

Gli strumenti finanziari partecipativi quale meccanismo di Creditor Engagement

Giuseppe Sancetta^{*}, Francesco Mirone^{**}

Ricevuto 03/07/2020 – Accettato 01/09/2020

Sommario

Obiettivo del lavoro è quello di esaminare il complesso rapporto che si instaura tra creditori e debitori, nella fase delicata del concordato preventivo. Recenti esperienze documentano che l'utilizzo degli Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP), all'interno dei concordati preventivi, sembrerebbe esercitare effetti negoziali positivi. Gli SFP, in alcuni casi, appaiono in grado di facilitare i rapporti di *engagement* tra creditore e debitore, spingendo i creditori a sostenere l'omologa del concordato.

L'uso degli SFP faciliterebbe, quindi, la difficile negoziazione dei rapporti tra creditori e debitori, favorendo il raggiungimento di un equilibrio tra tutti i *player* interessati, col duplice scopo di tutelare i creditori, ma, soprattutto, di assicurare continuità e stabilità all'impresa.

In quest'ottica, si cercherà di rileggere gli SFP quale meccanismo di *creditor engagement*, con evidenti riflessi: da un lato, gli SFP potrebbero consentire una più facile negoziazione dei rapporti tra le parti, semplificando ed agevolando l'omologazione del concordato; dall'altro, il *creditor engagement* migliora la partecipazione dei creditori alla vita ed al governo societario dell'impresa e può assicurare agli stessi l'ottenimento di ulteriori benefici anche nel periodo successivo all'esecuzione del concordato.

Il lavoro è suffragato da un'analisi di alcuni casi riguardanti aziende italiane che hanno utilizzato gli strumenti finanziari partecipativi nell'ambito di procedure concorsuali.

Parole chiave: Creditor Engagement, Concordato preventivo, Strumenti finanziari partecipativi.

^{*} Professore Ordinario di Economia e gestione delle imprese, Sapienza Università di Roma. giuseppe.sancetta@uniroma1.it

^{**} Dottorando di ricerca, Università degli Studi di Napoli "Parthenope". francesco.mirone@uniparthenope.it

Corporate Governance and Research & Development Studies, n. 1-2020
(ISSN 2704-8462-ISSNe 2723-9098, DOI: 10.3280/cgrds1-2020oa10113)

Abstract

The Participatory Financial Instruments: a creditor engagement mechanism

The target of this paper is to examine the difficult relationship that is established between creditors and debtors, in the delicate phase of the agreement with creditors.

Recent experiences document that the use of participatory financial instruments, within the agreement with creditors, would appear to produce positive negotiating effects.

These instruments, in some cases, appear to be able to facilitate the engagement relationships between creditor and debtor, prompting creditors to support the approval of the agreement.

The use of participatory financial instruments would facilitate the difficult negotiation of relations between creditors and debtors, favoring the achievement of a balance between all the players involved, in order to protect creditors and ensuring continuity and stability to the company.

Therefore we will try to identify the Participatory Financial Instruments as a creditor engagement mechanism, based on two main assumptions: on the one hand, the instruments could allow easier negotiation of the relations between the parties, simplifying and facilitating the approval of the agreement with creditors; on the other, creditor engagement improves the participation of creditors in the life and corporate governance of the company and can ensure that they obtain further benefits also in the period following the execution of the agreement.

The work is supported by an analysis of some cases concerning Italian companies that have used participatory financial instruments in the context of bankruptcy procedures.

Keywords: Creditor Engagement, Agreement with creditors, Participatory Financial Instruments.

1. Asimmetria informativa e negoziazione nei rapporti obbligazionari

Il complesso e delicato rapporto tra debitore e creditore affonda le sue radici nel diritto romano, allorché Giustiniano¹ fornì la prima definizione di obbligazione: *“l’obbligazione è un vincolo giuridico, in forza del quale si può costringere taluno all’adempimento di una prestazione, secondo le leggi del nostro Stato”*.

Ancora oggi, per l’ordinamento italiano², il rapporto tra debitore e creditore è detto obbligazione ed è caratterizzato, da una parte, dalla pretesa

¹ Tale definizione è contenuta nelle *“Institutiones”*, un’opera didattica in 4 libri voluta ed attribuita all’imperatore Giustiniano, facente parte del *“Corpus iuris civilis”*, ma realizzata materialmente dai giuristi Triboniano, Teofilo e Doroteo.

² Artt. 1173 e ss. c.c.

creditoria, dall'altra, dall'esistenza di un debito che va adempiuto, il tutto all'insegna della reciproca correttezza e della buona fede.

Tale rapporto è stato affrontato attraverso diverse discipline, tra le quali quella aziendalistica, finanziaria, manageriale e giuridica. Proprio con riferimento a quest'ultima, la recente evoluzione normativa introdotta dall'Unione Europea propone interessanti strumenti per la gestione della crisi d'impresa, in ottica meno interventistica e più orientata a favorire la continuità aziendale³.

Nel rispetto delle diverse prospettive, le tematiche affrontate negli studi sulla crisi d'impresa convergono nel considerare la forte presenza di asimmetrie informative, quale elemento pregiudizievole dei rapporti tra creditori e debitori. Come sottolinea Danovi (2020), alla asimmetria numerica (un solo debitore, o al limite un gruppo), di fronte ad una pluralità significativa di creditori, si somma una evidente asimmetria informativa, poiché i creditori hanno il più delle volte una conoscenza della situazione del debitore minore.

In quest'ottica, il rapporto tra creditori e debitori va valutato non più secondo logiche conflittuali, bensì orientate alla ricerca di strumenti in grado di contemperare e riequilibrare i divergenti interessi al fine di garantire, da un lato, la sopravvivenza dell'impresa, dall'altro la migliore soddisfazione possibile degli interessi del creditore⁴.

Negli ultimi anni, d'altra parte, il rapporto tra creditore e debitore sta assumendo una diversa consistenza, in funzione dei diversi e spesso divergenti interessi in gioco.

Sul punto, gli studi manageriali, e precipuamente quelli afferenti alla letteratura sulla corporate governance, hanno individuato nell'*engagement* e nelle strategie di negoziazione soluzioni utili alla riduzione dell'asimmetria informativa tra le parti. Alcuni saggi, nell'identificare i fattori qualificanti la teoria delle negoziazioni, si sono soffermati sull'applicazione della teoria dei giochi quale soluzione significativa per il raggiungimento della "*zone of possible agreement*" (ZOPA o zona di possibile accordo) (cfr. Sebenius, 1992).

La teoria dei giochi, infatti, studia e analizza le decisioni individuali di un soggetto in situazioni di conflitto o interazione strategica con altri soggetti rivali (due o più) finalizzate al massimo guadagno delle parti.

³ Con successivi passaggi normativi, susseguiti prima nel 2007 e poi nel quinquennio 2010-2015, la Legge Fallimentare viene arricchita di nuovi strumenti legali, adatti a definire i percorsi di ristrutturazione. Lo stesso concordato preventivo si allontana nettamente dalla concezione meramente liquidatoria ed assume le forme di uno strumento utilizzabile nel superamento delle situazioni di difficoltà.

⁴ Se, infatti, in una situazione di crisi d'impresa, il sistema proprietario potrebbe vedere compromesso il suo investimento, è evidente che un mancato superamento della stessa in tempi adeguati potrebbe comportare un azzeramento del valore dell'investimento del creditore stesso. Del resto, prosecuzione dell'attività e miglior soddisfacimento dei creditori sono proprio gli obiettivi del concordato con continuità *ex art.186-bis l.f.*

L'interazione tra i soggetti, che nel contesto economico si riferisce al caso in cui due o più aziende interagiscano in concorrenza tra loro, può essere di carattere cooperativo o conflittuale ma in ogni circostanza l'obiettivo è quello della massimizzazione del guadagno di ciascun soggetto.

Pertanto, in quest'ottica va precisato come la teoria dei giochi, pur facilitando l'individuazione di numerosi punti di equilibrio non spiega quale sia il migliore; tale risultato, invece può essere raggiunto grazie alla teoria della negoziazione che identifica il modo in cui gli agenti ordinano soggettivamente gli equilibri possibili (Schianchi, 1997).

La teoria delle negoziazioni, infatti, come afferma Gatti (2008), sembra palesare due elementi di distinzione (rispetto alla teoria dei giochi):

- è implicita, nella teoria delle negoziazioni, l'esistenza di un interesse collaborativo tra le parti che, pur nel quadro dell'opportunismo individuale, converge nella consapevolezza di entrambi gli attori della necessità di accordarsi. In questi casi, è evidente la ricerca del raggiungimento di una "ZOPA" in grado di soddisfare i reciproci interessi: il creditore cercherà di evitare il fallimento, che rischierebbe di compromettere il proprio investimento, con lontane possibilità di recuperare il valore collocato; il debitore tenterà di garantirsi la giusta liquidità per la continuità aziendale;
- è implicita, nella teoria delle negoziazioni, l'assunzione di incompletezza contrattuale, per cui gli accordi, pur se conclusi, non possono risultare pienamente vincolanti, come invece postula la teoria dei giochi⁵. In questo caso, nelle procedure concorsuali, come il concordato preventivo, il soddisfacimento dei creditori non sempre appare garantito; come rileva Danovi (2018) i piani concordatari propongono percentuali di soddisfacimento pressoché integrali per i creditori privilegiati e prossime al minimo di legge del 20% per i chirografari. Tali percentuali non sono sempre rispettate, i tassi di recupero effettivi "(...) per il chirografario sono inferiori rispetto a quelli proposti nel 50% dei concordati". Dal lato del

⁵ In letteratura, la teoria dei giochi è stata utilizzata in campi diversi. Interessante e coerente, col presente lavoro, appare l'interpretazione della teoria dei giochi e dell'equilibrio di Nash sullo studio delle relazioni all'interno del sistema proprietario tra i vari azionisti, ovvero all'interno del CDA tra i vari consiglieri. Sul punto il contributo di Esposito De Falco (2003) fornisce una interessante chiave di lettura nei rapporti tra gli organi di governo ed i suoi interlocutori. In particolare, scrive l'Esposito De Falco: "*l'equilibrio di Nash consente di derivare considerazioni su come si comportano gli attori economici di fronte alla scelta di diversi equilibri possibili, basandosi sull'assunto che costoro decidono in condizione di razionalità limitata e di apprendimento dal passato*". Traslando tali considerazioni all'interno dei rapporti obbligazionari è possibile sostenere che le relazioni tra creditori e debitori possono trovare una più facile negoziazione nei casi di raggiungimento di reciproci interessi. Nel caso degli SFP, va sottolineato che essi rappresentano una soluzione che offre diverse possibilità di equilibrio sia per il creditore che per il debitore.

debitore, invece, non tutti i concordati approvati garantiscono il rispetto della continuità aziendale. Sempre nella ricerca di Danovi, pertanto, si dimostra che la percentuale di concordati in continuità per i quali si realizza quanto effettivamente previsto nel piano è pari a meno di un quarto.

