



**UNIVERSITA' CATTOLICA DEL SACRO CUORE  
MILANO**

**Dottorato di ricerca in Diritto Commerciale Interno e  
Internazionale  
ciclo XXII  
S.S.D: IUS/04**

**FINANZIAMENTI DEI SOCI E PROCEDURE DI  
INSOLVENZA**

**Coordinatore: Ch.mo Prof. Gaetano Presti**

**Tesi di Dottorato di : Stefano Valente  
Matricola: 3580023**

**Anno Accademico 2008/09**

# **FINANZIAMENTI DEI SOCI E PROCEDURE DI INSOLVENZA**

## **INDICE:**

### **CAPITOLO I – L’INQUADRAMENTO DEL PROBLEMA: LE QUESTIONI SOTTESE ALLA SUBORDINAZIONE DEI FINANZIAMENTI DEI SOCI NELLE PROCEDURE DI INSOLVENZA.**

1. Introduzione.
  - 2.1. Priorità legali o contrattuali e riqualificazione dei prestiti dei soci.
  - 2.2. La seconda posizione della dottrina post-riforma: il rispetto delle priorità legali o contrattuali come delineato a seguito della postergazione dei prestiti dei soci.
3. Il rapporto tra art. 2467 c.c. e la massimizzazione dell’attivo patrimoniale nelle opinioni della dottrina post-riforma.
4. Alcuni profili critici delle ricostruzioni esaminate: i casi dei “prestiti ponte”, della sussistenza nel diritto italiano di un *Sanierungsprivileg* e del trattamento da riservare ai prestiti dei soci *posti in esecuzione* di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di un piano di risanamento.
  - 5.1. Alcuni riferimenti comparatistici ovvero degli scettici: Regno Unito e Svizzera.
  - 5.2. L’esperienza tedesca di riforma.
6. Le linee di sviluppo dell’indagine. L’analisi della disciplina, alla luce del dato comparatistico, evidenzia una tensione non completamente risolta tra l’obiettivo del rispetto delle priorità e la massimizzazione dell’attivo patrimoniale: necessità di approfondire il punto.

### **CAPITOLO II – TUTELA DEI CREDITORI E TENTATIVI DI RISANAMENTO: ALCUNI RILIEVI A LIVELLO DI FATTISPECIE.**

1. Crisi dell’impresa e costi di agenzia del debito.
2. Crisi della società e prestiti dei soci.

3. Profili di incompatibilità tra risanamento della società e regola di subordinazione.
4. (Segue): possibili critiche a queste prime conclusioni.
5. I tratti distintivi di una possibile diversa concezione della libertà di finanziamento.
6. Compatibilità della conclusioni raggiunte con i presupposti applicativi dell'art. 2467.
7. Alcuni ulteriori riscontri ed altre, possibili, obiezioni all'accoglimento della tesi proposta.

### **CAPITOLO III – POSSIBILI SOLUZIONI DI DISCIPLINA: IL TRATTAMENTO DEI FINANZIAMENTI SOCI NELLE PROCEDURE DI INSOLVENZA.**

1. Alcuni rilievi introduttivi.
  - 2.1. I prestiti ponte.
  - 2.2. Il problema della sussistenza nel diritto italiano di un *Sanierungsprivileg*.
  - 2.3. I prestiti dei soci concessi nell'ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di un piano di risanamento o di un concordato preventivo.
    - 3.1. Circa il significato del termine postergazione.
    - 3.2. Le differenze nell'interpretazione del significato del termine postergazione nel contesto dell'art. 2467.
4. Le incongruenze applicative sul piano fallimentare derivanti dalla teoria della postergazione.
5. Differenze funzionali tra postergazione legale e convenzionale.
6. Una diversa proposta di interpretazione del termine “postergazione” ed il conseguente trattamento fallimentare dei prestiti “anomali”.
7. La regola della restituzione del rimborso nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento.
8. Conclusioni.

## CAPITOLO I

### L'INQUADRAMENTO DEL PROBLEMA: LE QUESTIONI SOTTESE ALLA SUBORDINAZIONE DEI FINANZIAMENTI DEI SOCI NELLE PROCEDURE DI INSOLVENZA

1. *Introduzione.* Il tema del finanziamento dei soci nelle società di capitali, che già prima della riforma del diritto societario del 2003 aveva suscitato un ampio dibattito dottrinale, non ha cessato di attrarre l'interesse degli interpreti neppure a seguito dell'introduzione dell'art. 2467 c.c. con riferimento alle s.r.l. e dell'art. 2497 *quinquies* c.c., nel capo dedicato a "Direzione e coordinamento di società".

È noto come nel contesto pre-riforma, mancando un'esplicita presa di posizione del legislatore, si era soliti affrontare l'argomento trattando, in via preliminare, di quelli che potremo chiamare i profili di qualificazione dell'apporto del socio. In altre parole, la prima preoccupazione consisteva nella ricerca della comune intenzione delle parti in relazione ad ipotesi di versamenti per i quali non veniva esplicitamente indicata dai contraenti, socio e società, la natura di prestito o, alternativamente, di apporto a patrimonio dell'operazione contrattuale posta in essere. Solo dopo aver, eventualmente, *qualificato* il negozio come un contratto di mutuo concesso dal primo a favore della seconda, ci si preoccupava - quasi solamente da parte della dottrina - di fare un passo ulteriore ovvero di avanzare (facendo leva su diverse possibili giustificazioni teoriche e andando anche contro la specifica volontà delle parti) una proposta di *riqualificazione* dell'accordo<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Così TERRANOVA, *Art. 2467. Finanziamenti dei soci*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, 3, Napoli, 2004, 182 ss.; per la ricostruzione dello scenario precedente alla riforma del 2003, si vedano anche, *ex multis*: PRESTI, *Art. 2467. Finanziamenti dei soci*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, 102 ss. (in particolare, per completi riferimenti, 103, nt. 12 e 13); TOMBARI, «*Apporti spontanei*» e «*prestiti*» *ei soci nelle società di capitali*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2006, 551 ss.; M. CAMPOBASSO, *I finanziamenti dei soci*, (ed. provv.), Torino, 2004, 40 ss.

Per alcune significative precisazioni circa il rapporto tra interpretazione della reale volontà dei contraenti e processo di qualificazione del contratto nella prospettiva del finanziamento soci GINEVRA, *Sulla qualificazione dei «finanziamenti» dei soci nella società partecipata*, in *Banca Borsa*, 2002, II, 731 s. (spec. 732, nt. 16).

Non è questa la sede per ripercorrere nel dettaglio tutti i *distinguo* presenti negli scritti degli autori che si sono occupati di questo argomento e le rispettive argomentazioni<sup>2</sup>; piuttosto, è importante porre in evidenza come, a seguito della codificazione degli artt. 2467 e 2497 *quinquies*, la regolamentazione dei prestiti dei soci abbia posto la dottrina di fronte a nuovi e diversi profili problematici.

