

INTRODUZIONE

Il presente elaborato affronta la tematica delle obbligazioni societarie, intese in senso lato come strumenti finanziari di capitale di debito di cui si servono le società per reperire risorse funzionali all'esercizio dell'attività d'impresa. L'attenzione viene focalizzata sulla sorte dei titolari degli strumenti in questione nell'ambito delle crisi d'impresa, ossia nella fase patologica dell'attività, durante la quale l'*an* e il *quomodo* del rimborso del capitale e degli interessi, al quale gli obbligazionisti hanno diritto, si configurano in maniera diversa in relazione al tipo di obbligazione e alle caratteristiche peculiari che la connotano.

La prima parte del lavoro è dedicata ad una digressione sull'organizzazione degli obbligazionisti, analizzando i due organi di cui sono dotati i sottoscrittori, ossia assemblea e rappresentante comune, funzionali alla tutela in forma collettiva degli omogenei interessi dei componenti di tale particolare categoria di creditori sociali. Successivamente, il capitolo prosegue con una disamina delle varie tipologie di obbligazioni, da quelle in circolazione ormai da tempo sino a quelle di recente elaborazione. La prassi ha, infatti, elaborato strumenti sempre più caratteristici, giungendo al punto di assottigliare le differenze che *prima facie* dovrebbero contraddistinguere le obbligazioni dalle azioni. Nel corso di tale *excursus* vengono messe in evidenza le interdipendenze che vi sono fra la disciplina dei vari tipi di strumenti finanziari e lo stato di crisi in cui potrebbe trovarsi la società nel corso della gestione. La fase patologica alla quale la società potrebbe dover far fronte viene analizzata focalizzando l'attenzione sulla sorte dei creditori, i quali, in situazioni di difficoltà finanziaria, patrimoniale od economica, vedono fortemente compromessa la tutela dei propri diritti sin dal concretizzarsi dello stato di c. d. *pre-crisi*.

L'elaborato prosegue analizzando il trattamento degli obbligazionisti nella procedura del fallimento, denominazione oggi mutata in "liquidazione giudiziale" secondo i dettami del nuovo Codice della crisi. L'analisi viene condotta nell'ottica della comprensione del modo tramite cui si procede all'insinuazione al passivo fallimentare dei vari tipi di obbligazioni, le cui variegate caratteristiche possono influire, o quantomeno porre delle perplessità, anche sulla definizione del *quantum* da insinuare.

La parte finale del capitolo è, invece, dedicata allo studio del *crack* di una società italiana, la Cirio, il cui *default* ha coinvolto il maggior numero di obbligazionisti nella storia del nostro Paese. Pertanto, all'interno di tale vicenda, l'attenzione viene posta sulle sorti dei risparmiatori, i quali, per anni, hanno tentato di pervenire a qualche forma di ristoro.

Nella parte finale, invece, inizialmente si affronta il tema della posizione degli obbligazionisti nell'ambito delle procedure concordatarie, tentando di chiarire ruolo e *modus operandi* degli organi del gruppo degli obbligazionisti all'interno dei concordati. In ultimo, si procede ad una analisi sui benefici che una ristrutturazione dell'indebitamento può procurare ad una società in crisi, la quale potrebbe tentare di risanare la propria situazione economico-finanziaria proprio facendo ricorso agli strumenti di finanziamento.

CAPITOLO I

OBBLIGAZIONI E CRISI SOCIETARIE: ASPETTI SALIENTI E INTERDIPENDENZE

1. ORGANIZZAZIONE DEI SOTTOSCRITTORI

La struttura finanziaria delle società per azioni, pur presentando oggi una vasta gamma di strumenti atti a raccogliere capitale, si fonda su due forme di approvvigionamento preponderanti, ossia azioni e obbligazioni, rispettivamente intese come capitale di rischio e capitale di credito.

A quest'ultima categoria, caratterizzata da mezzi finanziari che dall'esterno affluiscono all'impresa, tramite il ricorso all'indebitamento nelle varie forme tecnico-giuridiche consentite, appartiene quel tipo di finanziamento definito prestito obbligazionario. Esso si presenta come operazione unitaria, con alla base un rapporto di mutuo, a favore della società, di carattere collettivo, in quanto riferito ad un gruppo organizzato, frazionata in eguali strumenti finanziari. L'emissione del prestito, infatti, rappresenta un investimento del pubblico risparmio e in virtù di ciò necessita la suddivisione in parti del singolo finanziamento in modo tale da dotare i rispettivi titolari di uguali diritti e poteri e incorporare la posizione soggettiva di ognuno di essi in un titolo di credito.

Tali soggetti sottoscrittori di obbligazioni, in guisa con la normativa in vigore, esercitano i propri poteri prevalentemente in forma ultraindividuale, in quanto gli art. 2415 ss. del codice civile sanciscono che nei rapporti con la società debitrice si predilige un'attività riferibile all'intera massa degli obbligazionisti piuttosto che l'esercizio di poteri in maniera individuale. E' con il codice del 1942 che viene introdotta all'interno del nostro ordinamento la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti, sottoscrittori di prestiti emessi dalle società per azioni. In realtà la dottrina riconduce il sorgere di tale organizzazione a lontani precedenti storici, come la c.d. compera di S. Giorgio cioè un'associazione di portatori di titoli pubblici costituita a Genova nei primi anni del secolo XV o ancora l'associazione dei sottoscrittori del prestito del Municipio di Parigi del XVI secolo¹. Limitatamente al nostro paese, invece, prime forme di

¹ D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, p. 199 ss.

riunione degli obbligazionisti anteriori al 1942 si riscontrano già in una legge speciale; infatti l'art. 26 della l. 24 maggio 1903 n. 17 prevedeva un'adunanza separata dei portatori di titoli obbligazionari per l'approvazione della proposta di concordato della società debitrice².