Sulla base di queste considerazioni, è possibile sostenere che, nel rapporto tra creditori e debitori, si verificano significative condizioni per applicare gli elementi alla base della teoria delle negoziazioni, in molti casi anche riconducibili alle strategie di *engagement*.

In particolare, l'*engagement*, quale strumento di negoziazione tra le parti in gioco, evoca il concetto della “razionalità del noi”, ovvero del “*ragionamento di gruppo, o anche pensiero di gruppo*” (Sugden, 2000). In quest’ottica, la soluzione che emerge è quella della reciproca convenienza delle parti che porta, quale soluzione ideale, alla continuità aziendale vista come unica possibilità in grado di garantire il massimo soddisfacimento degli interessi in gioco. Peraltro, l’importanza attribuita alla continuità aziendale riflette una visione istituzionale delle organizzazioni imprenditoriali nella quale assumono rilievo una pluralità di soggetti e interessi (Sancetta, 2020).

Da ciò discende la seguente domanda di ricerca: *l’utilizzo degli SFP all’interno della procedura di concordato preventivo può facilitare il raggiungimento di un equilibrio degli interessi in gioco tra il debitore ed il creditore?*

In questo lavoro, si intende così dimostrare come l’utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi (SFP), all’interno della procedura di concordato preventivo, favorisca l’omologa dello stesso, incidendo nella fase di negoziazione tra le parti e garantendo la continuità aziendale come naturale conseguenza del loro utilizzo.

Nel secondo paragrafo (§ 2), viene esaminato il tema dell’*engagement* inteso come strumento di negoziazione nel delicato e complesso rapporto intercorrente tra creditore e debitore; successivamente, vengono tratteggiate le caratteristiche essenziali dell’istituto del concordato preventivo e l’impiego, al suo interno, degli SFP intesi, a loro volta, come strumento di *engagement* (§ 3); a supporto di tali considerazioni, sono stati analizzati dei casi di alcune aziende italiane (§ 4) che hanno utilizzato gli strumenti finanziari partecipativi nell’ambito della procedura di concordato preventivo; infine, il lavoro si chiude con un’analisi conclusiva, unita alle prospettive di studio future (§ 5).

2. Strumento di negoziazione del rapporto creditore-debitore: verso il *creditor engagement*

Nell’ambito delle procedure concorsuali, intese come strumenti previsti dal legislatore per dare una soluzione allo stato di crisi di un’impresa commerciale

attraverso la regolamentazione dei rapporti con i creditori, particolare rilievo assume il concordato preventivo.

La dottrina distingue le procedure concorsuali in due grandi gruppi, quelle risanatorie o conservative, finalizzate a garantire la sopravvivenza dell'impresa, e quelle liquidatorie il cui scopo è la dismissione del patrimonio aziendale per una corretta soddisfazione degli interessi creditori, una volta accertata l'impossibilità di proseguire l'attività.

Il concordato preventivo si colloca tra le procedure conservative poiché rientra in quegli strumenti che la legge fallimentare mette a disposizione dell'imprenditore, in crisi o in stato di insolvenza, per evitare la dichiarazione di fallimento⁶, favorendo il risanamento dell'impresa e garantendone la prosecuzione.

Ragion per cui il concordato rientra, certamente, tra le procedure obbligatorie basate sulla negoziazione, esplicandosi, soprattutto, nella facoltà concessa al debitore, che si trova in stato di crisi o di insolvenza, di formulare ai creditori una proposta che preveda il superamento di questa sua condizione (Fimmanò, 2014).

Ebbene, il concordato preventivo, nato per venire incontro alle necessità dell'imprenditore "onesto ma sfortunato" nell'intenzione del legislatore della Riforma concorsuale si è trasformato indubbiamente nel principale procedimento deputato a risolvere le situazioni di crisi d'impresa, attraverso un accordo tra imprenditore e creditori sotto il controllo giudiziario (Danovi, 2012).

L'istituto, pertanto, pur presentando tutt'ora non poche complessità, tanto dal punto di vista giuridico quanto nell'applicazione pratica, ha conosciuto negli ultimi anni una fortuna mai vista prima, a riprova della sua versatilità.

Il concordato preventivo⁷ può essere principalmente di due tipi: liquidatorio o in continuità aziendale. Nel concordato liquidatorio il soddisfacimento dei

⁶ Il decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, recante l'introduzione del "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza", in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155 e che entrerà ufficialmente in vigore il 15.08.2020, sostituisce il termine "fallimento" con "liquidazione giudiziale", al fine di evitare la discriminazione sociale e personale che si accompagna al termine "fallito".

⁷ L'istituto del concordato preventivo, nell'ordinamento italiano, trae origine dalla moratoria disciplinata dall'abrogato Codice del commercio del 1865. La disciplina della procedura di concordato preventivo è contenuta nella legge fallimentare (Regio Decreto 16 marzo 1942 n. 267) ed è stata più volte rivisitata negli ultimi anni da parte del legislatore con interventi mirati a favorire il superamento della crisi d'impresa. Tra questi spicca il decreto-legge n. 35 del 2005 (cd. decreto competitività), convertito in Legge n. 80 del 14 maggio 2005 che riformulò il nuovo art. 160 della Legge fallimentare, introducendo nel nostro ordinamento una diversa concezione della procedura di concordato preventivo, eliminando quei requisiti di meritevolezza che facevano del concordato una soluzione alle tensioni finanziarie, non irreversibili, dell'imprenditore "onesto ma sfortunato". Una delle principali modifiche introdotte dalla riforma fu l'abbandono della rigidità del principio della *par condicio creditorum*, con la suddivisione dei creditori in classi omogenee, ognuna con un trattamento diverso. L'istituto è stato nuovamente modificato nel 2012 ed ultimamente nel 2019 con l'introduzione del "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza".

creditori avviene attraverso il ricavato della liquidazione del patrimonio del debitore. In questo caso si assiste ad un mutamento strutturale dello scopo dell'impresa che da lucrativo diviene liquidatorio e finalizzato, dunque, alla mera conservazione del patrimonio.

Nel concordato in continuità, invece, il debitore propone ai creditori il pagamento dei loro crediti con i ricavi provenienti dalla prosecuzione dell'attività imprenditoriale. Il presente lavoro si ispira, evidentemente, alla tipologia in continuità.

La *ratio* di tale strumento risiede nella precisa volontà, da parte del legislatore, di voler favorire il recupero della capacità dell'impresa di rientrare nel mercato, tanto ristrutturata quanto risanata; infatti il piano deve in ogni caso prevedere che l'attività d'impresa sia funzionale ad assicurare il ripristino dell'equilibrio economico finanziario non solo nell'interesse prioritario dei creditori, ma anche dell'imprenditore e dei soci, in modo da assicurare che la stessa sia in grado di riposizionarsi adeguatamente nel mercato.

La continuità può essere di 2 tipi:

- diretta: quando la prosecuzione dell'attività d'impresa resta in capo al debitore;
- indiretta: nel caso in cui la gestione dell'azienda o la ripresa dell'attività è affidata ad un soggetto diverso dal debitore in forza di cessione, usufrutto, affitto (stipulato anche anteriormente, purché in funzione della presentazione del ricorso), conferimento dell'azienda in una o più società (anche di nuova costituzione) ovvero a qualsiasi altro titolo.

Dal punto di vista procedurale va rilevato che l'iniziativa concordataria spetta al debitore che ha l'onere di progettare una modalità di superamento della crisi: a lui spetta, infatti, la scelta se proporre o meno un concordato ed a lui solo è affidato il compito di determinare il contenuto della proposta che poi sarà sottoposta al voto dei creditori.

Pertanto, il primo parametro per misurare la reale volontà del debitore di soddisfare le pretese creditorie è proprio la reale fattibilità della proposta di concordato: più il piano concordatario è realistico ed attuabile, maggiore è la volontà del debitore di superare lo stato di crisi e di ripianare i debiti.

Prima di arrivare all'omologa, però, è necessaria una fase di negoziazione tra debitore e creditore, in cui le parti possono avvicinarsi e trovare un accordo, ma anche allontanarsi definitivamente, prefigurando, così, lo scenario del fallimento.

È proprio durante la fase di negoziazione che assumono importanza le azioni di *engagement*⁸ attuate dal debitore nei confronti del creditore.

⁸ Questa attività di *engagement* consiste nell'insieme di azioni finalizzate a semplificare e facilitare la comunicazione e la creazione di relazioni collaborative tra le parti in gioco (Esposito De Falco, 2018).

Dalla letteratura⁹, emerge come sia stato scarsamente trattato il rapporto tra debitore e creditore e la conseguente negoziazione tra le parti nell'ambito della procedura di concordato preventivo.

Per ovviare a tale *gap*, una possibile soluzione è offerta dalla letteratura sulla corporate governance e, segnatamente, sullo “*shareholder engagement*”¹⁰, che nel caso del rapporto obbligazionario potrebbe essere ricondotto a forme di *creditor engagement*; infatti, il rapporto debitore-creditore può essere equiparato a quello esistente tra azionisti di maggioranza e di minoranza di un'impresa a capitale moderatamente concentrato mutuando, così, le dinamiche tipiche dello “*shareholder engagement*” e contestualizzandole ed adattandole alla peculiare tipologia di engagement intercorrente tra creditore e debitore nella procedura di concordato. Pur nella consapevolezza che trattasi di prospettive diverse si conviene nel considerare l'esistenza di punti di contatto tra le due prospettive soprattutto con riferimento alla presenza di una convergenza di interessi che si sostanzia qualora si determinino le condizioni per la continuità aziendale. Nel caso dello *shareholder engagement* è evidente che il rapporto tra gli azionisti sia orientato ad una maggiore partecipazione alla vita sociale che potrebbe essere compromessa dalla presenza di asimmetrie informative; al pari nei rapporti tra creditori e debitori, segnatamente nel caso del concordato in continuità con l'utilizzo di Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP), il rapporto tra le parti dipende dalla riduzione di asimmetrie informative; il creditore, infatti,

⁹ Come evidenziato, pochi sono i contributi nazionali ed internazionali sul tema; tra questi si segnalano i lavori di Waibel M. (2018); Manuelides (2018); Mewse A. et al (2010). In particolare Manuelides esamina il rapporto creditori/debitori con riferimento al debito sovrano, evidenziando come la presenza di linee guida di soft law, quali dell'Institute of International Finance (IIF), possa facilitare i rapporti tra le parti; l'efficacia della relazione dipende dal comportamento del debitore e dalla presenza di linee guida in grado di istituzionalizzare programmi di engagement. Anche Weibel esamina la questione nella prospettiva di ristrutturazione del debito da parte dei paesi: in particolare nel lavoro si esamina il ruolo significativo svolto nelle ristrutturazioni del debito sovrano, da parte del debitore. L'articolo esamina i vantaggi e gli svantaggi di quattro forme di impegno creditore-debitore: clausole contrattuali ex ante nella documentazione relativa alle obbligazioni per i comitati dei creditori; migliori pratiche ex ante per i comitati; migliori pratiche ex ante per l'impegno tra creditori e debitori e accordo ex post. Interessante è anche la questione relativa ai conflitti di interesse tra le parti in gioco che possono condizionare l'efficacia dell'engagement. Infine, Mewse *et al.* identificano i fattori psicologici e sociali che possono influenzare il rapporto tra creditori e debitori, con particolare riferimento al comportamento del debitore nella fase di avvio della trattativa con il creditore. All'interno del gruppo di debitori, l'impegno con i creditori appare più elevato nelle persone che riportano livelli di debito più bassi. L'impegno è associato a un atteggiamento più forte di autoefficacia finanziaria e alla percezione dell'identità del debitore come più permeabile.

