto di azienda, cui può conseguire il diritto di richiesta anticipata dell'indennità di mobilità³⁵².

Questa lettura deve ritenersi fortemente incline a favorire le operazioni di WBO, poiché permette il ricorso, per altre vie straordinarie, a soluzioni di continuità aziendale, anche laddove non sembrerebbero esserci speranze. L'acquisizione aziendale da parte di cooperative di salvataggio è facilitata grazie all'esercizio del diritto di prelazione attribuito a questi soggetti al momento dell'acquisto, cui si cumula, qualora sia maturato il diritto, la possibilità di utilizzare, come forma di finanziamento del capitale, l'anticipazione dell'indennità di mobilità; questa previsione convive con il dettato dell'articolo 104 *bis* l.fall. che in ogni caso prevede la possibilità di attribuire un diritto di prelazione in capo al soggetto affittuario, su base convenzionale.

12 Il diritto di informazione dei lavoratori

I lavoratori intenzionati a realizzare un'operazione di acquisizione aziendale, seppur dipendenti dell'azienda *target*, sono soggetti esterni alla *governance* aziendale e per questo sono loro estranee tutte le informazioni inerenti alla gestione dell'impresa e il suo andamento, che diversamente sono conosciute o facilmente conoscibili da parte degli amministratori, cui compete il ruolo di predisposizione degli *assets* aziendali e di redazione del bilancio di esercizio. Per un consapevole esercizio del diritto di prelazione da parte dei lavoratori, è opportuno che sia garantito loro il diritto di accedere alle informazioni preliminari al pari di tutti gli altri soggetti terzi acquirenti, in merito alle caratteristiche dell'azienda oggetto della vendita³⁵³. Nonostante tutto il

³⁵² In questo senso, *ivi*, pag. 642, che rileva come «soltanto in tal caso, infatti, il conseguente atto di aggiudicazione dell'affitto o della vendita può costituire titolo per la richiesta di anticipazione delle indennità salariali, dal momento che soltanto in tal caso l'erogazione avrebbe ad oggetto somme (“comunque”) spettanti ai lavoratori per effetto dell'interruzione del rapporto di lavoro».

³⁵³ Problemi di una adeguata e completa informazione non sussistono nel caso del diritto di prelazione attribuito unicamente in capo al soggetto affittuario dell'azienda, come nel caso dell'articolo 104 *bis* l.fall. dal momento che quest'ultimo sarà già a conoscenza delle caratteristiche fondamentali dell'azienda che è già nella sua disponibilità. In questo senso, Cfr. g. Di CECCO, op.cit., pag.639, che mette in evidenza la differenza tra prelazione prescritta ai sensi dell'articolo 104 *bis* l.fall e il diritto di prelazione come disposto dall'articolo 11 del d.l. 145 del 2013.

diritto di informazione dei lavoratori non dovrebbe essere limitato e funzionale unicamente all'esercizio del diritto di prelazione, ma deve essere ricondotto ad una fase antecedente, in modo tale da mettere questi soggetti nelle condizioni tali da poter assumere tutte le determinazioni necessarie per una consapevole programmazione in merito all'operazione di WBO. L'articolo 11 del d.l 145 del 2013 richiede che per l'esercizio del diritto di prelazione le società cooperative siano già costituite, ma nonostante tutto il diritto di informazione non deve considerarsi subordinato a una costituzione formale di una società cooperativa da parte dei lavoratori e dovrebbe per questo essere assicurato a tutti i lavoratori dell'azienda *target* che mostrino un interesse nella realizzazione del WBO³⁵⁴. La maggior parte delle operazioni di WBO realizzate sono frutto di una proposta mediata dalle rappresentanze sindacali, che in sede di negoziazione con gli organi concorsuali, comunicano ai lavoratori la possibilità di intraprendere questa soluzione; molto spesso le società cooperative dei lavoratori sono già costituite, ma nel caso in cui la loro costituzione sia il risultato di una scelta intrapresa in concomitanza della redazione di un progetto di WBO, l'assunzione tardiva dell'iniziativa può creare danni alla tempestiva presentazione del piano di recupero aziendale e all'esito positivo dell'operazione di risanamento³⁵⁵.

Nel nostro ordinamento non sono presenti (al momento) delle disposizioni volte ad affermare la sussistenza di un diritto di informazione diretta dei lavoratori in merito alle vicende che coinvolgono un'impresa in crisi e l'unico strumento offerto a questi ultimi per rendersi soggetti partecipi attivi alla gestione dell'impresa in crisi è il diritto di prelazione in sede di acquisto. Questa mancanza deriva dal fatto che tutta la

³⁵⁴ In questo senso, vedi anche G. Di CECCO, op.cit., pag.647 che a sostegno della sua tesi rammenta che « L'opposta formalistica soluzione si pone, del resto, in contrasto con la stessa *ratio* della norma che, chiaramente orientata ad agevolare l'affitto e l'acquisto dell'azienda a favore dei lavoratori organizzati in cooperativa, non sembra giustificare limitazione alcuna, se non, forse, quelle relative al medesimo esercizio emulativo del diritto di informazione o, più in generale, all'abuso dello stesso».

³⁵⁵ Cfr. M.VIETA, S. DEPEDRI, A. CARRANO, op.cit., pag. 73 che colloca l'iniziativa di realizzazione di progetti di WBO come una conseguenza di una dichiarazione di insolvenza o di liquidazione e nella maggior parte dei casi, come è dimostrato anche dagli studi condotti e dalle interviste di alcuni lavoratori che hanno realizzato queste operazioni, molti di loro non erano a conoscenza della possibilità di procedere ad una acquisizione e degli strumenti forniti dalla Legge "La Marcora".

disciplina concorsuale italiana è orientata a favore di una tutela degli interessi dei creditori, a scapito degli altri *stakeholders* e dell'interesse pubblicistico alla tutela dei posti di lavoro. Da questo punto di vista il diritto concorsuale argentino, che abbiamo più volte richiamato, dovrebbe fungere da esempio, poiché terreno fertile per la realizzazione di queste operazioni, mette a disposizione dei lavoratori di imprese in crisi una serie di diritti di informazione che sono strumentali e connessi al diritto di prelazione in sede concorsuale; i lavoratori sono portatori di interessi meritevoli di un'autonoma tutela rispetto ai creditori dell'impresa e il loro ruolo viene valorizzato sin dalla fase di emersione della crisi, tramite diritti di informazione diretta e di contatto con gli organi concorsuali ³⁵⁶.