Il codice precisa anche che determinate decisioni imputabili all'intera massa dei portatori di obbligazioni siano adottate con il metodo assembleare, e perciò l'art. 2415 c.c. disciplina l'assemblea degli obbligazionisti, alla quale vengono riconosciute precise competenze e, inoltre, prevede la figura del rappresentante comune degli obbligazionisti, ex art. 2418 c.c., che esterna ed esegue le decisioni adottate dall'assemblea e che opera con i terzi in nome e nell'interesse della massa.

L'ordinamento non preclude in toto la possibilità per il singolo di esercitare azioni individuali ed è l'art. 2419 c.c., a concedere tale facoltà, a patto che tale esercizio non sia incompatibile con le decisioni del gruppo.

In realtà l'operatività della disciplina organizzativa della massa degli obbligazionisti non deriva da una manifestazione di volontà del singolo, il quale, invece, si limita a concludere un contratto di sottoscrizione di titoli. In virtù di ciò emerge che la previsione del gruppo deriva solamente dalla legge. L'origine legale del gruppo è determinante per individuare l'intento comune del gruppo stesso, in funzione del quale opera l'assetto organizzativo predisposto dagli artt. 2415 c.c. ss.

Si evince, infatti, che l'interesse del gruppo in virtù del quale la legge appresta tale apparato organizzativo si sostanzia nell'intento di conservare l'unitarietà dell'operazione di emissione e, allo stesso tempo, l'uniformità delle posizioni individuali degli obbligazionisti e l'interdipendenza fra le stesse così che le pretese dei singoli vengano soddisfatte dalla società in maniera egualitaria.

² R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Giuffrè Editore, Milano, 1981, p. 3

1.1 L'ASSEMBLEA DEGLI OBBLIGAZIONISTI

L'apparato organizzativo degli obbligazionisti prevede due organi necessari, quali l'assemblea degli obbligazionisti, che svolge principalmente funzioni decisionali, e il rappresentante comune, al quale sono affidati compiti dichiarativi ed esecutivi.

In relazione al primo, il nostro ordinamento non prevede una disciplina *ad hoc* eccessivamente corposa poiché, per quanto concerne le norme di funzionamento di tale organo, il comma 3 dell'art. 2415 c.c. opera un rinvio alle disposizioni relative all'assemblea straordinaria dei soci³.

È proprio l'art.2415 ad enumerare analiticamente le competenze attribuite all'assemblea. Quest'ultima delibera

- a) Sulla nomina e revoca del rappresentante comune
- b) Sulle modificazioni delle condizioni del prestito
- c) Sulla proposta di amministrazione controllata e di concordato
- d) Sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo
- e) Sugli altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti⁴.

È importante sottolineare che, poiché l'ambito di operatività del potere deliberativo assembleare è strettamente funzionale al conseguimento dell'interesse comune, quel potere non è esercitabile in tutte le circostanze in cui i comportamenti della società incidano esclusivamente sul singolo obbligazionista, il quale potrà quindi liberamente esercitare un'azione individuale per tutelare i propri interessi. Tale facoltà gli è concessa anche nel caso in cui l'assemblea non operi per inerzia o perché non ritenga necessaria un'azione collettiva⁵.

³ G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, Giuffrè Editore, 2008, p. 81

⁴ L. BENVENUTO, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari*, G. GIAPPICHELLI EDITORE, Torino, 2011, p. 250

⁵ G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Giuffrè Editore, Milano, 2008 p. 102

1.2 IL RAPPRESENTANTE COMUNE DEGLI OBBLIGAZIONISTI

In ordine alla figura del rappresentante comune degli obbligazionisti, va evidenziato, in via preliminare, che, in relazione a tale organo, pur essendo esso previsto dall'ordinamento, vi sono contrasti fra dottrina⁶ e giurisprudenza per quanto riguarda la sua necessarietà. È il Tribunale ordinario di Mantova, nella sentenza del 15/11/2010 a sancire che “la nomina del rappresentante comune degli obbligazionisti non è prevista dall'art. 2417 c.c. come indispensabile per il funzionamento dell'assemblea ma è rimessa alla discrezionalità degli obbligazionisti stessi, che possono nominarlo in qualsiasi momento o chiederne la nomina al Tribunale⁷.”

I compiti svolti dal rappresentante ineriscono tutti alla tutela dell'interesse comune degli obbligazionisti, vera funzione primaria alla quale è preposto tale organo. Egli, in particolare, deve:

- a) Provvedere alle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti
- b) Tutelare gli interessi comuni degli obbligazionisti nei rapporti con la società
- c) Assistere alle operazioni di sorteggio delle obbligazioni
- d) Tenere il libro delle adunanze e delle deliberazioni delle assemblee degli obbligazionisti⁸.

Questo incarico può essere affidato ad un obbligazionista così come anche ad un soggetto estraneo al gruppo, sia ad una persona fisica che ad un ente collettivo, come indicato espressamente dal comma 1 dell'art. 2417⁹. Lo stesso articolo enuncia anche che “non possono essere nominati rappresentanti comuni degli obbligazionisti e, se nominati, decadono dall'ufficio, gli amministratori, i sindaci, i dipendenti della società debitrice e coloro che si trovano nelle condizioni indicate nell'articolo 2399 [2380 bis]”.

⁶ R. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, op. cit., p. 176 lo reputa un soggetto necessario

⁷ in questo senso Trib. Monza, 13 giugno 1997, in *Società*, 1998, 175 ss.; App. Milano, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 194 ss.