¹⁰ Per un approfondimento sul tema dello *shareholder engagement*, si veda Esposito De Falco S. *et al.* (2018).

partecipando alla gestione dell'impresa ha necessità di acquisire informazioni utili al monitoraggio ed al controllo delle attività.

Gli SFP, pertanto, giocano un ruolo fondamentale nella determinazione del *creditor engagement* in quanto amplificano gli interessi delle parti in gioco verso la continuità aziendale.

Tali strumenti, infatti, rientrano tra quelli messi a disposizione dal legislatore per risolvere in maniera "protetta" la situazione di crisi in cui versa l'azienda.

Sconosciuti fino alla riforma del diritto societario del 2003, il legislatore non ha creato un vero e proprio organico corpo di norme per regolarli, ma si è limitato a definire semplicemente i contorni dell'istituto.

La loro disciplina è, così, frammentata nei commi contenuti nel Codice Civile agli articoli 2346 e 2351 che trattano "delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi", nel 2349 che regola l'assegnazione di "azioni e strumenti" a favore dei prestatori di lavoro, nel 2376 riguardante le assemblee speciali, nel 2411 sui diritti degli obbligazionisti, nel 2447 e successivi riguardanti "patrimoni destinati ad uno specifico affare".

Ebbene, in un contesto tanto peculiare quanto complesso come quello atinente alla procedura di concordato preventivo, dove convivono una elevata pluralità di diritti e poteri in gioco, i quali possono facilmente creare forti tensioni tra le parti, gli SFP (come si vedrà successivamente) possono rappresentare uno strumento di *engagement* volto a favorire tanto la negoziazione quanto a facilitare i rapporti obbligazionari.

Ciò premesso quindi, è possibile utilizzare alcune delle modalità di classificazione e rappresentazione delle tipologie di *shareholder engagement* nel caso del rapporto debitore/creditore.

Più in particolare come suggerisce la letteratura sullo *shareholder engagement* (Cucari, 2018), è possibile classificare l'*engagement* in relazione alla sua intensità, alla natura del rapporto che viene ad instaurarsi tra le parti, nonché alla frequenza di intervento.

Per quanto attiene *l'intensità* con cui viene attuata l'azione, questa può essere definita di "*soft engagement*" quando viene perpetrata su tematiche specifiche durante incontri periodici, ma non di persona (ad es. tramite *conference call* o comunicazioni scritte); si parla di "*hard engagement*", invece, quando questa si sostanzia in momenti topici, come durante l'esercizio del diritto di voto che, nel caso di specie, si manifesta con l'accettazione dei creditori verso la proposta di concordato.

Circa *la natura* dell'*engagement*, questa può essere pubblica o privata, a seconda dei mezzi con i quali viene espletata: l'*engagement* è pubblico quando l'obiettivo è quello di attirare l'attenzione dei terzi con dichiarazioni e/o comunicazioni pubbliche; è privato quando si configura attraverso interazioni private e personali tra le parti.

L'ultimo parametro di classificazione è la *frequenza* con cui viene effettuata l'azione di *engagement*, che può essere continua o discontinua; la prima svolta in modo continuativo, durante tutto il periodo della negoziazione; la seconda solo in prossimità di momenti decisivi (Esposito De Falco *et al.*, 2018).

Pertanto, così come le politiche di *shareholder engagement* stimolano ed incentivano la partecipazione degli azionisti alle decisioni aziendali, quelle tra debitore e creditore favoriscono la fase negoziale finalizzata al raggiungimento di un'intesa comune.

Se in un'impresa, l'obiettivo è la creazione di valore (che non può essere raggiunta senza la collaborazione di tutti i *player* interessati), nel concordato, gli obiettivi sono l'omologazione e l'esecuzione della procedura.

Come afferma Golinelli (2000) sulla creazione del valore: “la creazione di valore è ampiamente riconosciuta come l'obiettivo che il soggetto economico deve perseguire per assicurare all'impresa sopravvivenza e sviluppo; infatti, se l'attività di governo è tesa a creare valore nel tempo, la probabilità di sopravvivenza dell'impresa viene progressivamente ad innalzarsi”.

Ebbene tale definizione sembra tagliata su misura anche per quanto concerne la procedura di concordato preventivo, in cui la creazione di valore si sostanzia nell'omologa mentre l'obiettivo sostanziale e finale è proprio la sopravvivenza dell'impresa.

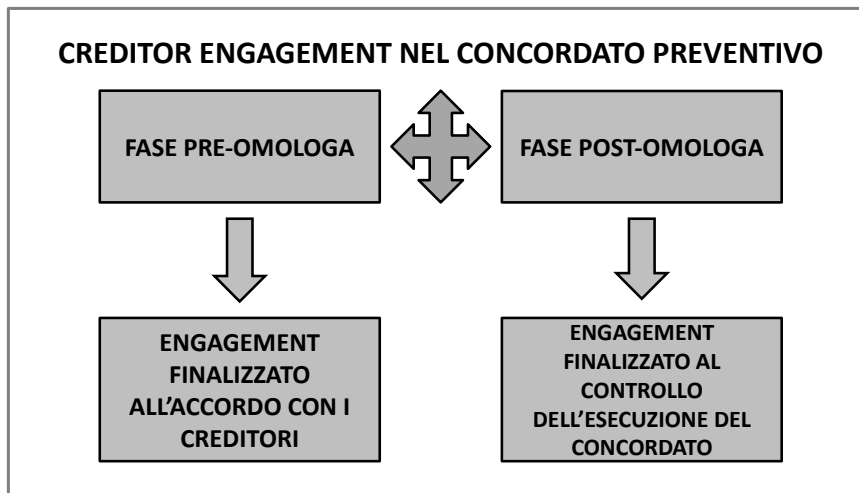
Inoltre, a prescindere dall'intensità, dalla natura e dalla frequenza delle azioni di *creditor engagement*, queste sicuramente esercitano un ruolo positivo sulla riduzione dell'asimmetria informativa tra le parti. È ciò che è accaduto nel caso della proposta di concordato Astaldi in cui, in vista della convocazione assembleare, il committente/debitore ha informato di aver affidato all'Advisor Morrow Sodali l'incarico di effettuare un censimento degli obbligazionisti, nonché creare occasioni di interazione finalizzate a comunicare ai tutti i creditori, i piani e le soluzioni oggetto della proposta concordataria.

Partendo da questa base, l'*engagement* favorisce la definizione di un accordo tra debitori e creditori, nelle diverse fasi della procedura concorsuale. Nella fase pre-omologa, infatti, l'*engagement* promuove la partecipazione all'adunanza dei creditori, che rappresenta uno snodo fondamentale nell'ambito della procedura di concordato preventivo o, comunque, l'esercizio del diritto di voto anche in un periodo successivo, ma nei termini di legge. Sul punto, l'azione di *engagement* è fondamentale per l'esito stesso del concordato.

L'*engagement*, pertanto, può considerarsi un valido strumento a disposizione del debitore sia nel momento della negoziazione con i creditori, sia in altre fasi successive poiché agevola la negoziazione avvicinando le parti, creando un'interazione costante e dando la possibilità al debitore di illustrare i propri piani al creditore al fine di allineare i propri interessi attraverso il perseguimento di un obiettivo comune.

Il ruolo dell'*engagement* nell'ambito della procedura di concordato preventivo è duplice in quanto può sostanziarsi sia nella fase antecedente che in quella successiva all'omologa del piano concordatario (fig. 1).

Fig. 1 – *Creditor Engagement nelle diverse fasi della procedura di concordato preventivo*



Fonte: ns. elaborazione

Nella fase precedente all'omologa, infatti, l'attività di *engagement* condotta dal debitore nei confronti dei creditori è essenzialmente finalizzata al raggiungimento di un accordo che conduca alla conseguente omologa del concordato.

Si tratta, quindi, di una fase di trattativa, caratterizzata dalla capacità del debitore di presentare un piano valido e credibile, ma soprattutto capace di convincere i creditori in merito alla fattibilità dello stesso.

Altro ruolo chiave che può ricoprire l'attività di *engagement* è quello relativa alla fase successiva all'omologa.

In questo caso, infatti, una volta approvato il piano concordatario da tutti i *player* interessati, è necessario che lo stesso venga attuato seguendo esattamente e diligentemente tutti i punti prefissati.

Ed è proprio in quest'ottica che l'*engagement* assume un ruolo diverso rispetto alla fase precedente, ma altrettanto decisivo poiché, grazie alla sua natura polivalente, in questo specifico contesto, può fungere da strumento di controllo dell'esecuzione del concordato, creando un'interazione costante e continua tra le parti, finalizzata alla preservazione di un dialogo reciproco

che funga non solo da eventuale strumento di *problem solving*, ma soprattutto come attività di controllo a garanzia della corretta esecuzione del piano. Pertanto, se, nella fase pre-omologa, l'*engagement* favorisce l'avvio della procedura concordataria, in quella successiva, sicuramente, l'*engagement* ricopre un ruolo fondamentale per favorire la continuità aziendale e l'esecuzione della proposta formulata ai creditori.

3. Gli strumenti finanziari partecipativi quale meccanismo di *Creditor Engagement*

Il concordato preventivo ha subito, negli anni, numerose e sostanziali modifiche che ne hanno rinnovato *ratio*, struttura e finalità.

La riforma più significativa è stata senza dubbio quella del 2005, poiché, in quella sede, il concordato assunse un ruolo centrale come alternativa al fallimento.