In Italia la disciplina dei diritti di informazione è alquanto eterogenea e frammentaria, esito del processo di armonizzazione europea; in particolar modo il legislatore italiano si è dovuto adeguare al recepimento della disciplina dei diritti di informazione e consultazione prevista da due direttive in materia di licenziamenti collettivi (98/59/CE) e in materia di trasferimento di azienda (2001/23/CE). In questa sede la tutela della posizione dei lavoratori è realizzata attraverso la procedimentalizzazione del diritto di informazione dei lavoratori, con una serie di obblighi del datore di lavoro quali la consultazione e lo scambio di informazioni con i rappresentanti dei lavoratori³⁵⁷. Alla luce di ciò si può affermare che non esiste ad

³⁵⁶ La ragione principale per cui nel diritto argentino c'è una maggiore considerazione della posizione dei lavoratori deriva dal fatto che viene attribuito maggior valore all'interesse pubblicistico della conservazione dei posti di lavoro, piuttosto che la tutela delle pretese dei creditori sociali. Cfr. G. Di CECCO, op. cit., pag. 636, che richiama alcuni dei diritti informativi attribuiti ai rappresentanti dei lavoratori dalla Ley Concursual in sede concorsuale: l'articolo 201 che prescrive il diritto di nomina di un rappresentante nel comitato di controllo del fallimento; gli articoli 14 e 45 che enunciano un diritto di nomina tanto nel comitato di controllo provvisorio che definitivo del concordato preventivo. Accanto a questi la riforma del 2011 della legge concorsuale ha inserito dei diritti informativi diretti in capo ai lavoratori, tra cui l'obbligo del debitore di rendere chiara la situazione debitoria verso i lavoratori nel momento di presentazione della domanda di concordato preventivo; l'obbligo del commissario di informare tutti i lavoratori della data di udienza preliminare del concordato preventivo e di dare qualsiasi tipo di informazione ai lavoratori in merito alle sorti dei rapporti di lavoro previste nel piano di concordato preventivo.

³⁵⁷ La direttiva 98/59/CE in materia di licenziamenti collettivi prevede degli obblighi di informazione e consultazione all'articolo 2 in capo al datore di lavoro e ai rappresentanti dei lavoratori in modo tale che siano esaminate tutte le soluzioni finalizzate a «*facilitare la riqualificazione e la riconversione dei lavoratori licenziati*», attraverso l'esame di proposte costruttive presentate dai rappresentanti dei lavoratori. In modo particolare il ruolo di questi ultimi soggetti è fondamentale dal momento che sono

oggi una disciplina riguardante i diritti di informazione dei lavoratori nella fase di crisi aziendale; la tutela di questi soggetti avviene in via indiretta e mediata e in ogni caso postergata rispetto al soddisfacimento dell'interesse primario dei creditori sociali. Il diritto di informazione dei lavoratori è garantito dal punto di vista procedurale e non consente di incidere sul *modus* della gestione aziendale, essendo comunque il datore di lavoro libero di assumere tutte le determinazioni in merito alla gestione e alle sorti dell'azienda; il diritto di informazione non è quindi un bene a sé stante degno di autonoma tutela, ma una fase di una procedura da seguire per l'assunzione di decisioni di fondamentale importanza.

Ritornando all'ambito delle operazioni WBO, il diritto di informazione dei lavoratori dell'azienda *target* riguarda le informazioni fondamentali per facilitare la decisione circa l'assunzione della gestione dell'impresa tramite l'esercizio del diritto di prelazione; in particolar modo i lavoratori dovrebbero conoscere la situazione patrimoniale aziendale e le relazioni contrattuali rilevanti per il mantenimento della sua continuità, così come la situazione contabile della società risultante dal bilancio. Dagli studi portati avanti, si può rilevare che uno scambio di informazioni in ambito di realizzazione di un WBO è svolto dalle rappresentanze sindacali, che nella prima

gli unici destinatari dello scambio di informazioni con i datori di lavoro; il ruolo svolto da questi è essenziale nello svolgimento delle procedure di licenziamento collettivo. Cfr. R. CARAGNANO, *Il codice della partecipazione*, Giuffrè editore, pag. 57, che rileva che «i lavoratori coinvolti nelle procedure di licenziamento non rientrano direttamente nel novero dei soggetti destinatari delle comunicazioni di avvio delle procedure di licenziamento collettivo, essendo compito dei sindacati (...) il singolo lavoratore, in quanto destinatario finale, può far valere le irregolarità (...)». Anche in materia di trasferimento di azienda, la tutela dei lavoratori viene accordata tramite uno scambio di informazioni tra sindacati e datore di lavoro; l'articolo 7 della Direttiva 2001/23 prevede che lo svolgimento dell'operazione è condizionato allo scambio di informazioni tra cedente e cessionario nei confronti dei rappresentanti dei lavoratori interessati, che sono poi tenuti a raggiungere un accordo in merito alle sorti dei lavoratori. Cfr. A. Del RE, *Le relazioni sindacali nella crisi dell'impresa: diritti individuali, tutele collettive e criteri di rappresentanza*, in *Riv. Italiana di Diritto del Lavoro*, fasc. 3, 2010, pag 116, che rileva come i lavoratori seppur non titolari di un diritto sostanziale, siano destinatari della possibilità di agire in giudizio per far valere la violazione della procedura. Il tratto caratterizzante dei diritti di informazione e consultazione nell'ambito europeo è quello della «*procedimentalizzazione dei poteri datoriali (...) tratto essenziale, che può essere definito come il modello europeo delle ristrutturazioni d'impresa(...)*». Sono possibili deroghe alla disciplina del trasferimento aziendale solo nei casi in cui, ai sensi dell'articolo 5, l'impresa sia oggetto di una procedura a carattere liquidatorio; eventuali modifiche sono possibili anche nei casi in cui si tratti di procedure concorsuali volte al mantenimento della continuità aziendale, purché «*tali procedure siano sotto il controllo di un'autorità competente*».