⁸ L.BENVENUTO, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari*, GIAPPICHELLI EDITORE, Torino, 2011, p. 258

⁹ Tale comma, così riformulato dal legislatore del 2003, ammette la nomina di persone giuridiche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento, nonché le società fiduciarie

Il rappresentante ha diritto ad un compenso, il cui ammontare è fissato dall'assemblea come indicato dal comma 3 dell'art.2417, ed è a carico del gruppo in virtù della natura di organo del gruppo stesso e della mancanza di rapporti instauratisi fra rappresentante e società, aspetto che ne garantisce la piena autonomia dalla società emittente.

Tale incarico ha una durata temporanea fissata dal comma 3 dell'art. 2417 in non più di tre esercizi sociali. Il rappresentante può cessare dalla carica per scadenza del termine, per revoca da parte dell'assemblea, per il verificarsi di ipotesi di decadenza, nonché, ovviamente, per morte o rinuncia dello stesso o per estinzione di tutte le obbligazioni¹⁰.

1.3 POTERI E COMPETENZE DEL RAPPRESENTANTE NEL FALLIMENTO: UNA QUESTIONE CONTROVERSA

In ambito fallimentare la figura del rappresentante comune e, correlativamente, i poteri da quest'ultimo esercitabili, sono stati fonte di controversie fra dottrina e giurisprudenza.

Il pomo della discordia era rappresentato principalmente dalla legittimazione concessa o meno a tale soggetto di presentare domanda di ammissione al passivo fallimentare per il capitale e gli interessi dovuti ai singoli obbligazionisti.

Una nota sentenza del 2/3/1970 del Tribunale di Milano ha affrontato la questione, assumendo una posizione ben precisa. La Corte dichiara inaccoglibile la domanda di parte, che riguardava la legittimazione del rappresentante comune degli obbligazionisti a presentare domanda di ammissione al passivo fallimentare.

La sentenza sottolinea che il rappresentante comune ha solo i poteri attribuitigli dalla legge ex art. 2418 e che l'assemblea degli obbligazionisti non può dotarlo di altri poteri non previsti dalla legge. Questi poteri incontrano il limite dell'interesse comune in quanto, per la miglior tutela dei diritti maturati in capo ai singoli obbligazionisti, non è necessaria l'operare di un'organizzazione.

E' vero, osserva la Corte, che il rappresentante comune ha la rappresentanza processuale degli obbligazionisti anche nel fallimento ma, da un lato, il capoverso dell'art. 2418

¹⁰ G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, Giuffrè Editore, 2008, pp. 167 ss.

sottolinea che lo scopo della rappresentanza processuale è la tutela degli interessi comuni, dall'altro, l'utilizzo della particella "anche" chiarisce che nel caso in cui la società emittente sia sottoposta a fallimento o, in generale, a procedura concorsuale, tale soggetto ha gli stessi poteri che la legge gli attribuisce nei confronti di una società *in bonis*, non poteri nuovi o diversi.

È la legge stessa, in caso di ammissione a procedure concorsuali, ad attribuire competenze *ad hoc* al rappresentante comune e all'assemblea:

- a) Il rappresentante comune è competente a ricevere la comunicazione della proposta di concordato fallimentare (art. 125, ult. Cpv, l. fall.) e di concordato preventivo (art. 171, commi 3 e 4, l. fall.)
- b) L'assemblea delibera sulla proposta di amministrazione controllata e di concordato. (art. 2415, comma 1, n. 3, c.c.)

Per quanto riguarda il fallimento, invece, il rappresentante è meramente competente a ricevere la comunicazione di apertura del fallimento prevista dall'art. 92 l. fall., quindi nessuna particolare competenza risulta attribuita dalla legge nel caso di fallimento dell'emittente. Questo determina che la questione relativa alla legittimazione del rappresentante a procedere all'insinuazione al passivo di singoli obbligazionisti deve essere risolta negativamente¹¹.

La problematica riguardante l'eventuale legittimazione a presentare domanda di insinuazione al passivo del rappresentante è stata risolta dal modificato art. 93 comma 9 l. fall., novellato dall'art 78 comma 9 del d.lgs 5/2006, decreto che ha attuato una completa riforma della normativa fallimentare di cui al r.d 26 marzo 1942, n.267¹².

Tale disposizione prevede che il ricorso per l'ammissione al passivo fallimentare può essere presentato dal rappresentante comune ai sensi dell'art. 2418 comma 2 c.c., dal che si desume che la legittimazione all'insinuazione, nel fallimento della società

¹¹ R. CAVALLO BORGIA, *Azioni e obbligazioni di società*, CEDAM, Padova, 1988, pp. 375 ss.

¹² Questa legittimazione era negata *tout court* da Trib. Milano 2 marzo 1970 cit; ed ammessa senza però precisare se previa autorizzazione dell'assemblea da R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato*, op. cit.; p. 63 e ss.; G.F CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, op. cit.; 516; G.L. BRANCADORO, *Sub art. 2417-2418*, cit; p. 95; R. CAVALLO BORGIA, *Sub art. 2418*, op. cit.; p.189

emittente, è espressione del potere di rappresentanza processuale, concesso dalla norma al rappresentante. Quindi il legislatore considera necessaria, in caso di fallimento, l'insinuazione al passivo tramite una domanda unica per conto di tutti i portatori di titoli, in quanto propedeutica alla realizzazione dell'interesse comune della massa obbligazionaria. Di conseguenza tale potere di insinuazione non può che essere affidato al rappresentante comune, in quanto investito della rappresentanza processuale del gruppo anche nel fallimento della società, ex art. 2418 comma 2.

