

Postergazione dei finanziamenti anomali e prestito obbligazionario

Niccolò Baccetti – Professore Associato di diritto commerciale nell'Università degli Studi di Milano

Bussola: Postergazione dei finanziamenti anomali dei soci; applicabilità della postergazione legale alla s.p.a. non soggetta a direzione e coordinamento; applicabilità della postergazione legale ai prestiti obbligazionari.

Sommario: Introduzione. Gli orientamenti che escludono l'applicabilità della postergazione dei finanziamenti anomali dei soci alle emissioni di prestiti obbligazionari. – Il problema dell'applicabilità della postergazione dei finanziamenti anomali dei soci alla s.p.a. non soggetta a direzione e coordinamento – (*Segue*): rilievi critici. – Le ragioni dell'affermata incompatibilità tra postergazione legale e prestiti obbligazionari: i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni. – (*Segue*): la specialità delle obbligazioni convenzionalmente subordinate. – (*Segue*): la natura cartolare e di massa dello strumento obbligazionario. – (*Segue*): prestiti obbligazionari convertibili e convertendi – Conclusioni.

Abstract: è stato recentemente sostenuto che i prestiti obbligazionari di s.p.a. non sono soggetti alla postergazione dei finanziamenti anomali dei soci (artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.) per vari profili di incompatibilità tra le rispettive discipline. In particolare, tale soluzione è argomentata in base ai limiti quantitativi all'emissione dei prestiti obbligazionari, al carattere speciale della disciplina delle obbligazioni subordinate, alla natura cartolare e di massa del prestito obbligazionario, nonché alle particolari condizioni che regolano i prestiti con facoltà od obbligo di conversione in azioni. Il contributo compie una ricostruzione dei criteri tipologici che governano l'applicabilità della postergazione dei finanziamenti anomali nelle società di capitali ed esamina i profili dell'ipotizzata incompatibilità tra postergazione e prestiti obbligazionari. All'esito di tale analisi, si fornisce una soluzione al problema che appare prevalentemente fondata sulle condizioni che consentono di applicare, in via analogica o diretta, la postergazione dei finanziamenti anomali alla s.p.a. non soggetta a direzione e coordinamento.

Introduzione. Gli orientamenti che escludono l'applicabilità della postergazione dei finanziamenti anomali dei soci alle emissioni di prestiti obbligazionari

Si va recentemente formando un orientamento delle corti di merito che esclude l'assoggettabilità del prestito obbligazionario di s.p.a. alla postergazione dei finanziamenti anomali dei soci (cfr. Trib. Bologna, 9 marzo 2016, 1 ss., inedita; Trib. Milano, 25 luglio 2014, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1313 ss., con nota di G. Domenichini-M.M. Pratelli, *Prestito obbligazionario e postergazione legale* (da cui si cita), nonché in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, II, 155 e ss., con nota di G. Balp, *Prestiti obbligazionari e finanziamenti dei soci «in qualsiasi forma effettuati»: sulle ragioni della difficoltosa convivenza delle rispettive discipline*).

La soluzione è in linea di principio condivisa anche dalla dottrina che, tuttavia, come si vedrà più avanti, pone alcune distinzioni sul piano argomentativo (oltre agli Autori citati *supra*, cfr. E. Pedersoli, *Sulla nozione di "finanziamento" ai fini*

dell'applicazione della regola di postergazione, in *Giur. comm.*, I, 2013, 1202 e ss.).

La tesi è sorretta da una serie di motivi che dimostrerebbero un'incompatibilità assoluta e strutturale tra la disciplina che reprime la sottocapitalizzazione nominale (artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.) e quella che governa la vicenda obbligazionaria (art. 2410 c.c. ss.).

Un primo ordine di ragioni viene individuato nei limiti quantitativi all'emissione del prestito obbligazionario che, secondo tale indirizzo, sarebbero volti a "scongiorare quel rischio che anche l'art. 2467 c.c. intende evitare e cioè che con l'emissione di obbligazioni si verifichi un eccessivo squilibrio tra patrimonio netto e indebitamento con conseguente trasferimento del rischio di impresa sui creditori" (così Trib. Bologna, 9 marzo 2016, cit., 5; cfr. altresì Trib. Milano, 25 luglio 2014, cit., 1314, ove si precisa che, con i limiti all'emissione, "il sistema intende assicurare la sussistenza di condizioni finanziarie e patrimoniali della società emittente tali da garantire il pagamento delle obbligazioni alla scadenza").

In secondo luogo, i caratteri di specialità e incompatibilità della disciplina obbligazionaria sono riconosciuti nella sua idoneità a regolare anche i prestiti convenzionalmente subordinati (art. 2411, comma 1, c.c.). In tale prospettiva, infatti, quando il finanziamento è effettuato mediante sottoscrizione di un prestito obbligazionario, la postergazione legale finirebbe per arretrare a favore di una soluzione fondata sull'autonomia privata che "rimette [esclusivamente] alla valutazione della società, al momento dell'emissione, [la decisione di disporre un'eventuale] postergazione degli obbligazionisti ad altri crediti" (così Trib. Milano, 25 luglio 2014, cit., 1314; nello stesso senso, cfr. anche Trib. Bologna, 9 marzo 2016, cit., 5).

Inoltre, l'impossibilità di assimilare il prestito obbligazionario a un finanziamento anomalo viene desunta dalla particolare "situazione sottostante di prestito generalizzato e apersonalistico", nonché dalla "natura cartolare" del titolo obbligazionario quale strumento che favorisce la trasferibilità del credito a terzi e la sua successiva circolazione sul mercato. Tali caratteristiche tipologiche, infatti, sarebbero sostanzialmente incompatibili con il regime restitutorio imposto dalla postergazione (art. 2467, comma 1, c.c.) (cfr. Trib. Bologna, 9 marzo 2016, cit., 5; Trib. Milano, 25 luglio 2014, cit., 1314).