fase di emersione della crisi informano i lavoratori della possibilità di una soluzione di risanamento³⁵⁸. Di concerto con i lavoratori viene idealizzato un possibile piano di WBO che viene poi presentato durante la fase di negoziazione con gli organi concorsuali e la partecipazione di altri investitori istituzionali, come le società finanziarie, quali CFI. Successivamente alla presentazione del piano deve essere analizzata la sua fattibilità economica, dal punto di vista della situazione patrimoniale dell'azienda che deve essere acquisita; solo tramite questa valutazione è possibile negoziare con gli amministratori, i creditori e i dipendenti dell'azienda *target* le condizioni di realizzazione dell'operazione. Questa fase è essenziale dal momento che sulla base del grado di fattibilità del piano, i dipendenti dell'azienda in crisi possono scegliere se partecipare alla costituzione della *newcoop* attraverso l'utilizzo di risorse personali e la capitalizzazione dell'anticipo della loro indennità di disoccupazione oppure decidere di essere esclusi dall'operazione e percepire l'indennità. La determinazione dei soggetti che vogliono essere partecipi nella realizzazione dell'operazione rende possibile anche quantificare l'ammontare del capitale che è disponibile e che potrà essere utilizzato per l'acquisizione e stimare un costo totale dell'intera operazione di acquisizione³⁵⁹.

³⁵⁸ Cfr. M.VIETA, S.DEPEDRI, A. CARRANO, op.cit., pag. 73.

³⁵⁹ Nella fase che precede la decisione di acquisizione, il flusso di informazioni tra i lavoratori, l'organo amministrativo e gli investitori istituzionali è funzionale a convincere questi soggetti della fattibilità del piano di WBO. Maggiore sarà la tenuta del piano e più facile sarà captare il coinvolgimento di soggetti esterni, come CFI; allo stesso modo una maggiore tenuta del rischio da parte del patrimonio della società risultante l'acquisizione è uno stimolo per il coinvolgimento dei dipendenti dell'azienda *target*, che meno inclini all'assunzione del rischio, saranno così rassicurati da una solidità patrimoniale della società. Cfr. *Ivi*, che nel descrivere le fasi dell'operazione afferma che una prima fase consiste in uno scambio di informazioni che in via solo potenziale analizza la fattibilità del WBO e il suo successo; in questa fase è coinvolta anche CFI che se convinta da uno studio preliminare circa l'esito positivo del piano, procede con la fase successiva fondamentale per la determinazione dell'ammontare del capitale da apportare.

Conclusioni

La delicatezza dell'argomento e i diversi interessi che entrano in gioco nell'ambito di una crisi aziendale, rendono molto difficile comprendere quale possa essere la soluzione ideale da adottare per il risanamento aziendale.

Come abbiamo più volte ripetuto nel corso della trattazione gli interessi da tenere in considerazione sono molteplici e non limitati ai soggetti interni la *governance*, ma estesi a tutti coloro che direttamente o indirettamente intrattengono rapporti a vario titolo con l'imprenditore; così il nostro diritto si è sempre mostrato più propenso ad adottare un impianto normativo *stakeholders oriented*, per questo finalizzato alla ricerca di soluzioni della crisi che fossero congeniali alla tutela di interessi diversi da quelli dei proprietari della società, come quelli dei creditori e dei lavoratori dipendenti dell'azienda. La pluralità di soggetti coinvolti a livello organizzativo rende più difficile la ricerca di una "soluzione compromesso" che permetta il raggiungimento di un equilibrio tra i soggetti interni la *governance* e quelli esterni la società; tra i soci che per loro natura sono più propensi al rischio e gli amministratori della società che, in virtù del principio di corretta gestione societaria e imprenditoriale, hanno il dovere di adottare un comportamento più temperato e prudente, così da non mettere a rischio il patrimonio sociale. Nel momento in cui il diritto concorsuale è chiamato a intervenire sul diritto societario, le priorità che il primo deve perseguire richiedono una limitazione della libertà di iniziativa economica, legittimata da ulteriori interessi meritevoli di tutela quali il soddisfacimento delle pretese creditorie e la tutela dei posti di lavoro.

Sia il *Management buy out* sia il *Workers buy out* sono operazioni straordinarie che hanno cura di preservare i valori fondamentali dell'organizzazione aziendale, conferendo il potere decisorio a soggetti facenti parte del capitale umano che si vuole tutelare.

I soggetti *sponsor* dell'iniziativa assunta nell'ambito di un *management buy-out* sono anche interni la *governance* e il loro stretto contatto con l'organo assembleare e di