Il nuovo art. 93 l. fall. aggiunge che il rappresentante comune può presentare il ricorso “anche per singoli gruppi di creditori”. Alcuni di essi, infatti, potrebbero decidere di agire congiuntamente e quindi affidare al rappresentante comune l'onere di presentare la domanda di insinuazione al passivo in nome e per loro conto. In tale circostanza la decisione sarà vincolante solo per coloro i quali abbiano optato per questa forma di insinuazione congiunta.

Infine, è ammessa la possibilità di agire individualmente ed autonomamente ex art. 2419 c.c.¹³.

2. CARATTERISTICHE E TIPOLOGIE DELLE OBBLIGAZIONI

2.1 PATTI DI SUBORDINAZIONE E INSOLVENZA: UNA CORRELAZIONE NECESSARIA

La riforma del diritto societario del 2003 ha inciso sulle modalità di finanziamento delle società, garantendo ad esse una certa elasticità degli strumenti utilizzabili nel reperimento di risorse finanziarie. Infatti, le classiche azioni ed obbligazioni sono state, ad esempio, affiancate da strumenti finanziari partecipativi, anche muniti di diritti amministrativi, se pur non esercitabili nell'assemblea generale degli azionisti, il cui contenuto patrimoniale è liberamente determinabile, fino a poter elidere l'obbligo di rimborso a carico della società.

Anche la disciplina delle tipiche forme di reperimento di capitale è stata rinnovata. Per quanto riguarda le obbligazioni, la riforma ha previsto la possibilità di emettere

¹³ G. PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, Giuffrè Editore, 2008, pp. 185-187

strumenti finanziari atipici, “comunque denominati”, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società, sottoponendoli comunque alla disciplina delle obbligazioni. Si tratta delle c.d. “obbligazioni indicizzate”.

Il rinnovato art. 2411 c.c., dunque, prevede sia obbligazioni subordinate, in relazione alle quali il rimborso del capitale e degli interessi è in tutto o in parte subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società, sia obbligazioni indicizzate, il cui rimborso è strettamente legato all’andamento della società. Tali innovazioni, considerando anche la possibilità per le società di emettere strumenti finanziari non azionari muniti di diritti amministrativi o azioni senza voto, riscattabili o postergate, ex art. 2346, ultimo comma c.c., rivelano che il d.lgs. 6/2003 ha determinato un avvicinamento fra le azioni e gli altri strumenti atti a finanziare la società¹⁴.

La clausola di subordinazione è prevista dal comma 1 dell’art. 2411 c.c., il quale afferma che “il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale e degli interessi è in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori sociali.

È indubbio che, se pur le clausole di subordinazione non ne facciano espresso riferimento, la subordinazione rileva solo in caso di sopravvenuta insolvenza della società. In dottrina, infatti, si parla in proposito di “duplice condizione sospensiva, da un lato quella a cui è subordinata l’efficacia del vincolo di postergazione e cioè il sopraggiungere di uno stato di insolvenza o l’apertura di una procedura concorsuale, dall’altro quella cui è subordinato l’obbligo di rimborso del credito postergato in occasione del verificarsi della prima condizione, ossia il soddisfacimento integrale di tutti i creditori non subordinati¹⁵.

Nonostante mancasse un chiaro e specifico riferimento normativo, già prima della riforma, non si dubitava della possibilità per le parti di configurare un credito come subordinato, pattuendo, quindi, la postergazione del suo soddisfacimento. Negli anni ’90 tale facoltà fu disciplinata normativamente nell’ambito della legislazione speciale in materia bancaria dall’art. 12, ult. comma, T.U.B. Inoltre, l’ammissibilità di tali forme

¹⁴ S. LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito*, Bologna, Zanichelli, 2010 pp. 6-9

¹⁵ S. VANONI, *I crediti subordinati*, Giappichelli Editore, Torino, 2000, p. 76

obbligazionarie non poteva essere esclusa anche in virtù delle diffuse esperienze comunitarie in quanto diversi ordinamenti, fra cui quello francese, spagnolo e olandese, già disciplinavano espressamente tale istituto.

La clausola di subordinazione può assumere diverse configurazioni, alle quali fa riferimento lo stesso articolo 2411. La postergazione può, innanzitutto, essere totale o parziale in quanto le parti possono pattuire che essa si applichi al pagamento del capitale e al pagamento degli interessi oppure ad uno solo dei due. In secondo luogo, la subordinazione può favorire l'intera classe dei creditori oppure uno o più creditori e, nello specifico, l'autonomia concessa alle parti è tale che non vi sono limitazioni relative alla tipologia di beneficiari, fra i quali possono liberamente rientrare sia creditori commerciali, sia creditori finanziari, ma anche portatori di altre emissioni di obbligazioni effettuate dalla stessa società. Infine, vi è la possibilità di applicare la c.d. subordinazione condizionata o incompleta, la quale prevede che l'efficacia della clausola sia subordinata al verificarsi di determinati eventi futuri o al superamento di parametri oggettivi attinenti alla società, predeterminati nel regolamento elaborato dalle parti¹⁶.