Infine, l'irriducibilità del prestito obbligazionario alla postergazione legale è affermata anche in ragione del regime di convertibilità del prestito in azioni, poiché "la previsione *ab origine* secondo modalità e tempi stabiliti dalla società emittente di conversione del credito in capitale di rischio rende viepiù arduo prefigurare il fine opportunistico del socio imprenditore che si vuole sotteso alla previsione sanzionatoria dell'art. 2467 c.c.", ovvero di promuovere una sottocapitalizzazione nominale della società per far in modo che "il rischio correlato alla gestione d'impresa priva di mezzi propri sia scaricato sui terzi creditori" (Trib. Bologna, 9 marzo 2016, cit., 4-5; per analoghi rilievi, cfr. anche Trib. Milano, 25 luglio 2014, cit., 1314).

Il problema dell'applicabilità della postergazione dei finanziamenti anomali dei soci alla s.p.a. non soggetta a direzione e coordinamento

La questione dell'assoggettabilità del prestito obbligazionario al regime repressivo della sottocapitalizzazione nominale (artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.) presuppone, sul piano logico-giuridico, l'applicazione della postergazione legale alle società azionarie. E se è vero che tale soluzione è espressamente disposta dall'ordinamento quando il socio finanzia la s.p.a. eterodiretta (art. 2497-*quinquies* c.c.), è altrettanto vero che il problema del prestito obbligazionario è destinato ad assumere una portata più ampia e generale ove, al ricorrere di determinate condizioni di "imprenditorialità" della partecipazione del socio finanziatore, la postergazione del finanziamento anomalo sia ritenuta espressione di una disciplina applicabile in via interpretativa anche alla società azionaria non soggetta a direzione e coordinamento.

La questione, che per semplicità è qui affrontata solo per la s.p.a., ha dato origine a un ampio dibattito interpretativo culminato di recente in un'importante arresto della Suprema Corte che dispone "per estensione o per analogia" la postergazione dei finanziamenti anomali anche alle s.p.a. per così dire indipendenti, ovvero che esercitano la propria attività imprenditoriale senza rispondere alle politiche di un gruppo societario rilevante (art. 2497-*quinquies* cod. civ.) (Cass. civ., 7 luglio 2015, n. 14056; per un più ampio quadro delle varie posizioni interpretative, v. *infra* la guida all'approfondimento).

Poiché, come si vedrà più avanti, i termini con cui la postergazione può essere applicata alle società azionarie indipendenti rilevano anche ai fini del problema della postergabilità legale dei prestiti obbligazionari, è bene ripercorrere, in estrema sintesi, i passaggi essenziali che sorreggono la decisione dei giudici di legittimità.

Nella ricostruzione della Suprema Corte, posto che "l'integrazione del diritto, per estensione o per analogia, attiene al rapporto tra le norme e i fatti, piuttosto che al rapporto tra modelli normativi", il problema dell'applicabilità dell'art. 2467 cod. civ. alle s.p.a. indipendenti è risolto, non "con un riferimento ad astratti modelli di società", bensì in base a una valutazione concreta della "conformazione effettiva di ciascuna specifica compagine sociale", come del resto dimostrato dall'irrilevanza del tipo societario in caso di direzione e coordinamento (art. 2497-*quinquies* c.c.). Da tale indicazione normativa, infatti, si desume che "il riferimento al «tipo» di società non può essere di per sé ostativo all'applicazione della norma dettata dall'art. 2467 c.c.", dovendosi invece "verificare in concreto se una determinata società esprima un assetto dei rapporti sociali idoneo a giustificare l'applicazione". Occorre in altri termini valutare se "i presupposti indicati dagli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. possano in concreto verificarsi anche rispetto al socio di società per azioni". E poiché "ai diversi «modelli» di società possono corrispondere realtà economiche molto diverse, non determinate dalla forma prescelta", nulla vieta che l'organizzazione azionaria possa essere

adottata per esercitare "imprese di modeste dimensioni [...] con compagini sociali familiari o comunque ristrette («chiuse»)». In tali realtà socio-economiche, infatti, è possibile ricercare presupposti analoghi a quelli che giustificano l'applicazione della postergazione legale nella s.r.l. in coerenza con la *ratio* della disciplina, ovvero con l'esigenza di reprimere le condotte traslative del rischio d'impresa su creditori e terzi mediante "fenomeni di sottocapitalizzazione nominale in società "chiuse" [...] determinati dalla convenienza dei soci a ridurre l'esposizione al rischio d'impresa, ponendo i capitali a disposizione della società nella forma del finanziamento anziché in quella del conferimento [...]".

All'esito di tale ragionamento, tuttavia, la Suprema Corte non indica i presupposti che, in tale ricostruzione, consentono di assoggettare a postergazione anche i finanziamenti anomali concessi alla s.p.a. non eterodiretta. Ponendo l'onere della prova in capo a chi agisce in postergazione, infatti, i giudici di legittimità osservano che "il riferimento al solo modello di società" per azioni "è destituito di fondamento", dovendosi disporre l'arretramento del credito anomalo per il solo fatto che il socio finanziatore "neppure deduce" in che termini "l'effettivo assetto sociale" dell'impresa finanziata possa "risultare ostativo all'applicazione della norma sulla postergazione".

(Segue): rilievi critici

La decisione della Suprema Corte solleva questioni complesse che attengono alla possibilità di adottare un metodo tipologico nelle ricostruzioni interpretative delle fattispecie societarie. In ultima istanza, infatti, si tratta di risolvere un delicato conflitto tra esigenze di congruità dell'ordinamento ed esigenze di certezza giuridica nelle regole di ripartizione del rischio d'impresa (per una più ampia analisi, sia consentito rinviare a N. Baccetti, *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione nominale nelle società per azioni indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 864 ss.).