La procedura originaria del concordato, ovvero quella disciplinata dal regio decreto del 1942, prevedeva un requisito di meritevolezza del debitore oltre alla necessaria promessa dell'integrale pagamento del credito privilegiato e del 40% del credito chirografario. Tali presupposti, entrambi particolarmente stringenti, rendevano difficilmente attuabile la procedura: allettante ed illusoria al momento dell'omologa, ma destinata a dissolversi alla prova dei fatti in sede di liquidazione (Danovi, 2020).

L'aspetto caratterizzante risiedeva nell'evidenza che lo scopo principale era il soddisfacimento dei creditori, mentre il risanamento dell'impresa, con la conseguente continuità aziendale, era meramente strumentale oltre che residuale (Fabiani, 2001).

A partire dalla riforma del 2005, invece, il legislatore sposta la prospettiva di osservazione dai creditori all'impresa, cercando di dare maggiore impulso alla finalità risanatoria rispetto a quella liquidatoria.

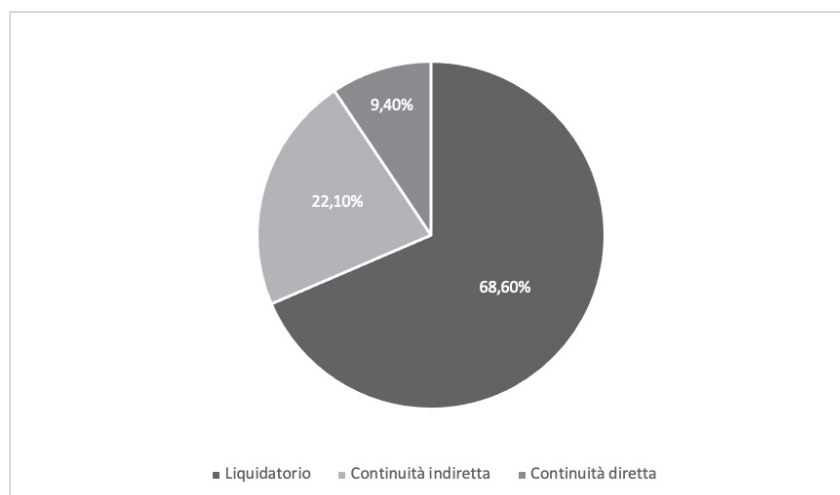
Pertanto, l'obiettivo dell'istituto è individuare, e successivamente sottoscrivere, soluzioni di comune interesse tra debitore e creditori, il tutto sotto il controllo del tribunale.

Nella sostanza, il concordato è diventato quindi lo strumento con il quale il debitore può provare ad individuare e sottoporre ai creditori una soluzione alla propria crisi (Danovi, 2020).

A tale scopo, viene soppresso il requisito di meritevolezza e ridotta la soglia di soddisfacimento dei creditori chirografari. Tali misure danno nuova linfa all'istituto del concordato, che viene sempre più utilizzato. Tuttavia, nonostante l'intenzione di promuovere ed incentivare la finalità risanatoria, l'utilizzo che si è fatto del concordato è stato prevalentemente liquidatorio

(oltre il 69% dei casi analizzati da Danovi *et al.*, 2018, nell'arco temporale 2009-2015), mentre l'obiettivo della continuità dell'attività d'impresa è stato perseguito nelle restanti situazioni, distinguendo i casi di continuità diretta (9%) da quelli di continuità indiretta (22%) (fig. 2).

Fig. 2 – Finalità del concordato



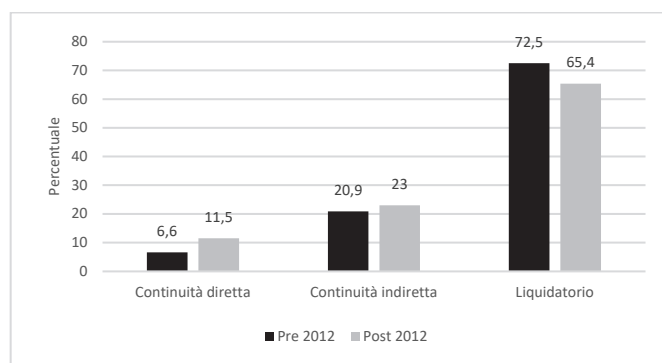
Fonte: Danovi *et al.*, 2018

Distinguendo le differenze di finalità del concordato preventivo in due distinti archi temporali, prima del 2012 e dopo il 2012, si nota poi un incremento di circa 7 punti percentuali della quota di concordati in continuità, ascrivibile soprattutto all'incremento dei concordati in continuità diretta (fig. 3). Il che potrebbe derivare dal fatto che, nel 2012, è stato introdotto il concordato con riserva *ex art.161, comma 6, l.f.*, ed è stato disciplinato puntualmente, attraverso l'*art.186-bis l.f.*, il concordato con continuità.

Infine, il 69% dei concordati proposti viene omologato: nel 12% dei casi non sono state raggiunte le maggioranze previste dalla legge per l'approvazione da parte dei creditori, mentre, nel 14% dei casi, il concordato è stato revocato; la restante quota di casi (5%) include le rinunce da parte del proponente.

Alla luce delle anzidette risultanze, possiamo assumere che l'uso degli SFP e dei relativi meccanismi di *engagement* avrebbe potuto incidere positivamente sulla quota sopraindicata, pari al 12%, in cui l'omologa non si è raggiunta a causa della mancata approvazione da parte dei creditori.

Fig. 3 – Ripartizione finalità concordato prima e dopo il 2012



Fonte: Danovi *et al.*, 2018

Non è da escludere, inoltre, che l'*engagement* avrebbe potuto produrre effetti anche sulla quota del 14%, ovvero quella riferita ai casi in cui il concordato è stato revocato in quanto un *engagement* continuo sui creditori favorisce un miglior monitoraggio sull'attuazione del piano concordatario.

Come si approfondirà successivamente, infatti, l'*engagement* favorito dall'utilizzo degli SFP esercita effetti positivi tanto nelle fasi pre-omologa quanto in quelle successive di post-omologa.

In linea generale, gli strumenti finanziari partecipativi (di seguito *breviter* anche "SFP"¹¹) costituiscono, dunque, un nuovo strumento per agevolare la raccolta di capitali attraverso canali di finanziamento diversi da quelli istituzionalizzati, allo scopo di reperire e, successivamente, erogare nuova finanza. Essi consentono ad un soggetto, sia un socio che un terzo, di partecipare al contratto sociale o sul piano patrimoniale o su quello amministrativo. Il soggetto che sottoscrive uno strumento finanziario partecipativo versa una somma alla società o esegue un altro apporto in cambio di uno strumento finanziario (che può essere incorporato o no in un titolo di credito) con il quale gli sono attribuiti diritti partecipativi patrimoniali ed amministrativi.

Gli SFP hanno una natura polivalente di talché non possono essere assimilati *tout court* né alle azioni, né alle obbligazioni.

¹¹ Sconosciuti fino alla riforma del diritto societario del 2003, e disciplinati in maniera frammentata principalmente negli artt. 2346 e 2351 c.c., che trattano "delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi", nell'art. 2349 c.c., che regola l'assegnazione di "azioni e strumenti" a favore dei prestatori di lavoro, nel 2376 c.c., riguardante le assemblee speciali, nel 2411 c.c., sui diritti degli obbligazionisti, nel 2447 c.c. e successivi riguardanti "patrimoni destinati ad uno specifico affare".

Si distinguono dalle azioni perché l'apporto non può essere in nessun caso imputato a capitale sociale, mentre può consistere in una prestazione di opera o di servizi, ed anche perché non è possibile dotare gli strumenti finanziari del diritto di voto generalizzato nell'assemblea dei soci.

Si distinguono dalle obbligazioni giacché la remunerazione degli obbligazionisti è fissa e prescinde dal fatto che la società abbia o meno realizzato utili, mentre la remunerazione degli strumenti finanziari è, normalmente, commisurata ai risultati sociali.

Inoltre, solo ai possessori di strumenti finanziari (e non pure agli obbligazionisti) può essere attribuito il diritto di partecipare alla vita sociale mediante l'esercizio del diritto di voto su specifici argomenti.

I diritti attribuiti ai titolari di strumenti finanziari partecipativi sono di duplice natura:

- patrimoniale: avendo ad oggetto la remunerazione dell'investimento effettuato in vario modo. Ad esempio, si può prevedere la destinazione di una quota di utili oppure la determinazione di una quota fissa. Altra ipotesi di remunerazione può essere collegata all'andamento economico della società;
- amministrativa: ad esempio, al titolare, può essere garantita una forma di controllo sull'investimento effettuato, traducendosi nella possibilità di domandare informazioni agli amministratori oppure di ispezionare i libri sociali.

La versatilità che caratterizza gli SFP ne agevola un largo utilizzo nelle operazioni di ristrutturazione del debito maturato dalle società in crisi nei confronti dei creditori, anche e, soprattutto, grazie alla mancanza di un vero e proprio corpo organico di norme che li disciplinano, lasciando, così, completamente "non regolato" un loro possibile utilizzo, con la conseguenza della mancata armonizzazione delle ricadute che l'impiego di questi strumenti può comportare sugli assetti societari, in particolare quelli riguardanti i delicati rapporti tra soci-azionisti e finanziatori-investitori.

In questo contesto, gli strumenti finanziari partecipativi diventano un potente strumento di *engagement* nel rapporto tra creditori e debitori, in quanto rafforzano la posizione dei creditori che, attraverso gli SFP, potranno partecipare più direttamente alla vita societaria, incidendo sulle dinamiche aziendali, nonché ottenere ulteriori vantaggi. A tale riguardo, va sottolineato che gli SFP potrebbero attribuire ai creditori benefici economico-finanziari legati ai risultati attesi nel periodo successivo all'esecuzione del piano concordatario in una logica di condivisione delle *performance* con il debitore oltre l'arco temporale di adempimento della proposta.

Con riferimento alla partecipazione alla vita societaria, va osservato che il ruolo dei creditori si modifica in seguito all'ingresso nella compagine

societaria di finanziatori dotati di strumenti finanziari partecipativi. Può essere attribuito, infatti, ai titolari degli SFP, il diritto di voto¹² su specifici argomenti e la possibilità di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.

In particolare, gli argomenti sui quali può essere previsto il voto dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, possono riguardare:

1. l'esercizio di diritti e prerogative autonomamente concessi alla collettività degli strumenti finanziari partecipativi (come ad esempio la nomina di un componente degli organi sociali);
2. l'approvazione di deliberazioni di competenza dell'assemblea ordinaria o straordinaria degli azionisti, fatta eccezione per l'approvazione del bilancio e la nomina e la revoca delle cariche sociali;
3. l'autorizzazione al compimento di determinati atti da parte degli amministratori, a prescindere dal fatto che lo statuto preveda o meno l'autorizzazione dell'assemblea ordinaria.