2.2 NATURA GIURIDICA DELLA SUBORDINAZIONE

Sul piano giuridico l'accordo di subordinazione è stato qualificato in diverse maniere, ad esempio come proroga a tempo indeterminato dell'originario termine di adempimento, sino al verificarsi dell'avvenuto pagamento degli altri creditori¹⁷, come remissione di debito da parte del creditore subordinato, risolutivamente condizionata al soddisfacimento degli altri creditori, o anche come patto di rinvio del termine di scadenza del credito subordinato al momento successivo al pagamento integrale dei creditori chirografari beneficiari, in sede di liquidazione volontaria del debitore, e come rinuncia al principio della *par condicio creditorum*, risolutivamente condizionata all'integrale soddisfacimento di tutti gli altri creditori, con riguardo alle clausole che

¹⁶ A. GIANNELLI in *Obbligazioni. Bilancio in Commentario alla riforma delle società*, GIUFFRÈ EDITORE, Milano, 2006 pp. 42-43

¹⁷ G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano, in Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G. B. PORTALE, Giuffrè Editore, Milano, 1983

subordinino l'efficacia della postergazione del credito all'apertura di una procedura concorsuale¹⁸.

Analizzando quest'ultima tesi, emerge che il patto in esame presenterebbe una struttura complessa e differente a seconda del contesto in cui venga applicato, cioè nell'ambito di una liquidazione o di una procedura concorsuale. Nel primo caso l'accordo può essere interpretato come negozio di rinvio del termine di esigibilità del credito, sottoposto a condizione risolutiva o meno¹⁹ oppure come negozio di apposizione di condizione sospensiva all'obbligo di rimborso. Nel secondo caso come negozio di rinuncia alla *par condicio creditorum* o come negozio di apposizione di condizione sospensiva dell'obbligo di rimborso del finanziamento.

Tale tesi ha destato, però, dubbi e perplessità. Per quanto riguarda l'ambito liquidatorio è stata criticata l'interpretazione della subordinazione come rinvio del termine di adempimento sottoposto a condizione risolutiva. Infatti, accertato che in una procedura liquidatoria il pagamento integrale dei creditori non appare certo nell'*an* e quindi non può fungere da nuovo termine di esigibilità del credito subordinato, ma rappresenta una condizione, si ritiene che invece di sostenere che l'accordo influisce sul tempo di adempimento dell'obbligo di pagamento, sarebbe più corretto ritenere la clausola di subordinazione come elemento che condiziona direttamente l'efficacia dell'obbligo di rimborso. Nell'ambito delle procedure concorsuali primi dubbi sorgono in relazione alla validità della rinuncia alla *par condicio creditorum*. Trattandosi di un diritto futuro ed eventuale, nel momento in cui viene sottoscritto il patto di postergazione, ci si domanda se sia ammissibile la rinuncia ad un diritto con tali caratteristiche. Anche se dottrina e giurisprudenza concordano sulla possibilità di rinunciare ad un diritto insussistente nel momento in cui si rinuncia allo stesso, vi sono ulteriori problematiche che inficiano la tesi in questione.

¹⁸ In tal senso G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati*, p.360, ma anche G.B. PORTALE, *La ricapitalizzazione*, p.28.

¹⁹ A seconda del criterio adottato per valutare la certezza o incertezza del verificarsi dell'evento dedotto come termine o condizione, criterio in relazione al quale dottrina e giurisprudenza appaiono divise come afferma S. VANONI, *I crediti subordinati, op. cit.*, pp. 52-53

Ad esempio, il considerare tale patto come accordo avente ad oggetto il termine di efficacia dell'obbligo di rimborso si scontrerebbe con quanto sancito dall'art. 55, comma 2, 1. fall., il quale fa riferimento alla scadenza automatica di tutti i crediti pecuniari vantati dal fallito al momento della dichiarazione di fallimento e quindi il patto stesso andrebbe probabilmente considerato inefficace²⁰.

La tesi preferibile elaborata dalla dottrina è quella che qualifica il patto come apposizione di condizione sospensiva dell'esigibilità del credito a cui l'accordo di postergazione accede. Tale teoria appare quella più avvalorata in virtù del fatto che ha il vanto di risolvere la questione della validità delle clausole di subordinazione nell'ambito delle procedure concorsuali, poiché in tal modo il credito postergato viene fatto rientrare nel novero dei crediti condizionali, i quali sono espressamente riconosciuti in sede concorsuale dall'art. 55, comma 3, 1. fall.²¹.

2.3 I PRESTITI IRREDIMIBILI: *SPECIES DEL GENUS DEI PRESTITI SUBORDINATI*

I c.d. "perpetual notes" rappresentano particolari strumenti finanziari assoggettati alla disciplina prevista dall'art. 2411 comma 3 c.c. Essi appartengono alla categoria dei prestiti subordinati, anche se, pur essendo strumenti di debito con clausola di postergazione la cui efficacia è sospensivamente condizionata alla liquidazione dell'emittente, presentano caratteristiche particolari. Innanzitutto, vi è la facoltà di apporre la c.d. clausola di *deferral of interest*, la quale determina, in occasione di eventuali difficoltà gestionali dell'emittente, la sospensione del pagamento degli interessi; inoltre è prevista la partecipazione alla copertura delle perdite di esercizio eventualmente subite dall'emittente tramite la c.d. clausola *lock-in*. La caratteristica più significativa è certamente quella di poter avere una durata perpetua o di essere,

²⁰ S. VANONI, *I crediti subordinati*, op. cit., pp. 55-57

²¹ A. GIANNELLI in *Obbligazioni. Bilancio in Commentario alla riforma delle società*, GIUFFRÈ EDITORE, Milano, pp. 35-37

comunque, a lunghissima scadenza, sempre considerando il diritto per l'emittente e non per il sottoscrittore, di preferire il rimborso anticipato dei titoli²².