In un contesto che resta inevitabilmente esposto a estrema incertezza interpretativa, la pronuncia dei giudici di legittimità solleva riflessioni di segno diverso.

Da un lato, la scelta di assoggettare alla postergazione anche i soci c.d. imprenditori di s.p.a. indipendenti risponde a una ricostruzione del problema che appare complessivamente coerente ed equilibrata. In tal modo, infatti, si privilegiano esigenze di eguaglianza nel trattamento dei creditori deboli di fronte ad analoghe condotte di sottocapitalizzazione nominale che appaiano meritevoli di maggior tutela rispetto al possibile affidamento che il socio finanziatore e i creditori forti possono riporre sulla stabilità di una regola che esclude radicalmente la postergazione nella s.p.a. non eterodiretta.

Dall'altro lato, non poche perplessità emergono in relazione all'inversione dei modelli normativi di partenza che i giudici di legittimità attuano quando estendono la postergazione a tutte le s.p.a. non eterodirette, a meno che i

finanziatori anomali a cui è rivolta la pretesa di postergazione riescano a dimostrare che, nel caso concreto, la loro partecipazione alla s.p.a. finanziata è per così dire coerente con la disciplina del *nomen iuris*, ovvero con le caratteristiche tipologiche del modello legale della società azionaria che, nel disegno del legislatore, giustificano l'esclusione della regola di postergazione.

Sotto questo profilo, appare maggiormente conforme al quadro normativo (artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.) un'impostazione che inverte l'onere della prova applicato dalla Supreme Corte. Come regola di partenza, infatti, la postergazione non dovrebbe interessare il diritto delle s.p.a. non eterodirette in virtù della presunzione relativa operata dall'ordinamento secondo cui l'azionista finanziatore è da considerarsi estraneo alla sottocapitalizzazione della società anonima in quanto titolare di una posizione partecipativa tipicamente capitalistica. Un'applicazione analogica o diretta della postergazione alle s.p.a. indipendenti dovrebbe invece essere consentita in tutti i casi in cui chi agisce in postergazione riesce effettivamente a dimostrare che le circostanze concrete in cui è stato concesso il finanziamento anomalo divergono dal tipo normativo e, quindi, presentano le medesime ragioni sufficienti che giustificano la postergazione nella s.r.l. e nei gruppi di società.

Invertita così la distribuzione degli oneri processuali, restano da definire i presupposti che consentono di estendere la repressione della sottocapitalizzazione nominale alle s.p.a. non eterodirette. Limitandosi in questa sede a rappresentare l'esito finale di una ricostruzione inevitabilmente più complessa, è possibile scorgere il minimo comun denominatore delle fattispecie espresse di postergazione (artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.), non tanto in un potere di influenza imprenditoriale del socio sulla società (non ravvisabile nel socio minoritario di s.r.l. con posizione soltanto finanziaria), quanto nell'uso di una tecnica di finanziamento dell'impresa societaria che consente il cumulo di diversi interessi economici in capo al socio creditore in circostanze tali da desumere la sua conoscenza o conoscibilità dello squilibrio patrimoniale o finanziario rilevante della società (art. 2467, comma 2, c.c.). Fuori dal gruppo di società, infatti, la ragione della mancata riproduzione nella s.p.a. della postergazione prevista nella s.r.l. può essere in ultima istanza ravvisata nel diverso regime dell'informazione societaria e, quindi, nell'assenza di un generale diritto di informazione dell'azionista analogo a quello che la s.r.l. riconosce a tutti i suoi partecipanti (art. 2476, comma 2, c.c.).

Se tale ricostruzione fosse corretta, sarebbe allora possibile disporre la postergazione ai finanziamenti anomali di s.p.a. non eterodiretta ogniqualvolta la parte richiedente riesca in concreto a dimostrare che, alla data del prestito, l'azionista finanziatore si è trovato in una posizione tale da aver accesso all'informazione necessaria per conoscere lo stato di squilibrio rilevante della società (art. 2467, comma 2, cod. civ.); posizione che, nella gran parte dei casi, sarà accompagnata anche da un potere del socio di esercitare un'influenza dominante sulle condizioni che incidono sulla continuazione dell'impresa sottocapitalizzata, come tipicamente avviene, ad esempio, nelle società chiuse,

quando uno o più soci finanziatori esercitano un controllo (solitario o congiunto) sulla società finanziata e partecipano all'organo di gestione.

Di contro, in linea di principio e salvo un diverso apprezzamento delle circostanze del caso concreto, si dovrà tendenzialmente negare la postergazione, non solo ai prestiti concessi dai soci investitori di una s.p.a. che fa ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2325-*bis* cod. civ.), ma anche a quelli erogati dai soci di minoranza di una s.p.a. a compagine sociale ristretta, tutte le volte in cui il socio risulti estraneo all'influenza dominante esercitata da altri soci imprenditori. Ciò tuttavia, a condizione che, in entrambi i casi, non sia stata fornita la prova che il socio di minoranza ha aderito a un'operazione di sottocapitalizzazione (*latu sensu*) concertata con i soci di controllo o gli amministratori della società. Anche in tali casi, infatti, se chi agisce in postergazione dimostra che, all'atto del finanziamento, l'azionista investitore ha erogato nuova finanza alla s.p.a. in crisi conoscendo o potendo conoscere lo stato di squilibrio dell'impresa (art. 2467, comma 2, c.c.), sembra difficile escludere una soluzione che, in coerenza con la postergazione del finanziamento anomalo del socio meramente investitore di s.r.l., finisce per estendere l'ambito di applicazione della postergazione anche alla s.p.a. non eterodiretta.