controllo gli fornisce un bagaglio di conoscenze elitarie da cui attingere per l'assunzione della titolarità della proprietà. Si tratta di un tipo di operazione fortemente strategica e non di poco rischio, dal momento che, qualora il procedimento di acquisizione MBO termini con una fusione, lo schema da seguire è quello di cui l'art. 2501 *bis* che disciplina la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento. I pregi dell'operazione di fusione sono stati ampiamente discussi nel Capitolo 1 e la sua compatibilità con le situazioni di crisi di impresa è stata a più riprese realizzata a livello normativo, sia in ambito di diritto societario, venendo meno il divieto per le società soggette a procedure concorsuali di ricorrere a questa operazione, sia in ambito di diritto concorsuale, con la detipizzazione del piano di concordato disciplinato all'art. 160 l.fall. Qualora inserita nel più ampio complesso di un *management buy-out* questa operazione deve seguire un procedimento "aggravato", che non può prescindere da un'accurata pianificazione economico-finanziaria che tenga conto della remuneratività prospettica della società risultante l'operazione di acquisizione, poiché il suo patrimonio dovrà farsi carico di tutto il peso dell'operazione. E qui, i più avveduti avrebbero da ridire, facendomi notare quanto io possa essere folle nel sostenere che, tra «*le altre operazioni straordinarie*» inseribili in un piano di risanamento aziendale, possano rientrarvi anche i MBO, usualmente utilizzati per processi di accrescimento aziendale e ricambio proprietario. Per evitare che il cumulo di debiti risultante dalla confusione patrimoniale della società *target* (in crisi) e della società *newco*, indebitatasi per la realizzazione dell'operazione, possa minare la fattibilità in concreto di un'operazione di tal genere, sarebbe opportuno un intervento *ultra-tempestivo*, così da operare con una società *target* che manifesti uno stato di difficoltà, ancora lontano dalla crisi conclamata. Prima della riforma Rordorf, la distinzione tra lo stato di crisi e di insolvenza era segnata da confini molto incerti; «*intendendosi per stato di crisi anche lo stato di insolvenza*», il debitore cercava di posticipare il ricorso a una procedura di concordato preventivo o un accordo di ristrutturazione dei debiti a un momento in cui la situazione di crisi fosse ben manifesta, molto vicina all'insolvenza e quindi difficilmente reversibile. L'intervento del D.lgs. n.14 del 2019 introduce una

distinzione a livello normativo tra lo “stato di crisi” e lo “stato di insolvenza” e la prima viene descritta come una situazione a carattere interno, che si manifesta come «*inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate*». È evidente che, alla luce di questa definizione, gli unici soggetti in grado di percepire una crisi *ex-ante* possono essere gli amministratori della società, dal momento che l’inadeguatezza prospettica delle risorse finanziarie, indicativa di uno stato di crisi, è quella risultante dal bilancio di esercizio che questi sono chiamati a redigere annualmente. La massimizzazione di questo sistema di prevenzione esigerebbe una pronta risposta all’emersione di indici di squilibrio economico, agevolata anche tramite un mutamento dei doveri degli amministratori, la cui attività è ora esercitata «*in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell’impresa e della perdita della continuità aziendale*»³⁶⁰. L’inserimento del principio di continuità aziendale in un disposto codicistico che disciplina le modalità di gestione dell’attività aziendale contribuisce a responsabilizzare gli amministratori della società, dotandoli di una sensibilità maggiore verso situazioni che possono essere un campanello d’allarme per una futura crisi.

Alla luce di ciò, l’auspicio è che questo nuovo assetto normativo, dalla sua entrata in vigore, possa contribuire alla diffusione di una cultura della prevenzione all’interno dell’impresa, così da permettere interventi di risanamento in maniera tempestiva che consentano di ricorrere anche ad operazioni straordinarie più rischiose, quale il MBO.

Il *workers buy-out* è l’altra modalità attraverso cui può concretizzarsi la partecipazione dei lavoratori alla crisi aziendale. Tra le varie operazioni di *buy-out* questa è sicuramente la più praticata nel nostro ordinamento per la risoluzione di una crisi aziendale, sia perché lo stesso Stato supporta l’assunzione di questa iniziativa erogando finanziamenti tramite fondi finalizzati alla promozione della cooperazione, sia perché consente di selezionare ciò che di “buono” rimane dell’impresa e renderlo unico *target* dell’acquisizione da parte di una società *newco* costituita in forma di

³⁶⁰ Questo è quanto prescrive il nuovo co.2 dell’art. 2086 c.c. riformato dal D.lgs. n. 14 del 2019

cooperativa. Mentre la realizzabilità di un MBO in sede di risanamento aziendale è comunque fonte di perplessità, dati gli ostacoli pratici che potrebbero presentarsi nel corso dell'operazione, il WBO consiste nell'acquisizione dell'azienda o di un solo ramo di questa e non di tutta la società, tramite la stipulazione di un contratto di acquisto.

Risulta più facile provare l'adattabilità di questo tipo di intervento straordinario nell'ambito di una crisi di impresa, poiché il trasferimento ha per oggetto unicamente il bene aziendale, lasciando i debiti maturati precedentemente la stipulazione del contratto in capo al debitore alienante e permettendo così ai lavoratori ormai proprietari dell'azienda di poter ripartire da zero e far riacquisire a questa il valore precedente.

È difficile poter dire con certezza quale possa essere la soluzione migliore per la risoluzione di una crisi.

L'amplia formulazione adottata dal legislatore concorsuale non lascia dubbi in merito al fatto che spetti all'autonomia delle parti scegliere l'operazione straordinaria ideale per rispondere alle contingenze del momento. Sicuramente il *workers buy-out* vedendo partecipi i lavoratori dipendenti della società in crisi è tra le varie operazioni quella che più di tutte permette l'adozione di una soluzione a lungo termine, poiché questi soggetti sono più inclini a una gestione conservativa del complesso aziendale piuttosto che una gestione remunerativa del loro investimento. Così, la traslazione della proprietà di un'azienda in crisi in capo a un gruppo di suoi *ex* dipendenti è funzionale a garantire che la gestione dell'impresa possa essere realizzata in maniera cauta e con tutta la premura necessaria per poter affrontare lo *start up period*.

Il fenomeno del WBO è anche funzionale al mantenimento e alla creazione di nuovi posti di lavoro attraverso l'utilizzo e l'esaltazione del fenomeno del cooperativismo; il lavoro diventa impresa e questo è il presupposto su cui opera questo tipo di operazione e la forza stessa che gli consente di ricevere ampio riconoscimento a livello sociale. In ultimo, un ruolo fondamentale è ricoperto dallo Stato che promuove e monitora questi interventi di recupero, dando a queste operazioni una legittimazione *ex ante*, che porta a presumere il perseguimento di interessi meritevoli

di tutela; nelle altre due operazioni straordinarie (la fusione concordataria e il MBO) menzionate invece, la meritevolezza dell'intervento che si vuole realizzare deve essere valutata caso per caso, tramite una procedimentalizzazione che non può prescindere dalla descrizione da parte degli amministratori delle *«ragioni che giustificano l'operazione»*.