Tale peculiare strumento finanziario ha iniziato a diffondersi nella prima metà degli anni ottanta nei paesi anglosassoni, infatti è la Bank of England nel marzo 1986 ad esporre chiaramente le caratteristiche qualificanti i c.d. *primary perpetual subordinated debt*. Le istruzioni impartite sanciscono, quindi, che il portatore non ha diritto al rimborso del capitale versato, ma ha diritto solo al pagamento degli interessi portati dalle relative cedole, che sono però dovuti solo se l'emittente abbia deliberato la distribuzione dei dividendi nel periodo di riferimento; è riservata all'emittente, in condizioni di solvibilità, di procedere al pagamento degli interessi, anche qualora non abbia deliberato la distribuzione dei dividendi, e anche del capitale dopo un periodo iniziale solitamente non inferiore a 5 anni; che si tratta di titoli subordinati, quindi, in sede di liquidazione, il portatore ha diritto ad ottenere il rimborso in seguito al pagamento integrale di tutti gli altri creditori dell'emittente. In relazione a tale ultimo aspetto, la Bank of England aggiunge anche la possibilità per le parti di pattuire la convertibilità del prestito in azioni in vista della liquidazione. Se venisse adottata tale possibilità, con conversione dei titoli e delle relative cedole in un corrispondente ammontare di azioni dell'emittente, dovrebbe essere deliberato anche un corrispondente aumento di capitale²³.

2.4 OBBLIGAZIONI INDICIZZATE: I C.D. CREDIT-LINKED NOTES

Le obbligazioni indicizzate rappresentano una particolare categoria di obbligazioni che vanno suddivise in obbligazioni ad interessi indicizzati, la cui disciplina è espressamente prevista dal comma 2 dell'art. 2411, e obbligazioni a capitale indicizzato, la cui ammissibilità all'interno del nostro ordinamento viene tratta da quanto disposto dal comma 3 dello stesso articolo.

²² A. GIANNELLI in *Obbligazioni. Bilancio in Commentario alla riforma delle società*, GIUFFRÈ EDITORE, Milano, pp. 81-82

²³ F. ROSSI, *Un nuovo tipo di titoli di credito irredimibili: i c.d. perpetuals*, in *Quadrimestre*, GIUFFRÈ EDITORE, 1990, pp. 297 ss.

Per quanto riguarda le prime, il legislatore del 2003 ha proceduto a circoscrivere l'oggetto dell'indicizzazione, facendo riferimento ai "tempi" e all'"entità" del pagamento degli interessi, e a indicare i criteri ammissibili atti a qualificare l'indicizzazione. Relativamente ai "tempi", quindi, si reputa possibile, per la società emittente, sospendere o differire la remunerazione periodica degli obbligazionisti nel caso in cui vengano soddisfatti dei parametri oggettivamente predeterminati. In relazione all'entità del pagamento, invece, la dottrina sottolinea come non vi siano delle limitazioni quantitative, né verso l'alto né verso il basso, relativamente al *quantum* di interessi dovuti ai portatori per effetto dell'indicizzazione. Ciò implica che non è esclusa la possibilità di pattuizioni che prevedano l'integrale venir meno della remunerazione dei titoli, eventualità che potrebbe concretizzarsi nel caso in cui le parti abbiano fissato come indice l'accertamento dell'insolvenza della società emittente, con conseguente apertura di procedura concorsuale. Sui criteri di indicizzazione si pone una distinzione fra parametri "interni", cioè inerenti alle sorti della società emittente e parametri, invece, "esterni" ad essa, la cui liceità si desume dalla lettura del comma 2 dell'art. 2411 che indica la possibilità di inserire nel regolamento delle obbligazioni "anche" parametri relativi all'andamento dell'emittente. L'unico elemento incontrovertibile è dato dalla necessaria oggettività dei parametri presi come riferimento, siano essi interni o esterni, fondamentalmente per evitare che la quantificazione della remunerazione possa essere guidata discrezionalmente dalla società²⁴.

É ormai evidente, per altro, come la prassi progressivamente elabori sempre nuove tipologie di obbligazioni nelle quali i rendimenti vengono definiti secondo i più variegati parametri. Vi sono, ad esempio, le obbligazioni *drop lock bond*, il cui tasso di rendimento variabile diventa fisso quando il rendimento stesso scende sotto una soglia determinata. Le obbligazioni *zero coupon*, invece, sono caratterizzate dal fatto che il prezzo di emissione è inferiore al valore nominale del titolo e, quindi, in tale circostanza il rendimento è dato dalla differenza fra il prezzo di emissione e l'ammontare del rimborso. L'aspetto peculiare che le contraddistingue è l'assenza di cedola, il che determina un prezzo di emissione più basso proprio perché vi è una integrale

²⁴ A. GIANNELLI in *Obbligazioni. Bilancio in Commentario alla riforma delle società*, GIUFFRÉ EDITORE, Milano, pp. 51-53

capitalizzazione degli interessi, i quali non vengono versati ma incorporati all'interno del titolo a differenza dei titoli con cedola detti *coupon bearing bond*. Certamente diffuse sono anche le obbligazioni a premio, le quali garantiscono un *surplus* di remunerazione di natura aleatoria²⁵.

L'ammissibilità delle obbligazioni con capitale indicizzato non è, invece, sancita espressamente nel nostro ordinamento ma si desume dal testo del comma 3 dell'art. 2411. Dalla lettura dell'articolo emerge anche che le uniche ipotesi di indicizzazione al capitale ammesse sono quelle che dipendono da parametri attinenti alla situazione patrimoniale, finanziaria o reddituale della società. Inoltre, seppur non si parli esplicitamente di criteri oggettivi da prendere in considerazione, è certo che, anche relativamente a tali tipologie di obbligazioni indicizzate, i criteri adottabili attinenti alla situazione economico-finanziaria della società devono inderogabilmente presentare il carattere dell'oggettività.