Le ragioni dell'affermata incompatibilità tra postergazione legale e prestiti obbligazionari: i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni

Venendo al problema dei rapporti tra postergazione legale e prestiti obbligazionari, la soluzione dell'incompatibilità non può a mio avviso essere fondata sulla disciplina dei limiti quantitativi all'emissione dei titoli obbligazionari il cui importo, come noto, non può eccedere il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato (art. 2412 c.c.). A prescindere dalla ricostruzione accolta in ordine alla *ratio* e all'efficacia di tali limiti quantitativi (tra gli altri, cfr. G.F. Campobasso, *Le obbligazioni*, in *Tratt. soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, Torino, 1988, 394 ss.; P. Ferro Luzzi, *Il limite all'emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, let. a, l. n. 262/2005*, in *Riv. soc.*, 2007, 252 ss.; N. Ciocca, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012, 47 ss.), non sembra che al rispetto degli stessi necessariamente conseguano condizioni tali da escludere i presupposti di squilibrio rilevante a cui è collegato l'arretramento del credito anomalo dell'azionista (art. 2467, comma 2, c.c.).

In primo luogo, infatti, nella disciplina dei limiti all'emissione di obbligazioni, il rapporto tra mezzi propri e mezzi altrui è riferito solo all'importo del prestito obbligazionario (art. 2412 comma 1 c.c.) e delle garanzie prestate per obbligazioni emesse da altre società (art. 2412 comma 4 c.c.), con esclusione di tutto l'ulteriore indebitamento finanziario, commerciale o di altro tipo che la società assume nei confronti di terzi (tra gli altri, da ultimo, cfr. G. Domenichini-M.M. Pratelli, cit., 1319 ss.; G. Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile*, commentario fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D.

Busnelli, *sub* artt. 2462-2474 c.c., I, Milano, 2010, 459, nt. 47). Sebbene il rispetto di un tale vincolo (debole e parziale) nel rapporto tra mezzi propri e mezzi altrui possa in concreto contribuire a generare condizioni di equilibrio patrimoniale della società, non si può escludere che, ove la stessa abbia assunto ulteriore indebitamento non obbligazionario, il rispetto del limite quantitativo all'emissione (art. 2412 c.c.) possa concorrere con una situazione di eccessivo squilibrio tra patrimonio netto e indebitamento complessivo della società (art. 2467, comma 2, c.c.).

Inoltre, il rimedio imposto dall'ordinamento contro la sottocapitalizzazione nominale trova il suo presupposto oggettivo, non solo in un criterio patrimoniale che guarda alla presenza di un tasso eccessivo di indebitamento, ma anche in un giudizio di irragionevolezza del finanziamento compiuto in base alla "situazione finanziaria" della società (art. 2467, comma 2, c.c.) (G. Domenichini-M.M. Pratelli, *cit.*, 1319; E. Pedersoli, *cit.*, 1218). Il rispetto dei limiti patrimoniali all'emissione obbligazionaria, pertanto, non esclude necessariamente uno squilibrio economico-finanziario rilevante ai fini della postergazione dei finanziamenti anomali.

Infine, ai limiti quantitativi all'emissione dei titoli obbligazionari sono poste una serie di esenzioni che, in prima approssimazione, al di là dei casi di convertibilità in azioni, appaiono riconducibili a condizioni di maggior informazione societaria e liquidità del titolo (art. 2412, comma 5, c.c.), oppure alla presenza di strumenti di garanzia (reale o personale) che, in tale assetto normativo, superano l'esigenza di applicare i limiti patrimoniali all'emissione (art. 2412, comma 2-3, c.c.) (cfr. N. Ciocca, *cit.*, 63 ss.). A prescindere da ogni più ampio discorso in merito al rilievo dell'autotutela dei creditori qualificati contro le condotte di sottocapitalizzazione, ciò sembra confermare che, almeno in determinati casi (art. 2412, comma 2-3, c.c.), la disciplina complessiva dei limiti all'emissione obbligazionaria tutela, non già l'equilibrio complessivo dell'emittente e, quindi, in via indiretta, l'intera collettività dei creditori sociali, bensì la sola classe degli obbligazionisti. Tale prospettiva è ben diversa da quella adottata della postergazione che, al contrario, guarda alla protezione di tutti i creditori esterni contro il riconoscimento del rango creditorio che, in assenza di postergazione, spetterebbe al finanziamento anomalo del socio. Le esigenze di protezione dei creditori esterni contro i finanziamenti anomali alle società in crisi, infatti, non sono soddisfatte dalle condizioni che consentono alla società di emettere obbligazioni eccedenti, risultando anzi in alcune ipotesi aggravate, come ad esempio avviene nel caso del prestito obbligazionario garantito da ipoteca su immobili della società. In tale caso, infatti, gli altri creditori, non sopportano solo l'ampliamento del concorso nei confronti della società, ma anche i più gravi effetti derivanti dal rango privilegiato offerto agli obbligazionisti (si pensi all'ipotesi di un socio imprenditore di una s.p.a. sottocapitalizzata che sottoscrive un prestito obbligazionario eccedente, in quanto assistito da ipoteca su un immobile della società *ex art.* 2412, comma 3, c.c.).

(Segue): la specialità delle obbligazioni convenzionalmente subordinate

Per negare la postergabilità legale del prestito obbligazionario non sembra possibile affidarsi neppure al carattere speciale della disciplina delle obbligazioni subordinate (art. 2411, comma, 1 c.c.) rispetto a quella della sottocapitalizzazione nominale (artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.). Tali fenomeni infatti, si collocano su piani che sono ben distinti per fonte, natura e funzione (N. Ciocca, cit., 440 ss.).