Bibliografia

ABETE LUIGI, *Risanamento dell'impresa e operazioni straordinarie: profili sostanziali*, in *Il Fallimento*, fasc.10,2017, pag.1041.

ABRIANI N., A.ROSSI, *Nuova disciplina della crisi di impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Le Società*, fasc.4, 2019, pag. 393.

AIDEA, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, 24 Settembre 2014.

AIFI, *Guida M&A. Come valutare, acquistare e cedere un'azienda*, Luglio 2017.

AMBROSINI S., *Le "finalità" del concordato preventivo*, in *Crisi di impresa. Concordato Preventivo e con continuità aziendale*, a cura di DANOVÌ A., ACCIARO G., Marzo 2019, il Sole 24 ore, pag. 14.

APICE S., *Modi e termini nell'esercizio del diritto di prelazione*, in *Il Diritto Fallimentare*, I, 1993, pag. 612.

APOSTOLI A., *La forza propulsiva dell'art. 46 della Costituzione al di là della sua sostanziale inattuazione*, in *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme nel diritto italiano e comparato*, (a cura di C.Zoli), 2015, pag. 15.

ARDAU G., F. MANCINI, *La responsabilità contrattuale del prestatore di lavoro*, Milano, 1987, pag. 126.

ARDIZZONE L., *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento. Commento all'art. 2501 bis*, in *Commentario alla riforma del diritto delle società*, diretto da MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., *Trasformazione, Fusione e Scissione (artt. 2498-2506 quater c.c.)*, a cura di BIANCHI L.A., Giuffrè, 2006, pag. 463-530.

ARIANI T., *Disciplina della riduzione del capitale per perdite in caso di presentazione della domanda di concordato preventivo*, in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, fasc.1, 2013, pag.112.

BALANDI G.G., *Partecipazione e rapporto di lavoro*, in *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme nel diritto italiano e comparato*, (a cura di C.Zoli), 2015, pag. 63.

- BARBAGALLO C., *Workers Buy Out(WBO): La società cooperativa quale strumento per la risoluzione della crisi*, in *Lavoro e Previdenza*, Comitato scientifico Gruppo ODCEC, 31 gennaio 2016.
- BASTIA P.-BROGI R., *Operazioni straordinarie societarie e crisi di impresa*, Wolters Kluwer, 2016.
- BAUCO C., *Amministratori indipendenti per la “gestione” della crisi*, in *Crisi di impresa. I nuovi compiti degli organi sociali*, a cura di DANОВI A., ACCIARO G., Aprile 2019, il Sole 24 ore, pag. 32.
- BENAZZO P., *Il codice della crisi di impresa e l’organizzazione dell’imprenditore ai fini dell’allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Rivista delle Società*, 2019, pag. 274.
- BERNARDI A., S.MONNI, *Parole chiave per l’impresa cooperativa del futuro*, il Mulino, 2019.
- BERTINI B., *LBO e MBO:problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, in *Contratto e Impresa*, fasc.3, 2000, pag.1431
- BIAGI M., *Cooperative e relazioni industriali della crisi: prime note alla legge 27 Febbraio 1985, n.49*, in *Rivista italiana di diritto del lavoro*, I, 1985, pag. 292.
- BIASI M., *La partecipazione dei lavoratori alla gestione e la Mitbestimmung tedesca*, in *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme del diritto italiano e comparato*, (a cura di) C.ZOLI, pag. 33.
- BONFANTE G., *L’altra mutualità*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.1, 2013, pag. 725.
- BONFANTE G., *La società cooperativa*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, (diretto da) G.COTTINO, CEDAM, 2014.
- BUSANI A.-SAGLIOCCA M., *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le Società*, fasc.2, 2011, pag. 925
- CAIAFA A., *Risanamento dell’impresa e tutela dei lavoratori*, in *Diritto e pratica del lavoro*, fasc.3, 2010.
- CALANDRA BUONAURA V., *La gestione societaria dell’impresa in crisi*, in AA.VV, *Società, banche e crisi di impresa*. Liber Amicorum Pietro Abadessa,

diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, UTET, vol.3, 2014, pag. 2593-2617.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale*, 1, *Diritto di Impresa*, a cura di CAMPOBASSO M., 2014, UTET.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale*, 2, *Diritto delle Società*, a cura di CAMPOBASSO M., 2015, UTET.

CARAGNANO R., CARUSO G., *La partecipazione finanziaria dei lavoratori in Italia e nella UE. Relazione al Convegno*, 29 ottobre 2009.

CARAGNANO R., *Il codice della partecipazione. Contributo allo studio della partecipazione dei lavoratori*, Giuffrè Editore, 2011.

CARBONETTI F., *sub art. 2358 c.c. – Altre operazioni sulle proprie azioni*, in Commentario Romano al nuovo diritto delle società, a cura di d'Alessandro, tomo I, vol.II, 2010, PICCIN.

CARINCI F., MARIUCCIO L., *Verso una nuova legge costituyente. La riforma delle regole del gioco*, in *Rivista giuridica del Lavoro*, fasc. 1, 1989, pag. 247.

CARINI C., BRANCATI R., *Le cooperative industriali italiane: performance e strategie per la crescita*, in *Economia Cooperativa*, Terzo Rapporto Euricse, 2015, pag. 67.

CARRIERE P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Rivista delle società*, fasc.5, 2003, pag. 995-1073.

CASELLI S., GATTI S., *La finanza strutturata in Italia: Operazioni e Best Practices*, Bancaria Editrice, 2005.

CAVANNA M., *La fusione*, in AA.VV., *Trattato di Diritto Commerciale*, vol. V, tomo 2, a cura di COTTINO GASTONE, 2011, CEDAM.

CERRATO S. A., *Le operazioni di leveraged buy-out*, in COTTINO G., *Trattato di diritto commerciale*, vol.5,tomo II, CEDAM, 2011.

CHIEFFI A., *Requisiti dei soci*, in *Commentario alla riforma delle società*, (a cura di) G.PRESTI, pag. 227.