Infatti, accanto alla persistente questione di distinguere tra apporto e finanziamento, la formulazione dell'art 2467 (dove sono fissati i contorni della fattispecie, il cui raggio di applicazione viene poi esteso dall'art. 2497 *quinquies* fino a comprendere anche i prestiti concessi nell'ambito di un gruppo di società) pone ora - in *primis* - un problema "di vertice" precedentemente non esistente, la presa di posizione rispetto al quale condiziona fortemente il successivo cammino dell'interprete. Ci si riferisce, più chiaramente, al dibattito circa la natura degli effetti imposti dall'art. 2467, caratterizzato dalla presenza di due orientamenti ben distanti: dove, per alcuni, la disposizione comporta una riqualificazione del contratto, che incide sulla sostanza del rapporto e trasforma il finanziamento del socio in capitale di rischio; mentre, per altri, si tratta di una "semplice" postergazione della pretesa restitutoria, la quale lascia allora inalterata la natura di prestito del negozio<sup>3</sup>.

Ad un livello ancora inferiore, poi, la norma è foriera di un'ulteriore serie di interrogativi. Si pensi, a titolo di mero esempio, alla questione se la regola di (*lato sensu*) postergazione operi solo in una situazione di insolvenza della società o anche durante la sua vita normale; oppure alle numerose incertezze che si pongono con riferimento ai suoi presupposti soggettivi ed oggettivi di applicazione; per non parlare, infine, del quesito

---

<sup>2</sup> A partire dallo scritto di PAVONE LA ROSA, *La teoria dell'imprenditore occulto nell'opera di Walter Bigiavi*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 671 ss., i contributi principali restano quelli di: PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004, 1 ss. (versione aggiornata del precedente *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, 3 ss.); ANGELICI, *Note in tema di rapporti contrattuali tra socio e società*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 681 ss.; ABBADESSA, *Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capitali: una proposta di soluzione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 497 ss.

Successivamente, si vedano anche: L. PARELLA, *Versamenti in denaro dei soci e conferimenti nelle società di capitali*, Milano, 2000, *passim*; IRRERA, *I prestiti dei soci alla società: ricostruzione del fenomeno e prospettive di qualificazione e disciplina*, Padova, 1992, *passim*.

<sup>3</sup> PRESTI, (nt. 1), 112 ss.; TERRANOVA, (nt. 1), 1458.

circa la possibilità e, in caso di risposta affermativa, delle modalità di applicazione dell'art. 2467 anche alla società per azioni<sup>4</sup>.

A fronte dell'ampio dibattito accesi a seguito della riforma, tuttavia, la dottrina non ha mostrato grande interesse nell'indagare *autonomamente* i problemi di disciplina che la postergazione (sempre intesa in senso ampio) dei finanziamenti dei soci presenta nell'ambito delle procedure d'insolvenza<sup>5</sup>.

Con questa osservazione non si vuole certo negare che, spesso, la risoluzione di alcune questioni strettamente fallimentari possa discendere, come conseguenza, dagli orientamenti generali dell'interprete sul tema: basti pensare - esemplificativamente - allo stretto legame che intercorre tra la posizione che si adotti con riferimento alla scelta "di vertice", prima ricordata, fra riqualificazione del prestito e postergazione del rimborso, e la possibilità di ritenere che la pretesa del socio possa essere ammessa o meno al passivo fallimentare. E non si vuole nemmeno affermare che l'indagine nel campo dei risvolti concorsuali dell'art. 2467 debba prescindere da una precedente presa di posizione circa problemi - definiamoli così - di "fattispecie".

Ciò che si vuole porre in evidenza è che, dichiarato il fallimento e accertato che tra i debiti della società è presente un finanziamento "anomalo", la vicenda di questo "credito" non è più determinata esclusivamente dalla disciplina ricavabile dall'art. 2467 e dalla sua *ratio*, ma si gioca all'interno di un contesto diverso e molto più complesso: sicchè il trattamento concorsuale di queste operazioni verrà determinato anche in relazione alle *specifiche regole*, alla *logica* e alle *finalità* proprie delle procedure d'insolvenza.

In altre parole, se fino ad ora l'impostazione seguita è stata prevalente "societaria" - nel senso che ha letto la norma partendo dalla prospettiva della società in funzionamento e ha fornito poi la risposta alle questioni che si presentano una volta che la stessa divenga insolvente come *conseguenza* dell'inquadramento offertone "a priori" - si può forse pensare di guardare alla tematica del finanziamento soci da una prospettiva,

---

<sup>4</sup> Per una rassegna, M. CAMPOBASSO, *Finanziamento del socio*, in *Banca borsa*, 2008, I, 441 ss.; BALP, *I finanziamenti dei soci «sostitutivi» del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, in *Riv. soc.*, 2007, 345 ss.

<sup>5</sup> Affronta i problemi fallimentari, BOATTO, *Finanziamenti-soci e finanziamenti-intragruppo nelle procedure concorsuali*, in *Le nuove procedure concorsuali per la prevenzione e la sistemazione della crisi d'impresa*, a cura di Bonfatti e Falcone, Milano, 2006, 237 ss.

diciamo così, “fallimentare” che, ribaltando l’angolo visuale, muova da quelle che sono le finalità a cui mirano le procedure concorsuali e perciò dalla necessità di dare soluzione alle problematiche che l’art. 2467 solleva in quest’ambito in modo ad esse conforme<sup>6</sup>.

Naturalmente, questo percorso di ricerca richiede la preliminare comprensione di quali siano gli obiettivi delle procedure d’insolvenza.

A questo riguardo, pare di poter dire che, da un ricognizione della letteratura sul punto, essi vengono generalmente ricondotti a due grandi gruppi<sup>7</sup>. In primo luogo, il fallimento e le altre procedure concorsuali sono viste come lo strumento mediante il quale garantire che l’allocazione dei diritti sull’attivo patrimoniale dell’impresa dichiarata insolvente segua fedelmente le regole di graduazione stabilite dalla legge o dai contratti posti in essere. Il secondo aspetto concerne, invece, la massimizzazione del valore dell’attivo aziendale da perseguire sia ad insolvenza manifesta che prima di tale momento, ritagliando, a questo fine ed in quest’ambito, uno spazio adeguato alle procedure di risanamento.