Le obbligazioni subordinate rappresentano una forma di subordinazione convenzionale che consente alla società e agli obbligazionisti di porre in essere un'operazione di finanziamento di massa in cui, tipicamente, la società ottiene nuova liquidità a condizioni che non aggravano la situazione finanziaria, a fronte del pagamento di interessi elevati o del soddisfacimento di altri interessi che gli obbligazionisti perseguono nell'operazione. In questo caso, la subordinazione discende dalla volontà della società e degli obbligazionisti e ha l'effetto di migliorare (o, comunque, di non alterare negativamente) le capacità soddisfattive degli altri creditori beneficiari della subordinazione.

La postergazione dei finanziamenti anomali, invece, ha fonte legale e consiste in un'alterazione dell'ordine di soddisfazione dei creditori sociali che, in presenza di condizioni sottocapitalizzazione nominale (art. 2467, comma 2, c.c.), è disposta coattivamente dall'ordinamento per tutelare i creditori esterni contro gli effetti negativi che, in assenza di postergazione, sarebbero generati dal riconoscimento del rango creditorio al socio finanziatore.

Non sembra pertanto che il riconoscimento della capacità della società di emettere prestiti obbligazionari convenzionalmente subordinati possa di per sé escludere le esigenze di una protezione coattiva dei creditori esterni contro le condotte di sottocapitalizzazione nominale.

(Segue): la natura cartolare e di massa dello strumento obbligazionario

L'irriducibilità delle obbligazioni al finanziamento anomalo viene inoltre argomentata in base alla natura cartolare e di massa del prestito obbligazionario che, su un piano funzionale, consente la circolazione della liquidità investita nella società mediante il frazionamento di un'unitaria operazione di finanziamento in unità fungibili ed omogenee destinate alla sottoscrizione e alla successiva circolazione tra una massa potenzialmente indeterminata di risparmiatori. In questa prospettiva, le particolari attitudini circolatorie del prestito obbligazionario sono ritenute incompatibili con il regime repressivo della sottocapitalizzazione nominale che condurrebbe alla postergazione del credito vantato dagli obbligazionisti e alla restituzione delle somme ad essi rimborsate in caso di successivo fallimento della società (art. 2467, comma 1, c.c.). Del resto, si afferma in tale opinione, quand'anche l'eccezione di postergazione avesse natura personale e, quindi, in caso di successiva circolazione del titolo, fosse inopponibile dalla società al nuovo possessore, salva l'*exceptio doli* ex art. 1993,

comma 2, c.c. (così M. Campobasso, *Commento all'art. 2467*, in *S.r.l., Commentario*, a cura di A.A. Dolmetta-G. Presti, Milano, 2011, 245; D. Vattermoli, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012, 138), il rischio di postergazione richiederebbe ai potenziali obbligazionisti di valutare, non solo le capacità della società di rimborsare il prestito alla scadenza, ma anche le caratteristiche dei soggetti che hanno sottoscritto l'obbligazione e le condizioni patrimoniali e finanziarie della società alla data di emissione, con conseguente aumento dei costi di raccolta del capitale di debito per la società e rilevanti ostacoli alla formazione e al corretto funzionamento di un mercato secondario dei titoli obbligazionari (G. Domenichini-M.M. Pratelli, cit., 1320 ss.; G. Balp, *Prestiti obbligazionari*, cit., 163 ss.).

La soluzione appare in linea di principio condivisibile, anche se, a mio avviso, richiede una serie di precisazioni di carattere ricostruttivo.

Si può infatti dubitare che la circolazione del titolo obbligazionario sia di per sé incompatibile con l'arretramento del rango causato dalla postergazione, posto che, anche nel caso del prestito anomalo non obbligazionario, la postergazione legale è considerata una caratteristica originaria del credito che sopravvive ai suoi successivi trasferimenti a titolo derivativo, risultando così opponibile dalla società al cessionario (per tutti, cfr. G.B. Portale, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1**, Torino, 2004, 164; D. Vattermoli, cit., 138). Sotto questo profilo, le criticità che possono alterare il corretto funzionamento dei mercati obbligazionari sembrano dipendere, non tanto da un'incompatibilità strutturale tra disciplina della postergazione e circolazione del credito, quanto dagli inconvenienti sul piano degli effetti che il regime di postergazione produrrebbe sull'attitudine circolatoria del prestito obbligazionario.

Le stesse tesi che postulano un'incompatibilità strutturale tra postergazione ed obbligazioni, del resto, non esprimono tale conclusione in termini assoluti e tendono a far riemergere il velo della postergazione nelle fattispecie c.d. "elusive", ovvero quando le obbligazioni emesse da una società chiusa in squilibrio patrimoniale o finanziario rilevante (art. 2467, comma 2, c.c.) vengono integralmente o in gran parte sottoscritte da un socio che esercita direzione e coordinamento (*ex art. 2497-quinquies c.c.*), piuttosto che da uno o più soci in posizione di controllo o con una partecipazione di carattere imprenditoriale (E. Pedersoli, cit., 1219; G. Domenichini-M.M. Pratelli, cit., 1321-1322, i quali, tuttavia, richiedono a tal fine anche una clausola di intrasferibilità nel regolamento del prestito; G. Balp, *Prestiti obbligazionari*, cit., 162-163, 167-168; 172-173).

A risultati sostanzialmente analoghi, tuttavia, si può approdare con diverso percorso interpretativo e, in particolare, osservando i criteri più generali che, in base a una interpretazione secondo il tipo, delineano il possibile ambito di applicazione della postergazione nella s.p.a. non soggetta a direzione e coordinamento.

Ove infatti la società faccia ricorso al mercato obbligazionario, l'applicabilità della postergazione è normalmente esclusa perché le circostanze di concessione del prestito alla società non eterodiretta tendono a non divergere dal tipo capitalistico. In tal caso, le modalità del finanziamento sono normalmente compatibili con il riconoscimento della libertà di finanziamento dell'impresa azionaria non eterodiretta che consente agli azionisti investitori di combinare diverse forme di investimento finanziario senza che il profilo partecipativo della propria posizione possa prevalere sull'interesse che gli investitori assumono in quanto creditori.