- CHRISMAN J.J.-CHUA J.H.-STEYER L.P.-WRIGHT M.-MCKEE, *An agency theoretic analysis of value creation through management buy-outs of family firms*, in *Journal of Family Business Strategy*, vol.3, 2012, Elsevier, pag-197-206.
- CILLO D., *Le operazioni sul capitale sociale e le operazioni straordinarie a servizio del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Rivista del Notariato*, fasc.4, 2017, pag.691
- COFFEE J. Jr, *Shareholders versus Managers: the strain in the corporate web*, in *Michigan Law Review*, vol. 85, n.1, 1986, pag. 1-109.
- CORTI M., *Il caso della società europea. La via italiana alla partecipazione di fronte alle sfide europee*, in *Leggi civili commentate*, 2005, pag. 1419 ss
- COSTI R., *Gli strumenti finanziari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2005, pag. 124.
- COVINO G.-JEANTET L., *Conversione di crediti in equity, risoluzione e obbligazione pecuniaria nel fallimento*, in *il Fallimentarista.it, Giurisprudenza commentata*, 25 Novembre 2014.
- COVINO G., MARTINO L., *Operazioni societarie straordinarie*, in *Il Fallimentarista.it*, 10 Giugno 2016.
- CUSA E., *Il socio finanziatore nelle cooperative*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè Editore, 2006.
- D'ANTONA M., *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enciclopedia Giuridica*, XXII, Treccani, Roma, 1990.
- DANOVI A., GIACOMELLI S., RIVA P., RODANO G., *Strumenti negoziali per la soluzione della crisi di impresa: il concordato preventivo*, *Questioni di economia e finanza (Occasional Paper)*, n.430, Marzo 2018.
- Del RE A., *Le relazioni sindacali nella crisi di impresa: diritti individuali, tutele collettive e criteri di rappresentanza*, in *Rivista Italiana del Diritto del Lavoro*, fasc.3, 2010, pag. 116.
- DEMURO I., *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 2, vol.1, 2010, pag. 229-244.

DENTAMARO ANNAMARIA, *Spunti di riflessione sul divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, in Studi in onore di Umberto Belviso, vol. I, 2011, Cacucci Editore.

DEPEDRI S., *Costi e benefici delle cooperative di inserimento lavorativo*, in *Economia Cooperativa*, Terzo Rapporto Euricse, 2015, pag. 291.

Di AMATO A., *Parere pro-veritate sulla natura della prelazione prevista in favore dell'affittuario di azienda fallita*, in *Diritto.it*, 20 novembre 2008

DI CECCO G., *Il diritto di prelazione previsto dalla disciplina italiana del workers buyout a favore delle cooperative costituite dai lavoratori delle imprese in crisi*, in *Il Fallimento*, fasc.6, 2016, pag. 633.

Di GRAVIO D., *Il diritto di prelazione dell'affittuario nella legge 23 luglio 1991 n.223*, in *Il Diritto Fallimentare*, I, 1993, pag.207.

Di GRAVIO D., *La prelazione degli affittuari nelle vendite fallimentari*, in *Il Diritto Fallimentare*, I, 1993, pag. 897-914.

Di GRAVIO D., *La situazione dell'affittuario e il diritto di prelazione*, in *Il Diritto Fallimentare*, I, 1993, pag. 619.

DI MARTINO MARIA CONSIGLIA, *Fusioni e soluzioni concordate della crisi*, 2017, Giappichelli Editore.

DI TOMASO E., *Il workers buy-out: i dipendenti salvano l'azienda*, in *Il Sole 24 ore*, 20 Novembre 2014.

DIFINO M., RIVA P., *La rilevanza strategica del collegio sindacale*, in *Crisi di impresa. I nuovi compiti degli organi sociali*, a cura di DANОВI A., ACCIARO G., Aprile 2019, il Sole 24 ore, pag.47.

ENRIQUES L., *L'irrilevanza del diritto comunitario in materia societaria*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, II, 2005, pag.380-393.

FAZZINI M., ABRIANI N., *Turnaround management. Affrontare, gestire e risolvere la crisi di impresa*, IPSOA, 201.

FERRI G. JR-GUIZZI G., *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abadessa-Portale, IV, Torino, 2007, pag. 232.

- FERRI G. JR, *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, fasc. 10-12, 2006, pag. 747.
- FERRI G. JR, *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Rivista del Notariato*, fasc.4, 2008, pag.741.
- FIMMANÒ F., *Fallimento e circolazione dell'azienda socialmente rilevante*, Giuffrè, 2000.
- Fondazione Luca Pacioli, *La riforma del diritto fallimentare. Il fallimento: esercizio provvisorio ed affitto di azienda*, n.22, 22 Gennaio 2007.
- FONTANARI E., C.BORZAGA, *Cooperative e società di capitali; due modi diversi di reagire alla crisi*, in *Economia cooperativa*, Terzo rapporto Euricse, 2015, pag.141.
- FRIGNANI A., *Il leveraged buyout nel diritto italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 3, 1989, pag. 419-429
- GABRIELLI G., *Prelazione*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, XXIII, Roma, 1990.
- GALLEA M., *Il LBO nelle fasi recessive*, in *Amministrazione e finanza*, fasc.5, 1993, pag. 309.
- GALLETTI D., *Leveraged buy-out e interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, in *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 3, vol.1, 2008, pag. 433-447.
- GALLINA R., *I principi generali del concordato liquidatorio*, in *Crisi di impresa. Il concordato preventivo e con continuità aziendale*, Marzo 2019, il Sole 24 ore, pag. 90.
- GERVASONI A., BECHI A., *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana*, Il Mulino, 2007
- GUATRI L. *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, EGEA, 1995
- GUATRI LUIGI, *Turnaround, Declino, crisi e ritorno al valore*, EGEA, 1995.
- GUERRERA F.-MALTONI M., *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «riorganizzazione»*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 2008, pag.17.