La disciplina dei diritti di voto che possono essere attribuiti agli strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), in ogni caso, è piuttosto scarna, prevedendo, in negativo, il divieto di attribuire agli SFP *“il voto nell'assemblea generale degli azionisti”* e, in positivo, la possibilità di dotare tali strumenti del *“diritto di voto su argomenti specificamente indicati”*, ivi incluso il diritto di nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco¹³.

¹² Una delle maggiori caratteristiche e peculiarità degli SFP riguarda la disciplina inerente il diritto di voto, che può essere attribuito agli strumenti finanziari partecipativi in forza della previsione dell'art. 2351, comma 5, c.c. Questi non può dare luogo ad un'unica deliberazione formata con il conteggio indiscriminato, e riferito ad un'unica base di calcolo, delle presenze e dei voti degli azionisti e dei titolari di strumenti finanziari partecipativi.

Qualora lo statuto (o il regolamento allegato) preveda che la volontà dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi debba formarsi in modo collegiale, il loro diritto di voto deve essere esercitato nell'ambito di un'assemblea separata da quella degli azionisti o quanto meno deve dar luogo a una deliberazione formata con un conteggio separato dei voti degli strumenti finanziari partecipativi, a prescindere dal fatto che lo statuto (o il regolamento ad esso allegato) disponga che la riunione degli azionisti e dei titolari di strumenti finanziari partecipativi debba o possa avvenire contestualmente nel medesimo luogo.

¹³ Il 7 novembre 2017 il Consiglio Notarile di Milano ha emanato sei massime che analizzano diversi aspetti caratteristici degli Strumenti Finanziari Partecipativi. In particolare, con riferimento al diritto di voto attribuito ai titolari di SFP *“su argomenti specificamente indicati”*, i notai milanesi ritengono che si tratti di un voto non cumulabile con quello degli azionisti nella formazione di un'unica delibera assembleare e che deve essere considerato separatamente. Alla luce di ciò viene ribadito come il voto dei titolari di questi strumenti deve essere esercitato in un'assemblea separata da quella degli azionisti o, quanto meno, *“deve dar luogo a una deliberazione formata con un conteggio separato dei voti degli strumenti finanziari partecipativi”*.

Con riferimento, invece, alla partecipazione ai risultati attesi, la massima 164, emanata dal consiglio Notarile di Milano, ha evidenziato come gli strumenti finanziari partecipativi possono anche non prevedere, a carico della società, l'obbligo di rimborso dell'apporto o del suo valore versato dal titolare dello strumento. Ciò significa che un apporto di danaro, a fronte della emissione di un SFP da parte di un socio o di un terzo, consente una forma di finanziamento che non è iscrivibile al passivo come una obbligazione o un mutuo rimborsabile (senza appesantire, quindi, il proprio *asset* debitorio). Resta il fatto che, agli stessi strumenti (con o senza diritto al rimborso), possono essere attribuiti uno o più diritti patrimoniali spettanti comunemente alle azioni¹⁴.

Secondo un altro enunciato (massima 165), gli SFP possono essere emessi a fronte di qualsiasi prestazione avente contenuto economico e di apporti che possono essere non solo precedenti e contestuali, ma anche successivi. È anche possibile l'emissione di strumenti senza apporto, ma solo nei casi espressamente previsti dalla legge e di emissione di strumenti finanziari partecipativi a favore di tutti i soci in via proporzionale tra loro.

Gli SFP, quindi, rappresentano una forma di *engagement* sia nella fase di pre-omologa, sia in quella di attuazione del Piano.

La fig. 4 riassume, in un'unica matrice, tutte le funzioni dell'attività di *engagement*: la prima e più importante distinzione attiene proprio al fattore temporale in cui l'*engagement* viene attuato, ovvero se prima o dopo l'omologa del concordato preventivo; le ulteriori distinzioni riguardano la natura dell'*engagement* (che può essere pubblico o privato) e l'intensità e la frequenza con cui può concretizzarsi (*hard* se più frequente, o *soft* se più limitato).

La matrice, pertanto, evidenzia ulteriormente come la poliedricità sia senza dubbio un elemento intrinseco dell'attività di *engagement*, tale da consentirne l'uso in fasi diverse, non solo dal punto di vista temporale, ma anche per quanto concerne la natura stessa.

Come già precedentemente anticipato, infatti, la letteratura ha classificato l'attività di *engagement* in tre principali dimensioni: natura, intensità e collocazione temporale; proprio quest'ultima è, però, quella più rilevante perché genera conseguenti distinzioni anche tra le altre due dimensioni.

Il debitore, infatti, può realizzare azioni di *engagement* nei confronti dei creditori in due fasi temporalmente distinte, ma con eguale successo e soddisfazione.

¹⁴ Come nel caso del diritto all'utile, del diritto alla distribuzione delle riserve, diritto al riparto del residuo attivo di liquidazione e/o altri diritti patrimoniali di diversa natura come interessi fissi, variabili o come diritto alla conversione in partecipazione sociale.

Fig. 4 – Le forme di engagement nel concordato

		NATURA DELL'ENGAGEMENT	
		PUBBLICA	PRIVATA
AZIONI PRECEDENTI L'OMOLOGA		<ul style="list-style-type: none"> ✍️ azioni informative ai fini dell'espressione del voto dei creditori ✍️ comunicazioni sulla validità e sugli effetti degli oggetti del concordato ✍️ analisi sugli effetti patrimoniali e di voto collegati agli SFP 	<ul style="list-style-type: none"> ✍️ Ricognizione dei creditori ✍️ contatti con i creditori per illustrare gli effetti del concordato
	AZIONI SUCCESSIVE L'OMOLOGA: L'ATTUAZION E DEL PIANO	<ul style="list-style-type: none"> ✍️ supporto nelle fasi di attuazione del piano concordato ✍️ lettere e comunicazioni sull'andamento del piano concordatario ✍️ Azioni di supporto per le convocazioni delle adunanze dei titolari di SFP 	<ul style="list-style-type: none"> ✍️ Azioni di supporto informativo verso i possessori di SFP ✍️ Azioni di supporto al voto verso i possessori di SFP ✍️ Controlli sul rendimento dell'investimento
		HARD / CONTINUA INTENSITÀ E FREQUENZA DELL'ENGAGEMENT	SOFT / DISCONTINUA

Fonte: ns. elaborazione

Prima dell'omologa del concordato, in forma pubblica e più impattante, può promuovere azioni finalizzate a favorire un compiuto esercizio del diritto di voto, informando i creditori attraverso lettere e comunicazioni in merito alla validità e agli effetti del concordato, o inviando analisi sugli effetti patrimoniali e di voto collegati agli SFP.

Sempre prima dell'omologa, ma in forma privata e meno "istituzionale" può effettuare in modo informale una ricognizione dei creditori o contattarli per illustrargli gli aspetti tecnicamente più complessi del piano alla base della proposta concordataria sempre al fine di consentire un'espressione del diritto di voto pienamente consapevole.

Successivamente all'omologa del concordato, invece, il debitore può pubblicamente offrire ai creditori supporto nelle fasi di attuazione del piano concordatario, inviare lettere e comunicazioni sull'andamento del piano e promuovere azioni per le convocazioni delle adunanze dei titolari di SFP; privatamente, invece, nei confronti dei titolari di SFP, può intraprendere azioni di supporto informativo e al voto, oltre a monitorare i rendimenti degli investimenti contenuti nel piano.

4. Casi di studio

Gli SFP, all'interno della procedura di concordato preventivo, possono rappresentare un'efficace azione di *engagement* del debitore verso il creditore. A

tal scopo, sono stati analizzati alcuni casi di aziende italiane che, negli ultimi anni, hanno deciso di ricorrere agli SFP per soddisfare i propri creditori.

In particolare, sono stati esaminati i casi di sei società, con i rispettivi regolamenti di emissione: Biancamano S.p.A., Gruppo Ceramiche Ricchetti S.p.A., EEMS Italia S.p.A., Stefanel S.p.A., Industria e Innovazione S.p.A. e CIS – Centro Ingrosso e Sviluppo S.p.A.

Sul punto va rilevato che il ridotto numero di casi trattati consente di esaminare l'unicità delle prospettive emerse nelle singole fattispecie, cogliendo segnali deboli utili alla costruzione di nuove proposte metodologiche. Lo studio dei casi, infatti, si è distinto in letteratura per la ricerca di specificità e non per la verifica di uniformità legate alla numerosità dei campioni trattati¹⁵.

I casi richiamati, però, non riguardano sempre procedure di concordato preventivo, ma attengono, più in generale, all'utilizzo degli SFP all'interno anche di altri strumenti di composizione delle crisi, quali gli accordi di ristrutturazione *ex art.182-bis l.f.* e i piani attestati *ex art.67, comma 3, lett.d) l.f.* Tale scelta è stata dettata dalla volontà di voler dimostrare la versatilità che caratterizza la natura degli strumenti finanziari partecipativi e che ne permette un vantaggioso utilizzo in diverse situazioni.

Come noto, nel caso degli accordi di ristrutturazione, è prevista una fase di negoziazione con i creditori ed una di omologazione dell'accordo da parte del Tribunale talché, pur non essendovi un'adunanza come nel concordato preventivo, le considerazioni formulate in ordine alle fasi nelle quali si articola l'attività di *engagement* (pre-omologa e post-omologa) non sono molto dissimili. Viceversa, nel piano attestato, non vi è nemmeno l'omologazione, ma, di regola, seppure da un punto di vista normativo non vi è nessuna disciplina al riguardo, anche in tale situazione vi è la formalizzazione di un accordo con i creditori (tipicamente finanziari); dunque, in tal caso, anziché distinguere un momento antecedente da uno successivo all'omologa, si possono individuare una fase precedente e una susseguente all'accordo con i creditori.

Poiché non esiste un modo per individuare l'esatto numero di società per azioni che hanno fatto ricorso a questi tipi di strumenti, la creazione del campione è avvenuta grazie ad una minuziosa analisi *desk*, condotta sul *web* e su

¹⁵ Il numero ridotto dei casi purtroppo è dipeso dalla recente applicazione dell'istituto degli SFP ai concordati in continuità. In ogni caso l'utilizzo del metodo dei casi, come già evidenziato dalla letteratura, e segnatamente da Lucio Sicca (1994), è fondamentale per l'accrescimento delle conoscenze sul management e sull'impresa. Napolitano (1994), in particolare, sottolinea che le ricerche su specifiche realtà di impresa ricoprono un ruolo propulsivo per l'evoluzione dell'economia d'impresa. Lo stesso Sicca sottolinea che: "lo studioso d'impresa, non più attraverso legge generali (o comunque attraverso la ricerca di uniformità) bensì attraverso l'unicità della specifica impresa (la ricerca di specificità) offre non solo il terreno per verificare o invalidare postulati teorici ma soprattutto un campo sperimentale per cogliere segnali deboli e, dunque, pervenire a nuove proposte metodologiche".

numerosi portali di informazione finanziaria, amministrativa e tributaria, oltre che su database finanziari come Bureau van Dijk e Bloomberg o tramite l'accesso al Registro delle imprese (dove è stato possibile ricavare copia dello statuto vigente e della delibera assembleare di approvazione del regolamento di emissione SFP).