Una questione dibattuta in dottrina ha riguardato il consentire o meno alle parti di prevedere nel regolamento dei titoli che nulla sia più dovuto ai portatori di obbligazioni in caso di risultati particolarmente negativi della società, che possano determinarne anche il *default*. Ci si chiede, quindi, se il possibile venir meno dell'obbligo di rimborso del capitale sia tale da ostacolare la stessa qualificazione di tali strumenti come obbligazioni. La tesi più accreditata che è stata elaborata pone l'accento sulla natura ibrida di tali obbligazioni, il cui diritto al rimborso è sottoposto a condizione risolutiva, cioè l'andamento economico negativo della società. Tale caratteristica renderebbe, quindi, i portatori direttamente partecipi del rischio d'impresa e, nello specifico, anche più dei singoli azionisti. Questo perché, in caso di insolvenza e successiva liquidazione, gli obbligazionisti, a causa dell'indicizzazione, perderebbero il diritto al rimborso del credito erogato alla società, mentre gli azionisti avranno comunque diritto alla propria quota di liquidazione della società, anche se pur sempre subordinata al soddisfacimento di tutti i creditori sociali²⁶.

²⁵ L.BENVENUTO, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari*, G. GIAPPICHELLI EDITORE, Torino, 2011, p. 225

²⁶ A. GIANNELLI in *Obbligazioni. Bilancio in Commentario alla riforma delle società*, GIUFFRÈ EDITORE, Milano, pp. 68-72

In virtù delle caratteristiche che, obbligatoriamente, gli strumenti finanziari devono presentare per poter rientrare fra quelli ai quali fa riferimento il comma 3 dell'articolo 2411, certamente i c.d. *credit-linked notes* non ne fanno parte in quanto i parametri dai quali dipende il rimborso in linea capitale di tali titoli non attengono alla società emittente. I titoli di debito in questione, infatti, sono caratterizzati dal fatto che il rimborso del capitale dipende tendenzialmente dal verificarsi di eventi economici connessi alla solvibilità di soggetti distinti dalla società che emette i titoli stessi. Quindi se il soggetto terzo, definito *reference entity*, fallisce, i portatori di tali titoli avranno come unico diritto quello di ricevere un ammontare corrispondente al valore di mercato di alcune obbligazioni finanziarie del soggetto terzo preliminarmente individuate dalle parti. La *reference entity*, in sostanza, rappresenta semplicemente un parametro di riferimento per determinare i diritti degli obbligazionisti, parametro che non può essere influenzato in alcun modo dalla società emittente²⁷.

La riforma del 2006 ha novellato l'art. 58 l. fall, il cui testo ha chiarito la definizione dell'ammontare della partecipazione dei possessori di obbligazioni al passivo del fallimento. Innanzitutto, viene sancita una regola *ad hoc* per l'ammissione al passivo delle obbligazioni, cioè la necessaria presenza di un valore nominale del titolo, in applicazione del principio cartolare della letteralità. Inoltre, l'articolo riformato sottolinea come sia necessario scomputare dal valore nominale eventuali rimborsi anticipati, che possono essere previsti dai regolamenti di emissione al fine di permettere all'obbligazionista un disinvestimento graduale nel tempo.

In relazione alle obbligazioni con interesse indicizzato, si rivela agevole il calcolo del valore ammesso al passivo, applicando il parametro prescelto per calcolare il valore degli interessi fino alla data del fallimento. Nel caso in cui sopravvengano dubbi sul criterio di determinazione degli interessi, è applicabile l'art 59 l. fall, il quale stabilisce l'ammissione del credito in base al valore del parametro alla data della dichiarazione di fallimento.

Per quanto riguarda le obbligazioni a capitale variabile, invece, era proprio quanto espresso dall'art 58 l. fall ad escludere la liceità di tali tipologie obbligazionarie. Infatti,

²⁷ A. GIANNELLI in *Obbligazioni. Bilancio in Commentario alla riforma delle società*, GIUFFRÈ EDITORE, Milano, 2008, p. 73

partendo da tale disposizione si riteneva che fosse proprio il valore nominale dei titoli l'elemento da prendere come riferimento per verificare il rispetto dei limiti all'emissione sanciti dall'attuale art. 2412 c.c. Quindi, non essendo possibile determinare al momento dell'emissione il valore del seguente rimborso, se ne deduceva l'inammissibilità di tali obbligazioni. Tale linea di pensiero, però, è stata prontamente confutata, in quanto si è rilevato come stabilire quale sia il credito degli obbligazionisti alla scadenza convenzionale o ai fini del concorso e determinare l'entità delle obbligazioni emesse, appartengono a due piani differenti. Quindi si è giunti ad accogliere la tesi in virtù della quale la somma considerata dall'art 2412 c.c. come limite all'emissione corrisponde al valore di emissione e non al valore di rimborso.

Un'altra questione affrontata ha riguardato l'applicabilità dell'art. 58 l. fall. agli strumenti finanziari previsti dall'art. 2411 comma 3, ossia quelli che "condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società". Dalla lettura dell'articolo, si evince che tali strumenti sottostanno solo alle norme in tema di obbligazioni dettate dal codice civile, non essendoci riferimenti alla disciplina concorsuale. Da un punto di vista sostanziale, però, vi sono degli aspetti che fanno propendere per una applicazione analogica dell'art. 58 come, ad esempio, il fatto che sono strumenti che prevedono il rimborso del capitale o, anche, che possono essere denominati "obbligazioni". È necessario porre una distinzione all'interno degli strumenti finanziari considerati, poiché la questione muta se ad essere considerati sono i tempi del rimborso o l'entità dello stesso. Nel primo caso, le clausole che condizionano i tempi del rimborso verrebbero rese inopere in ambito fallimentare dal principio della cristallizzazione dei crediti e della sospensione degli interessi sancito dall'art. 55 l. fall. Quindi, in tale circostanza, l'apporto precettivo dell'art.58 sarebbe salvaguardato. Nel secondo caso, invece, il principio dell'ammissione al passivo fallimentare in misura equivalente al valore nominale andrebbe a ledere la funzione economica di tali strumenti finanziari, trasformandoli in obbligazioni "pure" ed eliminandone la peculiare componente di rischio. Pertanto, l'eventuale applicazione dell'art. 58 sarebbe fortemente in contrasto con la *ratio* degli strumenti in esame²⁸.