Si tratta, come noto, di finalità a volte in contrasto fra loro che necessitano di essere condotte ad un punto di equilibrio: ragion per cui la rilevanza dell’una o dell’altra all’interno dei diversi ordinamenti nazionali varia a seconda della storia, della sensibilità giuridica e degli indirizzi di politica economica; con l’avvertenza, generalmente condivisa, che, comunque, perseguire una delle due istanze in modo del tutto prevalente rispetto all’altra è causa, alternativamente, di scarsa efficienza o di ingiustizia del sistema fallimentare<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Operare questo cambio di prospettiva non significa prendere necessariamente posizione sul tema concernente la natura fallimentare o societaria dell’art. 2467; per il quale si veda, da ultimo, la decisione del Tribunale di Milano, 24 aprile 2007, in *Banca borsa*, 2007, II, 610 ss., con nota di BALP, *Sulla qualificazione dei finanziamenti dei soci ex art. 2467 c.c. e sull’ambito di applicazione della norma*; ed anche in *Giur. it.*, 2007, 2500 ss., con nota di CAGNASSO, *Prime prese di posizione giurisprudenziali in tema di finanziamenti dei soci di società a responsabilità limitata*.

<sup>7</sup> STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 67 ss.; BELCREDI, *Le soluzioni concordate alle crisi d’impresa: profili economico-finanziari*, in *Crisi dell’impresa e riforme delle procedure concorsuali. Atti del convegno*, Milano, 2006, 107 s.; ID., *Crisi e ristrutturazione finanziaria delle imprese*, in *Manuale di finanza aziendale*, a cura di Cattaneo, Bologna 1999, 649 ss.; CAPRIO, *L’efficienza economica delle procedure di gestione del dissesto in Italia: un’interpretazione delle evidenze empiriche della ricerca*, in *Gli strumenti di gestione delle crisi finanziarie in Italia: un’analisi economica*, a cura di L. Caprio, Milano, 1997, 5 ss.; CORNELLI-FELLI, *Ex-Ante Efficiency of Bankruptcy Procedures*, in *41 Europ. Econ. Rev.* (1997), 475 ss.

<sup>8</sup> A riguardo si vedano, ad esempio: SALVATO, *Il difficile bilanciamento delle esigenze di tutela dei creditori e del mercato nella disciplina dei finanziamenti alle imprese*, in *Fall.*, 2009, allegato, 87 ss.; D’ALESSANDRO, *La crisi d’impresa tra diagnosi precoci e “accanimenti terapeutici”*, in *Crisi d’impresa e*

Più nello specifico, vi è una diffusa consapevolezza riguardo al fatto che il modo con cui la legge determina o corregge (è il caso dell'art. 2467) la scala di graduazione delle pretese sul patrimonio del fallito, ed anche la forza con cui lo fa - imponendo ad esempio in modo assoluto il rispetto della *par condicio creditorum* o, all'opposto, concedendo delle eccezioni -, hanno un effetto diretto (che si tratta di valutare attentamente) sulla possibilità di massimizzare il valore dell'impresa sia ad insolvenza manifesta che prima di tale momento<sup>9</sup>.

In questo contesto, il primo passo della ricerca qui condotta consisterà allora nello stabilire come gli inquadramenti dottrinali di cui l'art. 2467 è stato oggetto si pongano in rapporto con questa "logica fallimentare": valutando, in particolare, in che modo e per quali ragioni determinino un certo ordine di priorità; e come ciò influisca su quell'equilibrio tra rispetto delle priorità stesse e massimizzazione del valore aziendale

---

*riforma della legge fallimentare*, a cura di Piccinini e Santaroni, Roma, 2002, 27 ss.; ID., *Politica della crisi d'impresa: risanamento o liquidazione dell'azienda?*, in *Fall.*, 1980, 29 ss.; ABADESSA, *Liquidazione dell'impresa in dissesto e terapie alternative dell'insolvenza*, in *Dir. fall.*, 1979, I, 113 ss.; A.A.V.V., *L'uso alternativo delle procedure concorsuali*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 223 ss.; MECKLING, *Financial Markets, Default and Bankruptcy: The Role of the State*, in 41 *L. & Contemp. Prob.*(1977), 13 ss.

Molto interessante è anche lo studio empirico recentemente condotto in 88 Paesi ed avente ad oggetto il livello di efficienza del «*debt enforcement*» da DJANKOV-HART-MCLIESH-SHLEIFER, *Debt Enforcement Around the World*, 116 *J. Pol. Econ.*(2008), 1105 ss., ed in cui si rileva, tra l'altro, come nei "French legal origin countries" un punto di particolare inefficienza sia rappresentato dalla difficoltà - o poca considerazione - verso le procedure di risanamento (Paesi in cui «*the odds of saving the firm are particularly low*»).

<sup>9</sup> Si tratta, cioè, del conosciuto problema dell'equilibrio, nell'ambito delle procedure di insolvenza, tra efficienza *ex ante* ed efficienza *ex post*. In generale, BELCREDI, *Le soluzioni concordate* (nt. 7), 108; BIANCO-MARCUCCI, *Procedure fallimentari ed efficienza economica: valutazioni teoriche e riflessioni per l'economia italiana*, in *Banca impresa soc.*, 2001, 22 ss.; LINCiano, *Quali obiettivi per la riforma della normativa fallimentare italiana? Riflessioni tra teoria economica e prassi*, in *Mercato conc. reg.*, 2001, 121 ss.

Si vedano, al riguardo, gli opposti risultati circa la desiderabilità o meno - dal punto di vista economico ed in funzione del risanamento - della possibilità di violare la regola dell'*absolute priority* nell'ambito di una procedura concorsuale, a cui giungono BERGMAN-CALLEN, *Rational Deviations from Absolute Priority Rules*, in 4 *Int. Rev. Fin. Anal.* (1995), 1 ss.; e LONGHOFER, *Absolute Priority, Rules Violations, Credit Rationing and Efficiency*, in *J. Fin. Interm.* (1997), 249 ss.

In una prospettiva più strettamente giuridica (e che quindi deve tener conto oltre che di considerazioni di efficienza, di valori, nel caso della tutela dei creditori di rilevanza costituzionale: D'ALESSANDRO, *La crisi delle procedure concorsuali e le linee della riforma: profili generali*, in *Crisi dell'impresa e riforme delle procedure concorsuali. Atti del convegno*, Milano, 2006, 21 ss.), si è giustamente sottolineato che se è certamente importante salvaguardare il valore dell'impresa in funzionamento, il suo *going concern*, che una dissoluzione liquidativa distrugge irrimediabilmente, allo stesso tempo non si può pensare che «ai creditori possa essere fatta subire loro malgrado una conservazione dell'impresa "orientata al debitore"». Non solo, infatti, «conservare in vita un'impresa che in modo stabile e duraturo distrugge ricchezza anziché produrne è pratica che non può evidentemente in alcun modo essere giudicata efficiente», ma «oltre che economicamente inefficiente, la pratica è anche giuridicamente illegittima» cosicché «se "salvataggi" ci devono essere (...) non possono essere fatti a spese dei creditori», così D'ALESSANDRO, *ibidem*; Nello stesso senso STANGHELLINI, (nt. 7), 283 ss. e 320 ss., dove anche ulteriori riferimenti bibliografici.

che il legislatore ha inteso fissare a seguito della riforma attuata dal D.Lgs. 9 gennaio 2006, n. 5 - “Riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali a norma dell’art. 1, comma 5, della legge 14 maggio 2005, n. 80” e successive modifiche.