Al fine di evidenziare le caratteristiche essenziali di tali emissioni ed i rispettivi regolamenti, si riportano cinque tabelle sinottiche nelle quali sono state trascritte le particolarità degli SFP utilizzati in relazione all'azienda campionata.

La seguente tabella riassuntiva (tab. 1) contiene le informazioni generali di ciascun regolamento di emissione degli SFP, riguardanti il settore in cui opera l'azienda, la motivazione posta alla base dell'operazione (ad esempio, concordato o accordo di ristrutturazione) e l'organo societario designato come competente a deliberare ed effettuare l'emissione. Non è stato possibile inserire la data in cui è stata assunta la delibera di emissione poiché, in molti casi, questa mancava del tutto, essendo presente solo il *file* contenente la modifica statutaria o il regolamento in sé.

La tab. 2 contiene le caratteristiche dei diversi diritti patrimoniali attribuiti agli SFP e riporta l'esistenza e la tipologia di diritto conferito per la partecipazione agli utili. In particolare, si rileva se i titolari di SFP partecipano, alla stregua degli azionisti, alla distribuzione degli utili societari e se i primi hanno un diritto di prelazione e/o maggiorazione rispetto ai secondi. È, inoltre, riportata la disciplina prevista in tema di incidenza delle perdite sull'eventuale riserva formata con gli apporti dei sottoscrittori. Infine, si segnala l'eventuale durata degli SFP, specificando se si tratta di un numero di anni prestabilito o se questa debba intendersi "pari a quella della società".

Tab. 1 – Caratteristiche generali riguardanti l'emissione degli SFP

	AZIENDA	SETTORE	PROCEDURA	COMPETENZA EMISSIONE	DATA DELIBERA
1	Biancamano S.p.A.	Igiene ambientale	Concordato preventivo	Assemblea straordinaria	27.10.2017
2	Gruppo Ceramiche Ricchetti S.p.A.	Industria	Piano di risanamento	Assemblea straordinaria	28.12.2018
3	EEMS Italia S.p.A.	Energia	Accordo di ristrutturazione	Assemblea straordinaria	29.01.2014
4	Stefanel S.p.A.	Abbigliamento	Accordo di ristrutturazione	Assemblea straordinaria	21.09.2017
5	Industria e Innovazione S.p.A.	Energia	Piano di risanamento	Assemblea straordinaria	28.06.2016
6	CIS S.p.A.	Servizi	Accordo di ristrutturazione	Assemblea straordinaria	23.02.2017

Fonte: ns. elaborazione

Tab. 2 – Dotazione di diritti patrimoniali e durata degli strumenti

	AZIENDA	PARTECIPAZIONE AGLI UTILI	INCIDENZA DELLE PERDITE SU RISERVA	DURATA DEGLI STRUMENTI
1	Biancamano S.p.A.	Si, come gli Azionisti	Si, solo dopo l'utilizzo di tutte le altre riserve. Azzeramento riserva SFP non comporta annullamento.	Pari a quella della società
2	Gruppo Ceramiche Ricchetti S.p.A	Si, con percentuale prestabilita in statuto	Si, utilizzo dopo riserve volontarie e prima di riserve legali e capitale sociale.	Pari a quella della società
3	EEMS Italia S.p.A.	Si, sugli utili distribuiti	Si, solo dopo l'utilizzo di tutte le altre perdite. Azzeramento riserva SFP non comporta annullamento.	Pari a quella della società
4	Stefanel S.p.A.	Si, in via prioritaria il 100% di ogni distribuzione fino ad una soglia prestabilita	Si, solo dopo l'utilizzo di tutte le riserve volontarie. Azzeramento riserva SFP non comporta annullamento.	Pari a quella della società. I diritti patrimoniali vengono meno se la società è ammessa a procedura concorsuale
5	Industria e Innovazione S.p.A.	Si, sugli utili distribuiti, come gli azionisti	Si, solo dopo l'utilizzo di tutte le altre riserve e prima di quella legale	Pari a quella della società o fino a conversione in obbligazioni
6	CIS S.p.A.	Si, nella misura del 99% sugli utili distribuiti	Non specificato	Fino al raggiungimento del 100% del relativo valore

Fonte: ns. elaborazione

La tab. 3 riporta le informazioni e i diritti amministrativi riconosciuti dall'emittente ai titolari di SFP, soffermandosi sulla partecipazione dei titolari di SFP all'assemblea dei soci, sull'eventuale ampliamento del diritto di "veto" spettante agli SFP rispetto a quanto previsto dall'articolo 2376 c.c. in tema di delibere pregiudizievoli ed, infine, sulla nomina ai sensi dell'articolo 2351, 5 comma, c.c.

Infine, la tab. 4 indica la presenza del principio di convertibilità in azioni e riassume i diritti amministrativi che rientrano nella prassi applicativa riservata ai possessori di strumenti finanziari partecipativi.

Tab. 3 – Dotazione di diritti amministrativi in generale

	AZIENDA	PARTECIPAZIONE ASSEMBLEA SOCI	DIRITTO DI VETO OLTRE LE DELIBERE PREGIUDIZIEVOLI	NOMINA EX ART.2351, COMMA 5
1	Biancamano S.p.A.	No diritto voto; partecipazione del rappresentante comune come osservatore	Sì, su operazioni straordinarie o modifica regolamento SFP	Sì, nomina di un componente del C.d.a. in via diretta
2	Gruppo Ceramiche Ricchetti S.p.A	No diritto voto; partecipazione del rappresentante comune come osservatore	Sì, per tutte le modifiche del regolamento SFP e in caso di nuove emissioni	No, solo rappresentante comune della categoria
3	EEMS Italia S.p.A.	No, solo assemblea speciale di categoria	No	Sì, un componente del C.d.a.
4	Stefanel S.p.A.	No	Sì, su operazioni straordinarie (M&A) e qualsiasi modifica anche non pregiudizievole dei diritti assunti	No, solo rappresentante comune della categoria
5	Industria e Innovazione S.p.A.	No diritto voto; partecipazione del rappresentante comune come osservatore e per comunicare decisioni assemblea speciale	Sì, nel caso di emissione di nuovi SFP o nel caso di modifiche al regolamento	Sì, in via diretta un componente del C.d.a. in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dal codice di autodisciplina, oppure un componente del collegio sindacale
6	CIS S.p.A.	No	Sì, sulle delibere riguardanti materie specificatamente indicate	Sì, in forma collegiale un sindaco effettivo e un sindaco supplente; per ogni categoria di SFP un componente del C.d.a.

Fonte: ns. elaborazione

Tab. 4 – Altre caratteristiche rilevanti

	AZIENDA	CONVERTIBILITÀ IN AZIONI	ALTRI DIRITTI AMMINISTRATIVI
1	Biancamano S.p.A.	Sì, in azioni ordinarie della società	Diritto di informativa identico a quello spettante a ciascun azionista. Diritto di prendere visione ed estrarre copia dei documenti depositati presso la sede sociale. Diritto di ricevere l'avviso di convocazione di ogni assemblea soci.
2	Gruppo Ceramiche Ricchetti S.p.A	No	Viene espressamente esclusa l'attribuzione di altri diritti amministrativi
3	EEMS Italia S.p.A.	Sì	Diritto di prendere visione ed estrarre copia dei documenti depositati presso la sede sociale. Diritto di informativa identico a quello spettante

			a ciascun azionista
4	Stefanel S.p.A.	No	Diritto di ricevere l'avviso di convocazione di ogni assemblea dei soci della società. Diritto di impugnare delibere su materie indicate.
5	Industria e Innovazione S.p.A.	Sì, in azioni ordinarie della società	Diritto di informativa identico a quello spettante a ciascun azionista. Diritto di informativa nel caso di operazioni particolari che possono modificare andamento azionario.
6	CIS S.p.A.	No	Diritto di richiedere e ottenere la convocazione dell'assemblea ordinaria e straordinaria della società, indicando nella richiesta gli argomenti all'ordine del giorno. Diritto di esaminare i libri sociali e i documenti relativi all'amministrazione della società. Diritto di impugnare le deliberazioni assembleari contrarie alla legge, allo statuto e al regolamento SFP.

Fonte: ns. elaborazione

Per meglio comprendere le diverse forme di *engagement*, ma, soprattutto, al fine di contestualizzarle nel panorama dei sopracitati casi di studio, nella fig. 5, le aziende selezionate in precedenza sono state inserite nella matrice concettuale (fig. 4) e suddivise in base all'intensità delle azioni di *engagement* attuate prima e dopo l'omologa del concordato preventivo/accordo di ristrutturazione o, nel caso di piano attestato, prima e dopo l'accordo con i creditori.

Nella matrice che segue, per completezza di analisi, le azioni di *engagement* sono state distinte in relazione alle fasi temporali del concordato.

Va altresì osservato che nella matrice sono contenuti anche casi riconducibili ad altre tipologie di strumenti di composizione delle crisi, quali accordi di ristrutturazione o piani attestati; ciò in quanto, in tutti questi casi, sebbene diversi tra loro, è dato identificare il ruolo chiave dell'*engagement* nelle diverse fasi che scandiscono il rapporto tra creditore e debitore.

Come si evince dalla fig. 5, c'è un sostanziale equilibrio tra le diverse intensità di *engagement* attuate dalle aziende selezionate.

Partendo dall'analisi inerente alle azioni pre-omologa, l'attività di *engagement* di Biancamano S.p.A. può considerarsi "*hard*" in virtù della modalità con cui ha deciso di trattare la partecipazione agli utili dei titolari di SFP, ovvero assimilandoli in tutto e per tutto agli azionisti.

È da considerarsi "*hard*" anche l'attività di *engagement* di EEMS Italia che concede ai titolari di SFP una partecipazione agli utili distribuiti.

Al contrario, sebbene nel caso specifico di Ceramiche Ricchetti si tratti di un piano attestato e non di concordato preventivo, la loro si può considerare un'attività di *engagement* ante accordo "*soft*" poiché prevede, per i titolari di SFP, una partecipazione agli utili in base ad una percentuale prestabilita nello statuto; analoga è la procedura di Stefanel che, invece, limita la distribuzione ad una soglia prestabilita.