In primo luogo, infatti, ove la sottoscrizione delle obbligazioni sia offerta a un pubblico di investitori composto, non solo da azionisti, ma anche da terzi, si dovrà valutare se, in assenza di illeciti informativi, il successo dell'operazione sul mercato (e, quindi, il collocamento dei titoli obbligazionari indistintamente a soci e terzi) sia idoneo a dimostrare che, alla sottoscrizione del prestito, la società non aveva (ancora) perso la propria capacità di credito (art. 2467, comma 2, c.c.) (nel senso di ricondurre il presupposto oggettivo della postergazione alla perdita della capacità di credito, cfr., tra gli altri, G.B. Portale., *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 681 ss.; M. Maugeri, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2005, 7; M. Campobasso, *Finanziamenti del socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 443; G. Balp, *I finanziamenti dei soci «sostitutivi» del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, in *Riv. soc.*, 2007, 405 ss., nt. 130).

Ove invece la società già si trovi in una condizione di squilibrio rilevante alla data di emissione del prestito, l'estraneità della vicenda obbligazionaria alla postergazione può essere ricercata sul piano delle caratteristiche degli azionisti che, in ipotesi, sottoscrivono le obbligazioni offerte al pubblico degli investitori. Nella normalità dei casi, infatti, si tratta di soci investitori che si limitano ad aggiungere alla posizione partecipativa già inclusa nel proprio portafoglio una posizione creditoria nei confronti del medesimo emittente.

Né è realistico ipotizzare che, in tale contesto, la sottoscrizione del prestito obbligazionario avvenga in condizioni tali da consentire agli investitori di disporre delle informazioni necessarie per conoscere lo stato di squilibrio patrimoniale o finanziario della società emittente. Appare infatti improbabile che, in virtù di informazioni pubbliche su uno squilibrio idoneo a far perdere la capacità di credito della società (art. 2467, comma 2, c.c.), gli investitori contribuiscano al successo dell'operazione sul mercato e decidano di sottoscrivere il prestito obbligazionario, partecipando in modo consapevole o autoresponsabile a una sorta di sottocapitalizzazione di massa dell'emittente.

E se invece lo squilibrio dell'emittente fosse patologicamente occultato al mercato, la postergazione dei finanziamenti anomali dovrebbe essere esclusa proprio per la mancata conoscenza o conoscibilità dello stato di squilibrio rilevante in capo all'azionista finanziatore.

Ulteriori perplessità possono essere sollevate anche in merito alla postergabilità del prestito rappresentato da titoli obbligazionari sottoscritti da terzi che successivamente sono trasferiti a soci. La questione è complessa e non può essere risolta in questa sede. Tuttavia, oltre a quanto già affermato in merito alle operazioni rivolte ai mercati obbligazionari, occorre tener presente che, in tal caso, il socio viene a possedere a titolo derivativo una frazione di un prestito che *ab origine* sorge in condizioni tali da non riprodurre l'anomalia associata al cumulo di interessi economici eterogenei in capo al soggetto finanziatore (nel senso della postergabilità del credito concesso da un terzo e successivamente trasferito a un socio, cfr. D. Vattermoli, cit., 139; E. Pedersoli, cit., 1215; G. Balp, *Prestiti obbligazionari*, cit., 166. *Contra*, G. Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile*, commentario fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, *sub* artt. 2462-2474 c.c., I, Milano, 2010, 452).

Da ultimo, i criteri di ricostruzione tipologica dell'ambito di applicazione della postergazione nelle società di capitali consentono di dare una risposta anche al problema delle emissioni obbligazionarie che a tal fine sono ritenute elusive. Non è infatti infrequente che i soci imprenditori di s.p.a. chiuse trovino conveniente concedere il finanziamento in forma obbligazionaria alla società in crisi per riservarsi in un secondo tempo, in caso di aggravamento della crisi, la possibilità di dismettere la propria posizione creditoria nell'ambito di operazioni di rifinanziamento con controparti bancarie o finanziarie che spesso sono specializzate nell'assunzione di posizioni creditorie verso società in difficoltà finanziarie o patrimoniali (c.d. *distress financing*). Ebbene, oltre ai casi in cui il prestito obbligazionario è sottoscritto da chi esercita direzione e coordinamento (che ricadono direttamente nella fattispecie dell'art. 2497-*quinquies* c.c.), un tale ricorso al prestito obbligazionario sembra ricondurre le modalità del finanziamento all'interno di quelle caratteristiche empiriche che il modello atipico di s.p.a. non eterodiretta deve possedere per essere assoggettato in via interpretativa alla disciplina che, nei gruppi e nella s.r.l., penalizza i finanziamenti sostitutivi del capitale proprio. In virtù dei criteri che presiedono a un'applicazione diretta o analogia di tale disciplina, infatti, la postergazione del prestito obbligazionario potrà essere affermata se la parte che agisce in postergazione riesce a dimostrare che, alla data di sottoscrizione del prestito, il socio imprenditore si è trovato in una posizione tale da aver accesso all'informazione rilevante sullo stato di squilibrio rilevante della società (art. 2467, comma 2, cod. civ.), come normalmente avviene, ad esempio, nei casi in cui il prestito obbligazionario è sottoscritto da uno o più soci che esercitano un controllo (solitario o congiunto) sulla società e partecipano all'organo di gestione. Alla medesima conclusione, tuttavia, si potrà pervenire anche ove il prestito obbligazionario emesso da una società chiusa dovesse essere sottoscritto da uno o più azionisti di minoranza dell'emittente che, pur non avendo poteri di influenza imprenditoriale rilevanti, hanno ricevuto piena informazione sullo stato di squilibrio rilevante della società, partecipando così a un'operazione di

sottocapitalizzazione concertata con i soci di controllo o gli amministratori della società.