*2.1. Priorità legali o contrattuali e riqualificazione dei prestiti dei soci.* Come si è brevemente accennato nel paragrafo precedente, la disciplina del primo comma dell’art. 2467 è oggetto di due inquadramenti contrastanti, ciascuno dei quali implica un diverso ordine di collocazione dei crediti anomali dei soci nell’ordine di ripartizione del patrimonio sociale<sup>10</sup>.

Un primo orientamento, che seppur minoritario occupa una posizione di indiscutibile rilievo, ritiene che l’art. 2467 c.c. imponga, una volta che si siano verificati i presupposti applicativi stabiliti al comma 2, la *riqualificazione* del finanziamento del socio in conferimento<sup>11</sup>.

Nell’ottica dell’ordine di ripartizione del residuo patrimoniale, questa impostazione comporta, in primo luogo, che il finanziamento “anomalo” non costituisce un debito della società, ma una voce del patrimonio netto, su cui non maturano interessi; ne discende che il socio non ha alcun diritto alla restituzione di quanto erogato a titolo di mutuo e che la sua aspettativa di rimborso verrà semmai realizzata attingendo da quanto rimane dopo la soddisfazione di tutti i creditori ed in concorso con le pretese degli altri *residual claimants*. Infine, il credito spettante al socio non verrà considerato nella valutazione di insolvenza; e, una volta aperto il fallimento, il suo titolare non avrà alcun titolo per poter essere ammesso al passivo<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> PRESTI, (nt. 1), 112.

<sup>11</sup> Il riferimento è, ovviamente, a PORTALE, *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca borsa*, 2003, I, 663; ID., (nt. 2), 147 ss. e, in particolare, 148, nt. 273-bis. Sostengono la tesi della *riqualificazione* del prestito in conferimento anche NIGRO, *Diritto societario e procedure concorsuali*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2007, 195; GUIZZI, *Partecipazioni qualificate e gruppi di società*, in A.A. V.V., *Diritto delle società di capitali e cooperative*<sup>3</sup>, 1, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, diretto da Galgano, Padova, 2006, 814 s.; IRACE, *Art. 2467. Finanziamenti nell’attività di direzione e coordinamento*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, 3, Torino, 2003, 342.

<sup>12</sup> Procedura di insolvenza per la quale il socio creditore, probabilmente, non potrebbe fare istanza. Sia consentito, in questa parte della trattazione, limitarsi a descrivere in modo sintetico le conseguenze della riqualificazione. Nel terzo capitolo si avrà occasione di tornare sul punto, specificando, in particolare,

Ora, se è vero che le procedure d'insolvenza sono concepibili alla stregua di «un'importantissima proiezione» del sistema economico e giuridico, e che uno dei loro principali compiti è appunto quello di «mantenere ed affermare (...) l'apparato di incentivazione degli investimenti su cui si basa l'intero sistema»<sup>13</sup>, bisogna allora cercare di capire quale sia, nel pensiero dei sostenitori della tesi della riqualificazione, questo sistema di incentivi di cui si “delega” l'attuazione (sostanziantesi nel rispetto di determinate priorità legali) ai meccanismi delle procedure fallimentari. Non si intende qui argomentare (direttamente) a favore o contro la tesi della riqualificazione - compito questo di chi si ponga in una prospettiva societaria - quanto piuttosto comprendere le ragioni sostanziali per le quali si giunge ad una determinata configurazione della graduazione delle pretese: per essere nella posizione di poter verificare, in un secondo momento, se ed in che modo le ragioni che la giustificano incidano, in ottica fallimentare, su quell'equilibrio tra rispetto dei contratti di finanziamento e massimizzazione del valore dell'attivo aziendale prima richiamato.

A questo riguardo, la ricostruzione in esame ritiene che l'art. 2467 sia espressione di una regola di corretto finanziamento dell'impresa, basata su due distinti presupposti.

Il primo è rappresentato dalla funzione assegnata all'istituto del capitale sociale. Senza dilungarsi eccessivamente su un tema noto da tempo, basti qui ricordare che, superando l'impostazione precedente che vi ravvisava uno strumento di garanzia diretta per i creditori<sup>14</sup>, la dottrina in questione giunge a dimostrare come, diversamente, il ruolo del capitale sia da rinvenire nella sua attitudine ad offrire a costoro una tutela indiretta. In particolare, esso assicurerebbe il raggiungimento dell'equilibrio economico-finanziario

---

l'esatto significato del termine “postergazione”. In questa sede, ci si limita ad accennare che, secondo l'opinione in questione, esso debba essere inteso alla stregua di un espediente tecnico utile al fine di assicurare ai soci creditori la possibilità di partecipare alla ripartizione del possibile residuo attivo prima della soddisfazione degli altri soci.

<sup>13</sup> STANGHELLINI, (nt. 7), 86.

<sup>14</sup> Sulla base della quale i beni conferibili dovrebbero necessariamente presentarsi come *Haftungsstock* e, quindi, essere caratterizzati dal requisito dell'espropriabilità. Sostiene, come noto, la tesi per cui il capitale sociale avrebbe una funzione di garanzia diretta dei creditori sociali SIMONETTO, *La conferibilità a capitale e l'iscrivibilità all'attivo del bilancio nella seconda direttiva comunitaria in rapporto alle società per azioni e alle società di persone*, in *Riv. soc.*, 1979, 1223 ss.; ID., *I bilanci*, Padova, 1967, 227 ss.; ID., *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, *passim*. Per una nuova e moderna versione di questa teoria, OLIVIERI, *I conferimenti in natura nelle società per azioni*, Padova, 1990, 12 ss.

dell'impresa, presupposto imprescindibile per il suo regolare esercizio e la produzione di reddito: unica vera «garanzia» del pagamento dei debiti sociali<sup>15</sup>.

Ottenuto questo primo risultato, il passo successivo si sostanzia nell'idea che, affinché la funzione produttiva appena descritta venga svolta propriamente, l'ammontare dei mezzi propri sottoposti al vincolo del capitale possa dover essere più elevato rispetto alla cifra del capitale minimo richiesto dalla legge, sia al momento della costituzione della società sia durante la sua esistenza. Si afferma così che, accanto alla (ed a integrazione della) norma che stabilisce la sua soglia minima, deve considerarsi presente un'altra regola, consistente nel divieto di costituire o mantenere in vita una società con un capitale manifestamente inadeguato al conseguimento dell'oggetto sociale<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> PORTALE, (nt. 2), 15 ss.; ID., *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 44.; DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Milano, 2005 (ristampa), 102 ss., 117 ss. e 151 ss. Da ultimo, a favore della funzione di produttività, GINEVRA, *Conferimenti e formazione del capitale sociale nella costituzione della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2007, 135. Per un quadro completo del dibattito v. anche MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004, 12 ss.