Fig. 5 – Intensità e frequenza dell'engagement

		INTENSITÀ E FREQUENZA DELL'ENGAGEMENT	
		HARD /CONTINUA	SOFT / DISCONTINUA
AZIONI PRECEDENTI L'ACCORDO O L'OMOLOGA		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Biancamano S.p.A. ▪ EEMS Italia S.p.A. ▪ Industria e Innovazione S.p.A. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ CIS S.p.A. ▪ Ceramiche Ricchetti S.p.A. ▪ Stefanel S.p.A.
	AZIONI SUCCESSIVE L'ACCORDO O L'OMOLOGA: L'ATTUAZION E DEL PIANO	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Biancamano S.p.A. ▪ CIS S.p.A. ▪ Industria e Innovazione S.p.A. ▪ EEMS Italia S.p.A. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ceramiche Ricchetti S.p.A. ▪ Stefanel S.p.A.

Fonte: ns. elaborazione

Per quanto attiene all'engagement attuato dopo l'omologa del concordato, in questa fase può definirsi "hard" l'attività di CIS che, in base all'art. 2351, comma 5, c.c. (inerente al diritto di voto dei titolari di SFP), prevede la nomina di un sindaco effettivo e un sindaco supplente; analogamente, Biancamano ed EEMS Italia prevedono la nomina di un componente del consiglio di amministrazione, mentre leggermente diverso è l'approccio di Industria e Innovazione che statuisce la nomina, in via diretta, di un componente del consiglio di amministrazione in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dal codice di autodisciplina, oppure di un componente del collegio sindacale.

Al contrario, è sintomatico di un engagement "soft" e discontinuo, quanto attuato da Stefanel e Ceramiche Ricchetti, che non prevedono alcuna nomina specifica se non quella di un rappresentante comune della categoria dei titolari di SFP.

Sempre in riferimento alle aziende selezionate nel campione, si evidenziano alcune fattispecie particolarmente interessanti sull'uso degli SFP.

Nella Stefanel S.p.A., gli SFP sono emessi nel dicembre 2017, a seguito di un lungo percorso di ristrutturazione aziendale, iniziato nel 2008. Gli strumenti finanziari partecipativi sono emessi per un importo massimo di 15.000.000,00 e sono offerti in sottoscrizione a River Tre S.p.A. ed alle

Banche che detengono il debito consolidato. Tutti gli SFP devono essere sottoscritti e, contestualmente, liberati mediante apporto in denaro o anche tramite compensazione volontaria dei crediti vantati da ciascun sottoscrittore nei confronti della società.

Gli SFP Stefanel¹⁶ attribuiscono ai titolari:

- il diritto di percepire, con priorità rispetto alle azioni rappresentative del capitale sociale, il 100% delle distribuzioni, sino a che i titolari non abbiano percepito un importo complessivo pari alla soglia di SFP;
- il diritto a percepire, dal momento in cui sia stata raggiunta la soglia SFP, il 15% delle distribuzioni di pari passo con le azioni rappresentative del capitale sociale;
- il diritto di partecipare, in sede di scioglimento della società, alla ripartizione del residuo attivo di liquidazione (inclusa la riserva a loro nome, se esistente).

Per quanto riguarda la Gruppo Ceramiche Richetti, invece, all'interno di un accordo di ristrutturazione dei debiti, gli strumenti finanziari partecipativi sono riservati alla sottoscrizione da parte di Quattro R SGR S.p.A., per un importo complessivo di Euro 33.939.681,00, da liberare mediante apporto in denaro o attraverso la compensazione dei crediti vantati nei confronti della società. Anche in questo caso, il regolamento di emissione si spinge oltre la semplice previsione di una “partecipazione agli utili societari”, prevedendo un complesso meccanismo di remunerazione.

Nel caso di dismissioni di maggioranza, di quotazione e/o di effettuazione di una distribuzione (utili o riserve), spetterà ai titolari di SFP il diritto di ricevere una porzione dell'eventuale eccedenza¹⁷.

Dal campione esaminato si evince, come già accennato in precedenza, che i limiti imperativi riguardanti il “divieto di voto” e di “partecipazione alle assemblee generali” risultano effettivamente rispettati in quanto, in nessun caso, si riscontra la possibilità di concedere il diritto di voto all'interno

¹⁶ Si precisa che il tentativo di risanamento di Stefanel non ha prodotto gli effetti sperati in quanto la società è stata ammessa alla procedura di amministrazione straordinaria; ciò evidentemente non altera le precedenti considerazioni svolte sulla validità del *creditor engagement*.

¹⁷ Tale diritto è così determinato:

- qualora l'eccedenza non supera l'importo di Euro 10.000.000,00, i titolari di SFP avranno diritto di ricevere il 60% di detto importo;
- qualora residui un'eccedenza compresa tra Euro 10.000.000,00 e Euro 20.000.000,00, i titolari di SFP avranno diritto di ricevere il 50% di detto importo;
- qualora residui un'eccedenza compresa tra Euro 20.000.000,00 e Euro 30.000.000,00, i titolari di SFP avranno diritto di ricevere il 40% di detto importo;
- qualora residui un'ulteriore eccedenza di importo superiore a Euro 30.000.000,01, i titolari di SFP avranno diritto di ricevere il 30% di detto importo.

dell'assemblea generale degli azionisti, consentendo, esclusivamente, la sola partecipazione del rappresentante comune degli SFP come osservatore o per comunicare le decisioni assunte dall'assemblea speciale.

Non si riscontrano, quindi, casi di ingerenza all'interno della gestione societaria talché resta inalterato il potere degli azionisti di decidere l'indirizzo strategico da intraprendere.

La situazione è differente nel caso di diritto di “voto su argomenti specificatamente indicati” e possibilità di “nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco”, in quanto sono stati riscontrati casi che attribuiscono espressamente questo potere ai titolari di SFP: ad es. Industria e Innovazione e Biancamano.

Nella prima delle due società in questione, il regolamento di emissione, dopo aver disposto il divieto di “voto” all'interno dell'assemblea ordinaria e/o straordinaria dei soci, precisa che i titolari di SFP possono nominare:

- un componente del consiglio di amministrazione, in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana S.p.A., che ricoprirà la carica di vicepresidente non esecutivo ed al quale sarà riservata anche la carica di presidente del comitato controllo e rischi;
- un componente del collegio sindacale, che ricoprirà la carica di “presidente” laddove lo stesso non sia indicato dalla minoranza, come previsto ai sensi della normativa di legge.

Inoltre, sempre all'interno dello stesso regolamento, sono previsti altri diritti amministrativi denominati “minori”, che comprendono:

- l'approvazione delle delibere riguardanti l'emissione di nuovi SFP con esclusione del diritto di opzione;
- il diritto a ricevere periodicamente adeguata informazione sulle operazioni che possono influenzare l'andamento delle quotazioni;
- il diritto ad esprimere un parere non vincolante per mezzo del rappresentante comune degli SFP all'interno dell'assemblea ordinaria degli azionisti;
- il diritto di intervento in assemblea come uditore e per esprimere il parere proveniente dall'assemblea speciale di categoria in relazione ad ogni materia che risulti di interesse degli strumentisti.

Industria e Innovazione S.p.A., ad esempio, è in grado di offrire ai sottoscrittori degli SFP un “reale potere di controllo” sulle operazioni societarie, dato che la nomina esprime ben due componenti nelle cariche sociali, riservando loro ruoli di primaria importanza.

Passando al regolamento emanato dalla società Biancamano S.p.A, si può notare come, anche in questo caso, sia riservato ai possessori di strumenti finanziari partecipativi la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione e l'attribuzione di diritti amministrativi minori diversi dal diritto di voto in assemblea generale degli azionisti.

A questi soggetti, gli SFP attribuiscono diversi diritti di natura informativa come:

- diritto di informativa identico a quello spettante a ciascun azionista ordinario della società;
- diritto di prendere visione ed estrarre copia, previa delibera dell'assemblea speciale dei titolari di SFP, di tutta la documentazione che deve essere depositata presso la sede legale della società, quale i bilanci di esercizio e le relazioni dell'organo amministrativo, del collegio sindacale e della società di revisione;
- diritto di ricevere l'avviso riguardante la convocazione di ogni assemblea dei soci, sia ordinaria che straordinaria.

Infine, è previsto che l'assemblea speciale dei titolari approvi le deliberazioni dell'assemblea dei soci che hanno ad oggetto materie specifiche come:

- scissione, fusione, trasformazione, acquisizione o cessione di azienda e/o rami di azienda;
- messa in liquidazione volontaria della società;
- riduzione e/o aumento del capitale sociale;
- emissione di altri strumenti finanziari partecipativi;
- eventi che comportano il venir meno della quotazione delle azioni.

Un caso particolare, non contemplato nei precedenti, ma particolarmente rilevante ai fini della presente ricerca, è rappresentato dalla CMC, società romagnola attiva nel settore delle grandi costruzioni, che ha presentato un piano di concordatario finalizzato “alla soddisfazione integrale dei creditori in pre-deduzione, di quelli privilegiati e dei fornitori strategici, ma anche la soddisfazione parziale e non monetaria degli altri creditori chirografari, con l'attribuzione di strumenti finanziati partecipativi”. Nel giugno 2019, il Tribunale di Ravenna ha ammesso la società romagnola alla procedura di concordato preventivo, che ora dovrà passare al vaglio dell'adunanza dei creditori entro l'estate 2020.

Il piano si basa sulla salvaguardia della continuità aziendale attraverso la generazione dei relativi flussi di cassa, il recupero dei *claims* e degli altri crediti, alcune dismissioni (in particolare immobiliari) ed un massiccio ricorso agli strumenti finanziari partecipativi per soddisfare parte delle pretese dei tanti creditori (il debito totale è di quasi 2 miliardi di euro).

Il caso CMC assume rilevante importanza non solo per il ruolo fondamentale che gli SFP ricoprono nel piano concordatario, ma soprattutto per un loro particolare utilizzo: infatti, in attesa dell'omologa, CMC ha deliberato la possibilità di conversione degli SFP in obbligazioni della società per tutti i creditori chirografari (Classi 2-3-4-5) che ne diverranno titolari per effetto dell'omologazione del concordato preventivo in continuità diretta. Se gli SFP danno diritto al soddisfacimento di minimo il 10% del credito entro

dieci anni (mediante la distribuzione della cassa disponibile ogni anno sulla base delle risultanze contabili), le obbligazioni avranno una durata di cinque anni e dovranno essere rimborsate alla scadenza.

Tale iniziativa è finalizzata a migliorare la proposta concordataria – che prevede la soddisfazione dei creditori in pre-deduzione, di quelli privilegiati e dei fornitori strategici nell’arco di due anni per i creditori chirografari. Invero, per tali soggetti, il piano ha fatto leva sugli SFP, attribuendo ai titolari l’esercizio di un ruolo nella governance aziendale attraverso l’acquisizione di diritti amministrativi: ovvero la possibilità di designare fino ai tredicesimi del consiglio di amministrazione e di nominare il presidente del collegio sindacale, oltre a quella di potere intervenire nell’assemblea dei soci, ma con peso massimo del voto al 30%.