(Segue): prestiti obbligazionari convertibili e convertendi

L'irriducibilità del prestito obbligazionario alla postergazione legale è affermata in modo particolare per le obbligazioni convertibili o convertende in azioni perché, in tale prospettiva, la previsione *ab origine* dei termini di conversione del credito in capitale di rischio sarebbe idonea ad escludere il fine opportunistico del socio sottoscrittore che intende promuovere una sottocapitalizzazione nominale della società al fine di traslare il rischio di impresa su creditori e terzi.

Un tale rilievo, a mio avviso, richiede considerazioni diverse a secondo che la conversione delle obbligazioni in capitale sia facoltativa od obbligatoria.

Nel caso delle obbligazioni convertibili in azioni, limitando per semplicità l'analisi al procedimento diretto (in cui le obbligazioni si convertono in azioni di futura emissione della medesima società), è dubbio che la facoltà di conversione dell'obbligazionista possa incidere in termini decisivi su quanto già affermato in merito alla natura cartolare e di massa del titolo obbligazionario. Le obbligazioni convertibili, infatti, contemplan *ab origine* un'opzione di sottoscrizione delle azioni che il possessore del titolo ha la facoltà di esercitare entro un certo periodo in base un rapporto di cambio predeterminato (G. Domenichini, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993, 9 ss.; G.F. Campobasso, cit., 444; N. Ciocca, cit., 431). L'obbligazionista viene così ad aggiungere al proprio interesse di creditore anche un ulteriore interesse economico che è positivamente correlato all'andamento del valore dell'azione sottostante. Ciò non pare escludere il rischio di condotte opportunistiche ove, all'emissione del prestito, la società si trovi in uno stato di crisi rilevante (art. 2467, comma 2, c.c.). Una volta sottoscritto il prestito, infatti, ove la continuazione dell'attività consenta il riequilibrio dell'impresa e determini un incremento del valore delle azioni dell'emittente, l'obbligazionista avrà interesse a convertire il proprio credito in capitale alle condizioni dettate dal prestito. Ove invece la prosecuzione dell'attività dia luogo a un aggravamento della crisi e a una riduzione del valore delle azioni di compendio al di sotto del valore di conversione, l'obbligazionista avrà interesse a conservare la propria posizione creditoria. Il meccanismo del prestito convertibile, pertanto, non assicura la patrimonializzazione della società e replica un elemento centrale dell'anomalia a cui può essere ricondotto il fondamento della postergazione. Esso infatti consente di cumulare opportunisticamente diversi interessi economici in capo al finanziatore dell'impresa in crisi che, in tali circostanze, può partecipare al profitto come socio, riservandosi, allo stesso tempo, la possibilità di ridurre il rischio conservando la propria posizione di creditore.

Si è altresì osservato che un'eventuale applicazione della postergazione ai prestiti convertibili avrebbe l'effetto di disincentivare la sottoscrizione dei soci rispetto ai terzi in termini incoerenti con il regime normativo che riserva

l'emissione prioritariamente ai soci in considerazione degli effetti potenzialmente diluitivi delle partecipazioni esistenti (G. Domenichini-M.M. Pratelli, cit., 1322).

Tale inconveniente, tuttavia, è coerente con le finalità del regime di postergazione che intende penalizzare i finanziamenti anomali dei soci alla società in crisi al fine di incentivare l'apporto di mezzi finanziari con modalità che rafforzino direttamente le basi patrimoniali della società.

Inoltre, l'esigenza di evitare che la postergazione si traduca in un'eccessiva penalizzazione del risanamento interno dell'impresa in crisi trova espresso contemperamento nelle condizioni che hanno recentemente consentito l'ascesa dal piano della postergazione a quello della prededuzione dei finanziamenti di salvataggio dei soci "in esecuzione" o "in funzione" di un concordato preventivo o di un accordo di ristrutturazione dei debiti (182-*quater*, comma 3, l. fall.).

Infine, in presenza dei requisiti di squilibrio dell'art. 2467, comma 2, c.c., nel particolare caso del prestito convertibile, non è detto che effettivamente si ponga uno squilibrio tra soci e terzi nelle condizioni che possono incidere sulla sottoscrizione del prestito. Occorre infatti approfondire se anche il prestito obbligazionario convertibile sottoscritto dal terzo possa essere assoggettato a postergazione. Invero, anche se alla sottoscrizione del prestito obbligazionario il terzo non possiede una partecipazione al capitale sociale della società finanziata, lo strumento obbligazionario convertibile offre all'obbligazionista terzo una possibilità di cumulare in modo anomalo interessi economici eterogenei. Come si è visto poc'anzi, infatti, l'obbligazionista terzo può partecipare ai risultati positivi del risanamento della società in crisi mediante la conversione del proprio credito in azioni. Allo stesso tempo, tuttavia, il terzo si riserva la possibilità di mantenere la pretesa creditoria ove, alla scadenza del periodo di conversione, non vi siano adeguate prospettive di risanamento e le azioni di compendio abbiano un valore inferiore a quello di conversione.

Discorso diverso deve essere invece svolto per i prestiti obbligazionari con obbligo di conversione alla scadenza (c.d. prestiti convertendo), in relazione ai quali effettivamente emergono profili di incompatibilità strutturale con le finalità della postergazione legale.

Nella prassi del finanziamento alle imprese, tali emissioni obbligazionarie producono oneri finanziari differiti o comunque calibrati in modo sostenibile per l'emittente, contemplan ipotesi di conversione anticipata al verificarsi di determinati eventi (generalmente collegati a un peggioramento della situazione patrimoniale o finanziaria della società) e, infine, riconoscono alla società la facoltà di rimborsare alla scadenza il prestito in denaro (ove ciò non metta a repentaglio il suo equilibrio patrimoniale e finanziario).