<sup>16</sup> PORTALE, (nt. 2), 34 ss.; ID., (nt. 15), 45 ss. Rinviando agli scritti citati per la chiara e completa esposizione delle motivazioni dell'orientamento in questione (che non è certo possibile riassumere in poche righe), ci sia limitata in questa sede a ricordare come la dottrina in esame giunga alla sua dimostrazione (dopo la riforma del 2003) principalmente sulla base dei seguenti argomenti. Il primo riferimento è all'art. 2484, n. 2, c.c. Sostenendo che la norma richiamata andrebbe interpretata nel senso che la conseguenza inevitabile del divenire il capitale insufficiente rispetto all'oggetto sociale sarebbe lo scioglimento della società, essa imporrebbe, in positivo, non solo il suo mantenimento ad un livello adeguato *durante societate*, ma anche una sua determinazione iniziale non manifestamente incongrua rispetto all'oggetto sociale. Condividono l'impostazione: BASILE, "Abusi" nella costituzione di enti privati e "superamento" della personalità giuridica, in *Studi in onore di P. Rescigno*, II, 1, Milano, 1998, 275 ss.; GUERRERA, *Illecito e responsabilità nelle organizzazioni collettive*, Milano, 1991, 413 ss.; MONTAGNANI, *Aumento legale di capitale e tipologia societaria*, in *Giur. comm.*, 1981, I, 556 ss.; DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973, 250 ss. Ulteriori ragioni giustificative sarebbero desumibili dal diritto comune dei contratti ed, in particolare, dai riferimenti e alla disciplina dei contratti plurilaterali con comunione di scopo e all'art. 1322, comma 2, c.c. Con riguardo al primo punto, si è detto che l'art. 1420 c.c., stabilendo che il contratto è nullo quando l'invalidità colpisca il vincolo di una parte la cui partecipazione è da considerarsi (secondo le circostanze, e quindi per la natura o l'entità) essenziale, starebbe a dimostrare che, per questa categoria di contratti, il controllo dell'ordinamento nella fase costitutiva dell'accordo non può riguardare solamente la possibilità giuridica dello scopo. E questo perché il giudizio di essenzialità riguardo al vizio della singola partecipazione può divenire vizio dell'intero contratto. Per questa ragione, la disposizione richiamata assumerebbe valenza di clausola generale e introdurrebbe, tra l'altro, il principio della necessaria congruenza quantitativa dei mezzi destinati dalle parti al conseguimento dello scopo comune (di scarsa attuabilità nell'ambito del contratto di società e quindi da intendersi come principio negativo statuente il divieto di costituire la società con un capitale manifestamente incongruo rispetto all'oggetto sociale): inteso non più solo come elemento coagulante le varie parti, ma metro per stabilire l'entità dei doveri delle stesse nell'ambito del complessivo equilibrio contrattuale (cfr. PORTALE, (nt. 2), 97 ss.). Per quanto riguarda il riferimento all'art. 1322, invece, si è detto (riprendendo l'idea per cui il controllo sulla meritevolezza dello specifico interesse perseguito dalle parti mediante un negozio si rende necessario anche per i contratti riconducibili a tipi legali) che la creazione di una struttura organizzativa per la realizzazione di una iniziativa economica non supererebbe il giudizio di

Da questa presa di posizione discendono, per quanto rileva in questa sede, due ordini di conseguenze, dettate dall'esigenza di evitare l'aggiramento dell'obbligo sopra descritto.

In primo luogo, si sostiene che i soci, qualora all'inizio o nel corso dell'esistenza della società abbiano permesso che la stessa scivolasse in una condizione di sottocapitalizzazione materiale qualificata, non avendo provveduto ad apportarvi adeguati mezzi patrimoniali nella forma del capitale di rischio o (anche) del capitale di debito, non possano più godere del beneficio della responsabilità limitata; e che quindi tutti i soci, nel caso di insufficienza originaria, o solo alcuni, là dove l'ammanto di risorse finanziarie si verifichi successivamente alla costituzione, siano chiamati a rispondere illimitatamente dei debiti sociali<sup>17</sup>.

Meno gravi sono invece gli esiti nel secondo caso che si può verificare, vale a dire per l'eventualità in cui la società sia dotata di capitale di rischio manifestamente insufficiente per il conseguimento dell'oggetto sociale, ma, diversamente dalla situazione di *materielle Unterkapitalisierung*, disponga di risorse finanziarie "quantitativamente" adeguate allo svolgimento dell'attività d'impresa: messe a disposizione dei soci sotto forma di capitale di credito (è questa, come noto, la fattispecie della sottocapitalizzazione nominale o formale)<sup>18</sup>. In questo caso, infatti, i soci che forniscono alla società mezzi finanziari adeguati per condurre l'attività d'impresa, utilizzando però lo schema contrattuale del mutuo, fanno sì che il prestito concesso si ponga logicamente come *sostitutivo* del capitale: finendo anche in questo caso - seppur in maniera minore - col

---

meritevolezza («non è da giudicare "cosa seria"») anche nel caso in cui alla stessa venga destinato un capitale manifestamente insufficiente (cfr. PORTALE, (nt. 2), 99 ss.).

La dottrina maggioritaria è contraria alla tesi dell'obbligo di capitalizzazione non manifestamente incongrua, *ex multis*, cfr.: (con particolare riferimento al primo degli argomenti sopra riportati) G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, a cura di M. Campobasso, 2006, 165, nt. 31; SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. dir., Aggiornamento*, Vol. IV, Milano, 2000, 227 s.; DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1995, 289; ANGELICI, voce *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in *Enc. dir.*, Vol. XLII, Milano, 1990, 1018; ma v. anche COLOMBO, *Replica*, in *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, a cura di G. Castellano, Milano, 1987, 272; TANTINI, *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padova, 1980, 51.

<sup>17</sup> Con una preferenza, a livello di fondamento, verso i c.d. modelli di diritto societario o diritto dell'economia: cfr. PORTALE, (nt. 2), 125 ss.

<sup>18</sup> Per i concetti di sottocapitalizzazione materiale e sottocapitalizzazione nominale: v. PORTALE, (nt. 2), 41 ss.; ID., *Tra sottocapitalizzazione «nominale» e sottocapitalizzazione «materiale» nelle società di capitali*, in *Banca, borsa*, 1986, 201 ss.

violare l'obbligo di adeguata capitalizzazione<sup>19</sup>. Tale comportamento - si sostiene - rappresenta un tipico problema di *Durchgriff*, il quale però deve essere risolto, non con la tecnica del superamento della personalità giuridica (riservato al più grave caso di sottocapitalizzazione materiale), ma con la riqualificazione imperativa: così da ottenere quel risultato (la capitalizzazione non manifestamente incongrua) che il socio avrebbe dovuto perseguire e non ha perseguito<sup>20</sup>. Ed è con riferimento a questa seconda fattispecie che l'art. 2467 svolge il suo ruolo: consentire l'applicazione di quel dovere di dotare la società di un capitale non manifestamente inadeguato al conseguimento dell'oggetto sociale che si è tentato di aggirare, senza che a tal fine sia più necessario ricorrere, come accadeva prima della riforma, al meccanismo della frode alla legge<sup>21</sup>.