GUERRERA F., *Il nuovo concordato fallimentare*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, fasc.5, tomo 1, 2006, pag. 527-545

IERMANO G., *Invalità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abadessa-Portale, UTET, 2007, pag. 407.

LAMANDINI M., *Articoli 2526 e 2541. Gli strumenti finanziari della cooperativa*. In *Commentario alla riforma delle società*, (a cura di) G.PRESTI, Giuffè Editore, 2007, pag. 203.

LANDOLFI S., *Effetti della fusione sui rapporti giuridici delle società incorporate*, in *Le Società*, fasc. 2, 1986, pag. 971 ss.

LANZAVECCHIA A., D'AURIZIO L., *Crisi di impresa e workers buy-out: opportunità sociali e criticità fiscali*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, fasc.11, Novembre 2013, pag. 28.

LAURIA F., *Quadro definitorio ed evoluzione storica*, in *Partecipazione dei lavoratori: dalla teoria alla pratica*, Dossier Adapt, n.6, 21 Aprile del 2010

LAURIA F., *Quadro definitorio ed evoluzione storica*, in *Partecipazione dei lavoratori: dalla teoria alla pratica*, Dossier Adapt, no.6, 21 aprile 2010.

LICONTI F., *L'esercizio provvisorio e l'affitto d'azienda*, in *Il diritto fallimentare riformato*, (a cura di) G.SCHIANO DI PEPE, CEDAM, 2007, pag. 385.

LO CASCIO G., *Il concordato preventivo nel quadro degli istituti di risanamento*, in *Il Fallimento*, fasc.2, 2012, pag. 137

LO CASCIO G., *Società in crisi: una disciplina normativa in fieri*, in *Le Società*, fasc.11,2015, pag.1259

MAFFEI A., *Articolo 104bis. Affitto d'azienda o di rami di azienda*, in *Commentario alla Legge Fallimentare*, Cedam, 2013, pag. 711.

MAFFEI A., *Delle società cooperative. L'articolo 2514*, in *Commentario breve al diritto delle società*, Cedam, 2017, pag. 1787.

MAUGERI M., *L'introduzione della scissione di società nell'ordinamento italiano: prime note sull'attuazione della VI direttiva CEE*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 4, 1991, pag. 745.

- MAZZONI A., *La porta aperta delle cooperative tra premesse ideologiche e nuovo diritto positivo*, in *Il Nuovo diritto delle società, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, (diretto da P.Abbadessa e G.B. Portale), UTET, pag. 763.
- MILANESI S., *Fusione societaria e processo: l'intervento delle Sezioni Unite*, in *Giur. Comm.*, fasc. 2, 2007, pag. 787.
- MINERVINI G., *La cooperazione di sistema e la disciplina delle società cooperative*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2007, pag. 386.
- MONNI S., G.NOVELLI, L.PERA, A.REALINI, *Workers buy-out, the Italian experience 1986-2016*, in *Entrepreneurship and Sustainability issues*, vol.4, pag. 526.
- MONTALENTI P., *Il leveraged buyout*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè, 1991
- MORANO A., *Il merger leveraged buy-out alla luce del nuovo art. 2501 bis*, in *Le società*, fasc. 7, 2003, pag. 952.
- MORELLO U., *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy-outs a managements buy-outs*, in AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990
- MORELLO U., *Leveraged e management buy-out: una breve postilla*, in *Notariato*, 1996, p. 182;
- MUNARI A., *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 2012, Giuffrè Editore.
- MUSSO S., *La partecipazione nell'impresa responsabile. Storia del consiglio di gestione Olivetti*, il Mulino, 2009.
- NARDECCHIA G.B., *La risoluzione del concordato preventivo*, in *Il Fallimento*, fasc. 2, 2012, pag.253
- NIGRO A., *La riforma organica delle procedure concorsuali e le società*, in *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, fasc.5, 2006, pag.781.
- NIGRO A., *La società per azioni nelle procedure concorsuali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, vol.9**, 1993, UTET.

ORLANDO G., *Le imprese recuperate in Italia*, in *Rassegna Italiana di sociologia*, n.3, 2017, pag. 669.

PACIELLO A., *Commento all'art. 2524. La variabilità del capitale*, in *Società Cooperative*, (a cura di) G.PRESTI, pag. 173.

PACILEO F., *Continuità e solvenza nella crisi di impresa*, 2017, Giuffrè Editore.

PAGANI E., *L'azionariato dei dipendenti tra diritto interno e diritto europeo*, Tesi di Dottorato di ricerca in Istituzioni e Mercati, Diritti e Tutele, Diritto delle società e dei mercati finanziari, Università di Bologna, 2017.

PAGNI I., *Operazioni straordinarie e procedure preventive: profili processuali*, in *Il Fallimento*, fasc.10, 2017, pag. 1053.

PAIS A., *Le finalità del concordato con continuità aziendale*, in *Concordato preventivo e con continuità aziendale*, a cura di DANOVI A., ACCIARO G., il Sole 24 ore, pag. 120.

PALMIERI G., *Operazioni straordinarie corporative e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*, in *il Fallimento*, fasc.9, 2009, pag. 1092.

PANDOLFO A., M.RISPOLI FARINA, V.SANTORO, *Legge 27 Febbraio 1985, n.49. Provvedimenti per il credito alla cooperazione e misure urgenti a salvaguardia dei livelli di occupazione*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, I, 1986, pag. 522.

PAOLUCCI L.F., *Codice delle Cooperative*, UTET, 2005.

PARDOLESI R., *Leveraged Buyout: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 3, 1989, pag. 402-418

PASSERINI W., *Da manager a imprenditori. MBO: come diventare "padroni" della propria azienda*, Franco Angeli, 1989

PEDRAZZOLI M., *La partecipazione dei lavoratori: un tema di natura costituzionale e politica*, in *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme nel diritto italiano e comparato*, (a cura di C.Zoli), 2015, pag. 1.

PETRONE L.M., *Merger leveraged buy-out. Il giusto equilibrio del legislatore italiano nel dare definitivo ingresso al merger leveraged buy-out (MLBO)*, In *Obbligazioni e Contratti*, fasc.3, 2009, pag. 244-252.