²⁸ L.PISANI, *Prestito obbligazionario e crisi d'impresa*, in AA. VV. *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*, Studi in onore di Giovanni E. Colombo, Torino, 2011, pp. 89 ss.

3. CRISI D'IMPRESA E CREDITORI: BENEFICI E PERICOLI DEL RICORSO ALL'INDEBITAMENTO

L'investimento in obbligazioni presenta delle caratteristiche peculiari tali da renderlo particolarmente appetibile per i risparmiatori. Su tutte certamente rivestono una posizione di rilievo la facile negoziabilità dei titoli obbligazionari, la certezza al rimborso del valore nominale, sempre che non sopraggiunga il fallimento dell'emittente, la corresponsione di interessi periodici o anche l'eventuale presenza di incentivi quali la convertibilità, l'indicizzazione o la partecipazione agli utili.

Allo stesso tempo, anche per le società, l'emissione di obbligazioni presenta innegabili vantaggi come, ad esempio, il mantenimento della medesima compagine sociale ma anche la progressiva svalutazione monetaria “che decurta il debito della società e trasforma il prestito obbligazionario in una parziale traslazione dei costi dal ceto imprenditoriale ad altri ceti sociali”²⁹.

A testimoniare l'apertura delle imprese verso tale fonte di finanziamento è possibile proporre dati recenti, risalenti al 2017, raccolti da Dealogic per “Il sole 24 ore”, secondo cui l'ammontare del valore nominale delle obbligazioni emesse da società italiane in quella data equivaleva a 57.3 mld di euro. Le motivazioni che inducono le società ad operare in tal modo sono essenzialmente finanziarie, quindi per effettuare eventuali acquisizioni, per espandere la propria attività o per ridurre un indebitamento bancario³⁰.

Il ricorso all'indebitamento in senso lato può rappresentare una scelta strategica della società poiché, in determinate condizioni di domanda e offerta di fondi e risultati d'esercizio, conduce a rendimenti convenienti per l'impresa.

Solitamente un'impresa tende a contrarre un debito al fine di soddisfare un bisogno per il quale la liquidità a disposizione non sarebbe sufficiente.

L'indebitamento è una forma di finanziamento molto diffusa fra le società e rientra tra le fonti di finanziamento con vincolo di credito. Tale vincolo può essere inteso in forma

²⁹F. GALGANO, *La società per azioni*, Cedam, Padova, 1984, p. 355, citato da R. CAVALLO BORGIA, *Azioni e obbligazioni di società*, CEDAM, Padova, 1988, pp. 297-298

³⁰ F. CAIAZZO, *Ecco perché alle aziende italiane piacciono i bond*, in www.money.it, ultima consultazione in data 04/04/2019

diretta o indiretta. La prima si attua o tramite prestiti negoziati autonomamente dalle parti o mediante prestiti che possono configurarsi come obbligazioni sottoscritte da terzi, nello specifico risparmiatori o enti di intermediazione finanziaria, che assumono le vesti di creditori. Un esempio tipico della seconda tipologia è rappresentato, invece, dai crediti di fornitura, la cui peculiarità è data dal fatto che vi è una liquidazione differita degli scambi di beni e servizi con fornitori e clienti.

La valutazione relativa alla vantaggiosità del ricorso a capitale di credito si fonda sul c.d. effetto leva del debito, fenomeno in virtù del quale all'aumentare della quota del debito si riduce l'utile netto, ma aumenta il rendimento del capitale investito dai soci.

In virtù di ciò gli amministratori sociali sono incentivati a dotarsi di capitale di debito in quanto in tal modo massimizzano i rendimenti, sfruttando proprio l'effetto leva, che aumentando il capitale senza incrementare il numero di coloro che hanno diritto ad una quota dell'utile, moltiplica i risultati positivi dell'impresa.

Allo stesso tempo, però, bisogna sottolineare come tale decisione gestionale può rivelarsi decisamente rischiosa poiché una variazione del tasso di interesse richiesto dai finanziatori o del rendimento del capitale investito potrebbero ledere in maniera significativa la società mettendone a repentaglio la sopravvivenza³¹. Infatti, l'eventuale incapacità della società di far fronte alle proprie obbligazioni, con il venir meno del principio di economicità, ne determinerebbe l'ineluttabile insolvenza.

3.1 TUTELA DEI CREDITORI NELLA FASE DI CRISI PRE-CONCORSUALE

La gestione di un'impresa societaria in una situazione di normalità è affidata, in via prevalente, agli amministratori e ai soci, i quali sono tenuti a tutelare gli interessi dei finanziatori della società, salvaguardando il patrimonio sociale. Quindi, nell'ambito di un'attività sociale sana, gli scopi perseguiti dai soci sono equiparabili, se pur non coincidenti, con quelli dei creditori.

³¹ F. D. E. DE SILVO, *Creditori e crisi d'impresa. Fallimento e comitato dei creditori*, Napoli, 2009, pp 32-36