L'obbligo richiamato segna, dunque, i limiti della libertà dei soci nel finanziamento dell'impresa e costituisce il nucleo centrale di una loro responsabilità da corretto finanziamento. In questo contesto si inserisce l'art. 2467 che, rappresentando un'espressione positiva di questo vincolo, svolgerebbe - come si è visto - una funzione *diretta* di contrasto alla sottocapitalizzazione nominale<sup>22</sup>. Più nel dettaglio, tale regola adempirebbe al suo compito disegnando un sistema di graduazione delle pretese sul residuo attivo che, proprio in ragione della *ratio* di cui è espressione, non può che portare alla riqualificazione del prestito in conferimento. Ordine di graduazione delle pretese che la procedura fallimentare, successivamente e conformemente ad una delle sue due finalità, è chiamata ad attuare.

Acquisito questo elemento, si tratta ora di capire in che modo questa concezione della responsabilità da corretto finanziamento influenzi la realizzazione del secondo compito delle procedure concorsuali: ovvero la massimizzazione dell'attivo aziendale; verificando, soprattutto, se la stessa sia o meno compatibile rispetto ad esso. Questo, però,

---

<sup>19</sup> E, quindi, con l'abusare (seppur in maniera minore rispetto al caso di sottocapitalizzazione manifesta) del beneficio della responsabilità limitata: così - se ben si intende - PORTALE, (nt. 2), 146 s., 155, nt. 284 e 158. Per analoga lettura, v. GOMMELLINI, *Prestiti dei soci, società sottocapitalizzata e causa del contratto di mutuo*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, II, 94.

<sup>20</sup> L'approccio riportato si ispira al conosciuto "manifesto ideologico", sviluppato in ambito germanico, per cui «i problemi di *Durchgriff* devono essere risolti senza *Durchgriff*». Sul punto si può fare riferimento a K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht\**, Köln, III, §9-II, 77 e § 9-IV, 190; nella letteratura italiana, oltre a PORTALE, (nt. 2), 146 ss.; v. TERRANOVA, (nt. 1), 1467.

<sup>21</sup> PORTALE, (nt. 2), 153 s.; ID., *La ricapitalizzazione delle aziende di credito (problemi ed ipotesi)*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di Portale, Milano, 1983, 39.

<sup>22</sup> A questo riguardo, si v. anche NIGRO, (nt. 10), 194.

non prima di aver preso in esame il secondo orientamento presente nel panorama dottrinale in tema di significato ed effetti della regola di cui all'art. 2467 c.c.

2.2. *La seconda posizione della dottrina post-riforma: il rispetto delle priorità legali o contrattuali come delineato a seguito della postergazione dei prestiti dei soci.* Si è accennato al fatto che nel dibattito dottrinale è presente - ed invero maggiormente rappresentata - una seconda posizione<sup>23</sup>. Questo orientamento ritiene che il disposto dell'art. 2467 non consenta di giungere ad una riqualificazione del prestito in conferimento, ma, lasciando inalterata la natura di mutuo del contratto, provochi “solamente” uno slittamento, secondo modalità ed estensioni diverse a seconda dell'opinione dei vari autori, della pretesa del socio nell'ordine di soddisfazione sul patrimonio sociale: collocandola in posizione postergata rispetto al soddisfacimento degli altri creditori (postergazione in senso stretto)<sup>24</sup>. Ciò significa che il socio, al pari di qualsiasi altro creditore, potrà presentare il ricorso per la dichiarazione di fallimento della società e, sul piano teorico, non incontrerà ostacoli nell'insinuare la sua pretesa al passivo.

Anche con riferimento a questa ricostruzione, è opportuno mettere in luce quali sono i “valori” fondamentali a cui si ispira. La propensione a vedere nell'art. 2467 una regola di postergazione della pretesa restitutoria deriva infatti da una visione della libertà di finanziamento del socio sganciata dal principio della congruità (o non manifesta inadeguatezza) del capitale e basata su differenti presupposti.

Per meglio illustrare il punto, è necessario richiamare l'osservazione per cui la disciplina della s.r.l., diversamente da quanto accade nella s.p.a, consente ai membri della compagine sociale di collocarsi in una posizione di netto vantaggio informativo rispetto ai creditori esterni, nonché di essere titolari di un pregnante potere di controllo sull'andamento dell'attività d'impresa. Innanzitutto, il riparto di competenze tra

---

<sup>23</sup> *Ex multis*, MAUGERI, *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 133 ss.; I.D., *Finanziamenti dell'unico socio e avvio dell'impresa sociale*, in *Banca borsa*, 2006, II, 644 ss.; M. CAMPOBASSO, (nt. 4), 448 ss.; BALP, (nt. 4), 353 ss.; CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Padova, 2007, V, 103 ss.; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società?*, a cura di Olivieri, Presti e Vella, 2006, 263 ss.; PRESTI, (nt. 1), 112 ss.; SALANITRO, *Profili sistematici della società a responsabilità limitata*, Milano, 2005, 36 ss.; TERRANOVA, (nt. 1), 1457 s.

<sup>24</sup> In altre parole, riconoscere la qualità di creditore al socio rappresenta solo un primo passo, essendo poi necessario appurare *quanto e come* la sua posizione sia eguale o diversa da quella dei “creditori esterni”. In questo senso, molto chiaramente PRESTI, (nt. 1), 113.

amministratori e soci, oltre ad essere ampiamente demandato all'autonomia statutaria, prevede già in via residuale un'ampia possibilità di ingerenza di questi ultimi nelle vicende gestionali della società. Con riferimento al secondo profilo, poi, il particolare diritto di informazione e ispezione previsto dall'art. 2476, comma 2, c.c., garantisce a coloro che non partecipano direttamente all'amministrazione ampio accesso a notizie essenziali sullo "stato di salute" degli affari sociali<sup>25</sup>. La "rilevanza centrale del socio" nella s.r.l., insomma, si percepisce chiaramente<sup>26</sup>.