PETROSILLO A., *Concordato in continuità, normativa a confronto*, in *Concordato preventivo e con continuità aziendale*, a cura di DANOVI A., ACCIARO G., Marzo 2019, il Sole 24 ore, pag.106.

PICOT G.,LAND V., *Management buy-outs in Germany booming*, in *International business lawyer*, vol.26, no.6, 1998, pag. 278-282, HeinOnline.

PREITE D., *I Merger leveraged buy-out e gli art. 2357 e 2358 c.c.*, in *Giur. Comm.*, 1993.

RACUGNO G., *Le operazioni sulle proprie quote nell'attuazione della seconda direttiva CEE*, in *Rivista delle Società*, 1987, pag. 68-74.

RINALDI F.P., SCUTIERO F., *I presupposti per l'accesso alla procedura*, in *Crisi di impresa. Concordato preventivo e con continuità aziendale*, a cura di DANOVI A., ACCIARO G., Marzo 2019, il Sole 24 ore, pag. 17.

ROBUSTELLA C., *Leveraged buy-out*, in PICOZZA E.-GABRIELLI E., *Trattato di diritto dell'economia*, vol.7, CEDAM, 2010.

RORDORF R., *La continuità aziendale tra disciplina del bilancio e diritto della crisi*, in *Le Società*, 2014, fasc. 8-9, pag. 917.

ROSSI A., *Il valore dell'organizzazione nell'impresa*, in *Riv. Dir. Comm.*, fasc.7-8-9, 2009, pag. 603-667.

ROSSI A., *La governance dell'impresa in fase di ristrutturazione*, in *Il Fallimento*, fasc.3, 2015, pag. 253.

ROSSI A., *La legge delega per la riforma delle discipline della crisi di impresa: una prima lettura*, in *Le Società*, fasc. 12, 2017, pag. 1375-1385.

SACCHI R., *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 2, pt.1, 2014, pag. 304.

SACCHI R., *Le operazioni straordinarie nel concordato preventivo*, in *Rivista di Diritto Societario*, fasc.4, 2016, pag.776.

SALA M., *Nel piano di concordato modalità e tempi della proposta*, in *Crisi di impresa. Concordato preventivo e con continuità aziendale*, a cura di DANOVI A., ACCIARO G., Marzo 2019, il Sole 24 ore.

- SALAFIA V., *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501 bis c.c.*, in *Società*, 2009, pag. 575.
- SALATINO G., *Le operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (merger leveraged buy-out)*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.3, vol.2, 2018, pag. 363-396.
- SANGIOVANNI V., *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy-out*, in *Le società*, fasc.8, 2010, pag. 959-970.
- SANTAGATA C.-SANTAGATA R., *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, vol.7**, 2004, UTET.
- SANTARSIERSE V., *Fusione per incorporazione di società capitalistiche. Impugnazione dell'atto.*, in *Il foro Padano*, fasc.1, tomo 1, pag. 396.
- SANTONI G., *Contenuto del piano nel concordato preventivo*, in *Banca, borsa e Titoli di credito*, fasc.5, tomo 1, 2006, pag. 517.
- SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Editore, 2012.
- SPIOTTA M., *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè Editore, 2017.
- SPOLIDORO M.S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buy-out)*, in *Rivista delle società*, fasc.2-3, 2004, pag. 229-276.
- SPOLIDORO, M. S., *Appunti sull'attuazione della direttiva 2006/68/CE in tema di conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria – Notariato I*, 2009
- STANGHELLINI L., *La crisi di impresa fra diritto e economia*, Le procedure di insolvenza, 2007, Il Mulino.
- STRAMPELLI G., *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. delle Società*, fasc.4,2012, pag. 605-662.
- TANTINI G., *Trasformazione e fusione delle società*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Galgano F., 1985, CEDAM.
- TEDDE V., *Nuovi strumenti finanziari. Il Leveraged Buyout*, Franco Angeli, 2014

- TRIMARCHI G., *A proposito delle società cooperative: appunti su an e quantum della devoluzione ai fondi mutualistici*, in *Le Società*, fasc. 6, 2007, pag. 677.
- TRONCI L., *Perdita della continuità aziendale e strategie di risanamento*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.6, 2013, pag. 1269.
- VATTERMOLI D., *Concordato con continuità aziendale, Absolute priority Rule e New value exception*, pag.331.
- VELLA F., *Il governo dell'impresa e il lavoro: vecchi e nuovi paradigmi della partecipazione*, in *Lavoro e impresa: la partecipazione dei lavoratori e le sue forme nel diritto italiano e comparato*, (a cura di C.Zoli), 2015, pag. 85.
- VELLA F., *L'impresa e il lavoro: vecchi e nuovi paradigmi della partecipazione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.6, 2013, pag. 1120.
- VERRUCOLI P., *Prime osservazioni sulla l.27 Febbraio del 1985, n.49*, in *Rivista cooperazione*, no. 22, 1985, pag. 175.
- VESENTINI I., *Quando i dipendenti salvano l'azienda: sempre più casi in Italia*, in *Il Sole 24 ore*, 22 settembre 2016.
- VIETA M., DEPEDRI S., *Le imprese recuperate in Italia*, in *Economia Cooperativa*, Terzo Rapporto Euricse, 2015, pag. 220.
- VIETA M., S.DEPEDRI, A.CARRANO, *The italian road to recuperating enterprises and the Legge Marcora Framework: Italy's Worker Buy outs in Times of Crisis*, Research Report n.015/17, Euricse.
- WRIGHT M.-HOSKISSON R.E.-BUSENITZ L.W., *Firm rebirth: buy-out as facilitators of strategic growth and entrepreneurship*, in *The Academy of Management Executive*, vol.15, no.1, *Creating Wealth in Organizations*,2001, pag. 111-125.
- WRIGHT M., THOMPSON S., ROBBIE K., *Venture capital and management-led, leveraged buy-outs: A European perspective*, in *Journal of Business Venturing*, vol.7, n.1, 1991, pag. 47-71.