In tali ipotesi, la conversione obbligatoria del prestito in capitale esclude qualsiasi possibilità per l'obbligazionista di conservare la propria pretesa creditoria in caso di aggravamento della crisi, assicurando, ancorché a termine, il rafforzamento patrimoniale della società. Pertanto, salvo ipotesi patologiche in cui gli oneri finanziari sono regolati in termini non sostenibili, si tratta di uno strumento che non si pone in alcun contrasto rilevante con la disciplina

repressiva della sottocapitalizzazione nominale e che, anzi, dà attuazione agli obiettivi da essa perseguiti.

Conclusioni

Fatta eccezione per il caso dei prestiti obbligazionari con obbligo di conversione, la soluzione al problema dell'assoggettabilità del prestito obbligazionario alla postergazione dei finanziamenti anomali va colta, non tanto sul piano dell'incompatibilità del prestito obbligazionario con la postergazione, quanto su quello dei criteri interpretativi che presiedono a una possibile applicazione, in via analogica o diretta, della postergazione dei finanziamenti anomali alle s.p.a. non soggette a direzione e coordinamento.

Guida all'approfondimento

Nel senso di applicare, in via diretta o analogica, la postergazione legale anche ai finanziamenti anomali dei soci imprenditori alle s.p.a. non eterodirette al ricorrere di determinati presupposti che variano a seconda delle posizioni, cfr., tra gli altri, G.B. Portale, *I «finanziamenti»*, cit., 669-670, 681; Id., *Capitale sociale*, cit., 150-151, nota 273-bis; M. Rescigno, *Problemi aperti in tema di s.r.l.: i finanziamenti dei soci, la responsabilità*, in *Società*, 2005, 15 ss.; A. Nigro, *La società a responsabilità limitata nel nuovo diritto societario: profili generali*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Milano, 2003, 20-21; C. Angelici, *La riforma delle società di capitali, Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, 56 ss.; Id., *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu-F. Messineo-L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, I, Milano, 2012, 487-493; G. Balp, *I finanziamenti*, cit., 387-390; M. Maugeri, *Finanziamenti*, cit., 231-238; Id., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 144-147; Id., *Art. 2327*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, a cura di M. Campobasso-V. Cariello-U. Tombari, Milano, 2016, 171; G. Terranova, *Art. 2467*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini-A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, 1474-1476; O. Cagnasso, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da G. Cottino, V, Padova, 2007, 118-120; N. Abriani, *Finanziamenti «anomali» dei soci e regole di corretto finanziamento della società a responsabilità limitata*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, a cura di P. Benazzo-M. Cera-S. Patriarca, Torino, 2011, 325 ss.; M. Bione, *Note sparse in tema di finanziamento dei soci e apporti di patrimonio*, *ivi*, 27 ss.; G. Olivieri, *Questioni aperte in tema di finanziamenti anomali dei soci nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 527 ss.; U. Tombari, *«Apporti spontanei» e «prestiti» dei soci nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto societario, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, I, Torino, 2006, 563; N. Baccetti, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e*

gruppi di società, Milano, 2009, 633 ss.; Id., *Postergazione dei finanziamenti e tipi sociali*, in *Giur. comm.*, I, 2012, 830 ss.; Id., *Metodo tipologico*, cit., 870 ss.). In giurisprudenza, nel senso dell'applicazione della postergazione anche ai finanziamenti concessi dai soci imprenditori di s.p.a. non eterodirette, oltre a Cass. civ., 7 luglio 2015, n. 14056, cfr. anche Trib. Venezia, 8 marzo (10 febbraio) 2011, in *Banca borsa*, 2012, II, 222 ss., ivi 234 ss., con nota di G. Balp, *Questioni in tema di postergazione ex artt. 2467 e 2497-quinquies c.c.*, nonché in *Riv. dott. comm.*, 2011, 905 ss., con nota di M. Erede, *Ambito e presupposti di applicazione della disciplina dei finanziamenti soci in alcune recenti pronunce di merito*; Trib. Udine, 3 marzo 2009, *ivi*, 225 ss.; Trib. Reggio Emilia, 23 ottobre 2008, in *Banca borsa*, 2011, II, 714 ss., con nota di S. Boatto, *Atti funzionali al sostegno finanziario della società da parte del socio: dalla «qualificazione» alla «disciplina»*; Trib. Pistoia, 8(21) settembre 2008, *Banca borsa*, 2009, II, 191 ss., con nota di G. Balp, *Dell'applicazione dell'art. 2467 c.c. alla società per azioni*, nonché in *Riv. dir. soc.*, 2009, II, 562 ss., con nota di M. Maugeri, *I finanziamenti «anomali» dell'azionista*; Trib. Pistoia, 20 dicembre 2004, in *Foro tosc.*, 2005, 318 ss.

Contra, nel senso di negare la postergazione dei finanziamenti anomali dei soci alle s.p.a. non eterodirette, cfr. P. Montalenti, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1068 ss., *ivi* 1086-1087; G. De Ferra, *La postergazione del credito del socio finanziatore*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 194 ss.; G.C.M. Rivolta, *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.*, 2009, 653-654; A. Bartalena, *I finanziamenti dei soci della s.r.l.*, in *AGE*, 2003, 398. In giurisprudenza, la soluzione negativa è condivisa (con *obiter dictum*) da Cass., 24 luglio 2007, n. 16393, in *Società*, 2009, 457, con nota di T. Leone; Trib. Bergamo, 15 ottobre 2014, 1 ss. Trib. Tolmezzo, 22 dicembre 2011, in www.unijuris.it.