Analoghe considerazioni valgono anche con riferimento ai gruppi<sup>27</sup>. L'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento implica il riconoscimento in capo alla controllante di un potere, perlomeno fattuale, di orientamento nei confronti delle controllate che riguarda anche la determinazione della struttura finanziaria delle società soggette alla sua direzione unitaria. E la presa d'atto dell'esistenza di questo potere porta con sé la necessaria «responsabilizzazione» del titolare del suo esercizio e quindi la possibilità, nel caso di specie, di essere bersaglio della regola di postergazione<sup>28</sup>.

In questo contesto, il timore è quello che il socio, al presentarsi di una situazione di una crisi (patrimoniale e finanziaria) della società, sia portato a finanziare la stessa tramite l'apporto di risorse concesse a titolo di mutuo invece che di capitale di rischio: situazione, questa, da evitare perché comporta - è stato affermato - l'incrinarsi del parallelismo tra gli interessi dei soci e dei creditori sociali almeno sotto tre aspetti<sup>29</sup>.

In primo luogo, trascurando di esigere il pagamento del proprio credito, ed anzi continuando ad erogarne, i soci possono ritardare l'insolvenza dal palesarsi con tutto ciò che ne consegue sia in riferimento ad una probabile erosione dei rimanenti valori dell'attivo, sia con riguardo al rischio di scadenza dei termini per la revocatoria fallimentare. C'è poi l'ulteriore possibilità che i soci, grazie al privilegio informativo ed al potere di influenza sugli amministratori i cui dispongono, spingano questi ultimi alla

---

<sup>25</sup> MAUGERI, *Dalla struttura* (nt. 23), 135 ss.; PRESTI, (nt. 1), 101; ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 44 s.

<sup>26</sup> ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 1, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 55 ss.; BENAZZO, *La «nuova» s.r.l. tra rivoluzione e continuità: il ruolo degli interpreti*, in *Riv. soc.*, 2006, 647 ss.

<sup>27</sup> ANGELICI, (nt. 25), 47 s.

<sup>28</sup> PRESTI, (nt 1), 101.

<sup>29</sup> Per l'elencazione dei profili di rischio: MAUGERI, *"Finanziamenti anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, 39 ss.; M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 4 ss.

restituzione del prestito concesso appena prima del manifestarsi dell'insolvenza; sebbene la società sia così condannata al fallimento, essi sono in grado di recuperare, interamente e fuori concorso, il valore del proprio credito. Per concludere, anche quando il rimborso non fosse ottenuto prima del fallimento (oppure venga revocato), in ogni caso al socio spetterebbe il diritto di partecipare al concorso sulla massa attiva fallimentare in condizione di parità con gli altri creditori.

A fronte di questa situazione, ecco che allora l'art. 2467 si presenterebbe come lo strumento necessario per ricondurre la posizione dei soci e dei creditori ad un punto di equilibrio: ridistribuendo il rischio creditizio ed imponendo la fisiologica sopportazione prioritaria dello stesso sui primi<sup>30</sup>. Senza dimenticare, per di più, che dalla postergazione così descritta si otterrebbero anche alcuni effetti positivi più generali, in quanto - si sostiene - verrebbe potenziata la capacità della società di ottenere credito sul mercato. Si afferma, infatti, che la presenza di una regola di postergazione specificamente pensata per prevenire comportamenti consistenti (in uno dei tre modi sopra descritti) nella sottrazione di risorse alla società ridurrebbe, *ex ante* (e quindi al momento della concessione del prestito), i costi di controllo e monitoraggio necessari per scongiurare le condotte lesive dell'interesse dei creditori e di cui questi ultimi devono tenere conto al momento della fissazione delle condizioni del prestito, fra cui in particolare il tasso d'interesse. Ecco allora che l'art. 2467, contribuendo a ridurre questi *monitoring costs*, consentirebbe un più facile accesso per la società al mercato del credito e quindi un possibile risparmio di spesa<sup>31</sup>.

Il sistema di incentivi descritto, ad uno sguardo più globale, è però la proiezione della libertà di finanziamento del socio con caratteristiche in parte diverse rispetto a quelle legate al principio della congruità (o non manifesta inadeguatezza) del capitale<sup>32</sup>; ed in cui il ruolo di questo istituto nell'assicurare l'adeguata capitalizzazione della società viene ad essere sensibilmente ridimensionato. In particolare, la libertà dei soci con riferimento al finanziamento della società si muoverebbe fra due fuochi e troverebbe un

---

<sup>30</sup> MAUGERI, *Dalla struttura* (nt. 23), 135 ss.; nello stesso senso, BALP, (nt. 4), 345 ss.; STANGHELLINI, (nt. 7), 51; PRESTI, (nt. 1), 98 ss.; TERRANOVA, (nt. 1), 1471. Non si tratterebbe allora di rimediare ad un "abuso" della personalità giuridica (come sostengono i fautori della tesi della riqualificazione), ma semplicemente di «rendere per il socio *disincentivante* mettere a disposizione della società mezzi non formalmente qualificati come conferimento», così BALP, (nt. 4), 355, (corsivo nel testo).

<sup>31</sup> MAUGERI, *Finanziamenti "anomali"* (nt. 29), 43.

<sup>32</sup> Così anche BALP, (nt. 4), 352 ss.

solo limite: da un lato, essi possono fissare a proprio piacimento la cifra del capitale sociale, sempre che essa risulti, naturalmente, più elevata rispetto al minimo legale (libertà di finanziamento nell'*an*); dall'altro, godono anche della libertà di decidere di finanziare la società con strumenti diversi rispetto al conferimento, come i prestiti, versamenti in conto capitale e via discorrendo (libertà di finanziamento nel *quomodo*)<sup>33</sup>. Il limite a questa facoltà non si rinviene quindi nella necessità di rispettare un principio di congruità del capitale sociale, ma è rappresentato da un diverso obbligo di corretto finanziamento dell'impresa (*Grundstanz ordnungsmässiger Unternehmensfinanzierung*). Si dice, infatti, che qualora la società si trovi ad attraversare una situazione di crisi, il socio non è tenuto ad effettuare ulteriori conferimenti per farvi fronte, ma, nel caso in cui decida di immettere delle risorse aggiuntive, non può far altro che apportare capitale di rischio (non necessariamente sotto forma di conferimento): proprio per evitare che con l'iniezione di capitale di credito venga trasferito sui creditori il rischio della continuazione dell'attività d'impresa.

Anche questa seconda teoria, dunque, delinea in modo chiaro un proprio sistema di graduazione che giustifica richiamando il principio di corretto finanziamento illustrato. Si tratta ora di passare ad esaminare in che modo i due orientamenti concilino le istanze di tutela dei creditori qui descritte con l'obiettivo della massimizzazione dell'attivo patrimoniale.

*3. Il rapporto tra art. 2467 c. c. e la massimizzazione dell'attivo patrimoniale nelle opinioni della dottrina post-riforma.* La due teorie sopra esposte, come abbiamo visto, si preoccupano di definire un determinato ordine di graduazione delle pretese di soddisfazione sul residuo patrimonio; e lo fanno sulla base di due diverse concezioni della libertà di finanziamento del socio. Ma come si pongono in relazione all'obiettivo della massimizzazione dell'attivo patrimoniale?