Dal punto di vista patrimoniale, i diritti sono legati alla partecipazione agli utili e al riparto finale per gli esercizi dal 2021 al 2030: tutto si estinguerà, quindi, con l’approvazione del bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2030. Il soddisfacimento minimo garantito sarà del 10% legato a un’obbligazione. L’adempimento dell’obbligazione concordataria è legato a un piano economico-finanziario che prevede la prosecuzione delle commesse in corso e l’acquisizione di nuove.

4. Conclusioni

L’analisi dei casi sottolinea che l’intrinseca natura trasversale sia una delle principali e più importanti caratteristiche degli SFP: infatti, le sei aziende oggetto di analisi operano, per la maggior parte, in settori assai variegati, a dimostrazione del fatto che gli SFP non sono utilizzabili, esclusivamente, in operazioni di semplice raccolta finanziaria, ma possono acquisire un ruolo chiave anche nell’ambito degli strumenti di composizione delle crisi, quali, a titolo esemplificativo, il concordato preventivo, l’accordo di ristrutturazione o il piano di risanamento, che ne certificano tanto la validità quanto la poliedricità.

I risultati dell’indagine mostrano che gli strumenti finanziari partecipativi sono sempre più utilizzati per azioni di *engagement* nelle complesse operazioni di ristrutturazione, sia in forma puramente negoziale con i principali creditori, sia attraverso l’utilizzo delle sopraccitate “soluzioni” offerte dalla legge fallimentare, inclusi accordi di ristrutturazione del debito e piani di risanamento.

Si rileva anche come i creditori (istituti bancari o fornitori) delle società in difficoltà, a seguito della rinuncia totale o parziale dei crediti vantati nei confronti del debitore, accettino di ricevere strumenti finanziari partecipativi, motivati dai seguenti vantaggi, sia a favore del creditore che del debitore:

- la possibilità di evitare una diluizione dell’assetto proprietario in quanto la loro emissione, al contrario delle azioni, non comporta un ulteriore frazionamento del capitale sociale;
- assicurare una piena patrimonializzazione o ricapitalizzazione della società oggetto del piano concordatario;
- garantire al creditore originario il conferimento di diritti amministrativi e patrimoniali in cambio della rinuncia al credito vantato.

La chiave di lettura dell’*engagement* come forma di sollecitazione degli accordi nelle sue varie forme trova quindi evidenza nella emissione degli SFP che possono rappresentare un utile strumento negoziale per garantire continuità all’azienda in difficoltà, sia nella fase che precede l’omologa del piano concordatario, sia in quella relativa all’attuazione dello stesso.

Con riferimento a quest’ultimo aspetto, ad esempio, interessante è il cambio di posizione del creditore che, in alcune situazioni, ovvero quando lo strumento finanziario partecipativo presenta connotazioni simili all’*equity*, diventa quasi azionista partecipando alla vita ed alla continuità dell’azienda.

In altre parole, in tali situazioni, il rapporto tra creditore e debitore diviene ancora più complesso e articolato in quanto il primo può arrivare ad esercitare tre ruoli: creditore destinatario di una proposta concordataria che contempla un soddisfacimento in termini pecuniari; fornitore, in caso di prosecuzione del rapporto contrattuale; quasi-azionista, qualora lo strumento finanziario partecipativo offra al detentore diritti non molto dissimili da quelli tipici dei titolari di capitale di rischio.

Ciò premesso il lavoro non è privo di limiti; i casi, infatti, pur essendo esemplificativi e, soprattutto, diversi tra loro, sono troppo pochi per fornire un completo quadro rappresentativo.

Va, tuttavia, evidenziato che l’obiettivo del lavoro è avviare una prima riflessione sull’applicazione degli SFP come meccanismo di facilitazione del *creditor engagement*.

Pertanto, si rinvia a future ricerche finalizzate ad ampliare la raccolta di dati attraverso l’analisi di nuovi casi di studio, così da dimostrare ulteriormente come gli strumenti finanziari partecipativi rappresentino un valido strumento di *engagement* nel rapporto tra debitore e creditore.

L’approfondimento delle problematiche e delle criticità sottostanti a tali complessi rapporti può costituire, in prospettiva, un ambito di ricerca assai interessante per fornire, sia tramite riflessioni teoriche che mediante indagini empiriche, ulteriori contributi diretti a favorire, in una logica istituzionale e non meramente contrattuale, un aumento delle probabilità di superamento delle crisi.

Riferimenti bibliografici

- AA.VV. (2019). *Fallimento e Crisi d'Impresa*. Ipsoa.
- Ambrosini S., Tron A. (2016). *Piani di ristrutturazione dei debiti e ruolo dell'attestatore alla luce dei Principi di attestazione e della riforma del 2015*. Zanichelli, Torino.
- Apice U. (2011). *Trattato delle procedure concorsuali*. Vol. III, Torino: Giappichelli.
- Barile S. (2008). *L'impresa come sistema. Contributi sull'ASV*. Torino: Giappichelli.
- Barile S., Sancetta G. (2018). *Management*. Torino: Giappichelli.
- Brodi E. (2018). Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente sistema di allerta e composizione. Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, n. 440. DOI: 10.2139/ssrn.3212650.
- Campobasso G.F. (2014). *Diritto Commerciale 3, Contratti Titoli di credito Procedure concorsuali*. V edizione. UTET Giuridica, p. 423 e ss.
- Castelli C., Micucci G., Rodano G., Romano G. (2016). Il concordato preventivo in Italia: una valutazione delle riforme e del suo utilizzo. Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 316. DOI: 10.2139/ssrn.2766310.
- Cucari N. (2018). *Lo shareholder engagement negli studi di corporate governance*. Milano: Franco Angeli.
- Danovi A. (2012). Il concordato preventivo dopo le modifiche del decreto sviluppo in: *Il nuovo concordato preventivo a seguito della riforma*, a cura di SAF, ODCEC di Milano, I Quaderni, n. 43.
- Danovi A. (2014). *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*. Milano: Giuffrè.
- Danovi A., Giacomelli S., Riva P., Rodano G. (2018). Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo. In: *Questioni di economia e finanza della Banca d'Italia*, p. 430. DOI: 10.2139/ssrn.3165491.
- Danovi A. (2020). Il concordato preventivo quale strumento di ristrutturazione. Alcuni dati empirici prima della riforma. In: AA.VV., *Contributi in onore di Gaetano Maria Golinelli*, pp. 393-408. Napoli: Rogiosi Editore.
- Esposito De Falco S. (2003). *Il potenziamento della governance nell'impresa sistema vitale*. Edizioni Scientifiche Italiane.
- Esposito De Falco S. (2012). *Genesi ed evoluzione dell'impresa. Principi e casi esplicativi*. Padova: Cedam.
- Esposito De Falco S. (2014). *La corporate governance per il governo dell'impresa*. Milano: McGraw Hill Education.
- Esposito De Falco S. (2017). *I rapporti di potere nel sistema proprietario: il difficile equilibrio tra maggioranza e minoranza*. Padova: Cedam.
- Esposito De Falco S., Cucari N., Carbonara S. (2018). Shareholder engagement e co-creation. Un'analisi su un campione di imprese quotate. *Sinergie*, vol. 36, n.106, pp. 41-59. DOI: 10.7433/s106.2018.03.
- Fabiani M. (2001). Il rapporto fra la nuova amministrazione straordinaria e le procedure concorsuali minori. In: *La riforma delle amministrazioni straordinarie e le altre procedure concorsuali minori*, Atti del convegno Sisco, Milano: Giuffrè.

- Fimmanò F. (2014). Contratti d'impresa in corso di esecuzione e concordato preventivo in continuità. *Diritto Fallimentare*, n. 2-2014, p. 227.
- Gatti C. (2008). *Le negoziazioni nel governo dell'impresa. Verso un modello di analisi*. Padova: Cedam.
- Golinelli G.M. (2000). *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale*. Vol.1. Padova: Cedam.
- Manuelides Y. (2018). Debtor–creditor engagement in sovereign restructurings. *Capital Markets Law Journal*, Vol. 13, No. 3. DOI: 10.1093/cmlj/kmy020.
- Mewse A., Lea S., Wrapson W. (2010). First steps out of debt: Attitudes and social identity as predictors of contact by debtors with creditors. *Journal of Economic Psychology*, n. 31, pp. 1021-1034. DOI: 10.1016/j.joep.2010.08.009.
- Nigro A., Vattermoli D. (2017), *Diritto della crisi delle imprese (Le procedure concorsuali)*. IV edizione, p. 345 e ss. Bologna: Il Mulino.
- Renzi A., Sancetta G., Gennaro A. (2012). *Costo del capitale e governo dell'impresa, Fondamentali aziendali e comunicazione d'impresa nella prospettiva rischio rendimento*. Torino: Giappichelli.
- Sancetta G. (2007). *Gli intangibles e le performance dell'impresa. Verso nuovi modelli di valutazione e di comunicazione nella prospettiva sistemica*. Padova: Cedam.
- Sancetta G. (2016). La struttura della relazione di attestazione. In: Ambrosini S., Tron A. (a cura di), *Piani di ristrutturazione dei debiti e ruolo dell'attestatore alla luce dei Principi di attestazione e della riforma del 2015*. Torino: Zanichelli.
- Sancetta G. (2020). Introduzione: i processi di ristrutturazione nel governo dell'impresa. In: AA.VV., *Contributi in onore di Gaetano Maria Golinelli*. Napoli: Rogiosi Editore.
- Schianchi A. (1997). *Le strategie della razionalità. Una introduzione alla teoria dei giochi*. Roma: La Nuova Italia Scientifica.
- Sebenius K. (1992). Negotiation analysis: a characterization and review. *Management Science*, vol. 38, n.1, pp. 18-38. DOI: 10.1287/mnsc.38.1.18.
- Sicca L. (1994). Evoluzione degli studi di economia d'impresa e dei metodi di ricerca. In: Mele R. e Sicca L. (a cura di), *Gli studi di economia d'impresa in Italia. Contributi a un dibattito in corso*. Padova: Cedam.
- Sugden R. (2000). Team Preferences. *Economics and Philosophy*. Vol.16, n.2, pp. 175-204. DOI: 10.1017/S0266267100000213.
- Waibel M. (2018). To formalize or not to formalize: creditor-debtor engagement in sovereign debt restructurings. *Capital Markets Law Journal*, Vol. 13, No. 3. DOI: 10.1093/cmlj/kmy014.