---

<sup>33</sup> Questa ricostruzione risale a HOMMELHOFF, *EigenKapitalersatz und Unternehmensfinanzierung*, in *Handbuch des Kapitalersatzrechts*<sup>2</sup> a cura di VON GERKAN u. HOMMELHOFF, Köln, 2002, 25. Nella nostra letteratura MAUGERI, *Finanziamenti "anomali"* (nt. 29), 192; TOMBARI, (nt. 1), 560.

Con riferimento a questo punto bisogna dire, in via preliminare, che il profilo che viene maggiormente in rilievo è quello del legame tra regola di postergazione e tentativi di risanamento.

A riguardo, entrambe le tesi, seppur con diversa attenzione, propongono una loro interpretazione di questo rapporto che bisogna esaminare attentamente.

Cominciamo dalla tesi della postergazione in senso stretto. Dal punto di vista delle possibilità di risanamento dell'impresa, coloro che si collocano all'interno di questo orientamento vedono perfetta armonia tra subordinazione della pretesa restitutoria e strategie di salvataggio. Il meccanismo previsto dall'art. 2467, che comporta una riallocazione della perdita sulla classe dei *residual claimants* e riduce il rischio di traslazioni di ricchezza in danno ai creditori, si presenterebbe, infatti, come una «tecnica di redistribuzione del rischio coerente con le opportunità che discendono dal tentativo di risanamento esperito dal socio»<sup>34</sup>.

In altre parole, la limitazione delle modalità attraverso cui finanziare l'impresa che scatta in concomitanza della “crisi” contribuirebbe a definire un sistema di selezione dei tentativi di risanamento per cui i soci sarebbero incentivati a perseguire solo quelli meritevoli: per la semplice ragione che «i soci in tanto (saranno) propensi a sottoscrivere un aumento del capitale sociale in quanto ritengono sussistere sufficienti margini di risanamento della società e di recupero del capitale investito»<sup>35</sup>.

In questa prospettiva, non si vede perché l'ordinamento dovrebbe consentire a questi ultimi, attori economici tendenti a massimizzare l'utile individuale, di mettere in cantiere operazioni di *turn around* che, proprio per il fatto di essere portate avanti con certe modalità di finanziamento (capitale di credito invece che di rischio), si segnalano come non meritevoli e quindi, richiamando il linguaggio dell'art. 2467 c.c., irragionevoli. Anzi, disincentivare questi tentativi di risanamento avrebbe l'effetto, certamente positivo, di evitare che permangano in vita entità imprenditoriali ormai non più in condizione di operare secondo canoni di economicità; eventualità che, invece, non si verificherebbe nel caso in cui per il piano di salvataggio si utilizzi un aumento di capitale o un apporto di patrimonio.

---

<sup>34</sup> Così MAUGERI, *Finanziamenti “anomali”* (nt. 29), 42.

<sup>35</sup> MAUGERI, *Finanziamenti “anomali”* (nt. 29), 205.

Questa impostazione, in linea con la concezione della libertà di finanziamento che ne è alla base, trascura il profilo del *titolo* con cui il capitale di rischio perviene nella disponibilità della società, essendole indifferente, fin tanto che queste risorse sono sottoposte al rischio d'impresa, che vengano imputate a capitale (conferimento) o a patrimonio (versamento in conto capitale, a copertura di perdite etc.). Ed è questo punto che segna la distanza maggiore fra la tesi in esame e quella della riqualificazione prima descritta con riferimento alla prospettiva del risanamento.

Infatti, se si parte dall'idea per cui per condurre un'attività d'impresa in regime di limitazione del rischio è necessario dotare la società di un capitale sociale adeguato, è chiaro che un tentativo di salvataggio vada considerato meritevole ed incentivato solo là dove consenta sì alla società di riportarsi sui “binari” della redditività, ma senza contraddire questo criterio di bilanciamento tra benefici e obblighi della responsabilità limitata.

A conferma del fatto che il piano di salvataggio, per essere considerato meritevole - e, quindi, tutelato -, debba essere condotto solo con un aumento di capitale, si può ricordare che un versamento in conto capitale non sarebbe in grado di ovviare allo stato di sottocapitalizzazione nominale e di scongiurare così l'applicazione della “sanzione” della postergazione: poiché, per quest'orientamento di pensiero, la *nominelle Unterkapitalisierung* sussiste anche nel caso in cui «la società è stata dotata di un capitale sociale di importo molto ridotto e di riserve di ammontare del tutto sproporzionato in relazione a quell'importo e tale, comunque, da assicurare la congruità del «patrimonio netto» rispetto all'oggetto sociale»<sup>36</sup>.

*4. Alcuni profili critici delle ricostruzioni esaminate: i casi dei “prestiti ponte”, della sussistenza nel diritto italiano di un “Sanierungsprivileg” e del trattamento da riservare ai prestiti dei soci concessi nell'ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di un piano di risanamento.* Le interpretazioni fornite della *ratio* dell'art. 2467 si connotano, dunque, per il raggiungimento di un punto di sintesi fra i due obiettivi del

---

<sup>36</sup> PORTALE, (nt. 2), 165 s.

rispetto delle priorità e della massimizzazione del valore. E ciò, nei termini su cui ci si è soffermati.

Ad una più attenta analisi del dato normativo, tuttavia, l'adeguatezza di ambedue le proposte interpretative a definire un equilibrio soddisfacente fra tutela dei creditori e prospettive di risanamento non va esente da dubbi.

In particolare, tre casi sollevano la domanda circa l'effettiva capacità di questi due inquadramenti di non pregiudicare la realizzazione di operazioni tendenti al recupero dell'impresa potenzialmente meritevoli di tutela. Vediamoli più da vicino.

Al sorgere di una crisi (tanto più se inattesa, quale può essere una crisi di liquidità), è abbastanza frequente riscontrare nell'ambito del finanziamento degli interventi di ristrutturazione la prassi di concedere la disponibilità di fondi - sotto forma di capitale di credito ed aventi carattere puramente monetario - utili per il periodo necessario alla progettazione e realizzazione di un tentativo di risanamento: ad esempio, nel mentre della redazione di un accordo di ristrutturazione e della sua attestazione, della predisposizione di un piano di risanamento ovvero dell'adempimento delle procedure necessarie per l'accesso ad un concordato<sup>37</sup>.

Questo tipo di erogazioni hanno un'importanza fondamentale, in quanto spesso si rivelano - si è detto - l'unico mezzo immediatamente disponibile per far sì che all'impresa in ristrutturazione sia assicurata una prospettiva di continuità aziendale<sup>38</sup>.

Pur a fronte di una notevole rilevanza pratica, la loro fruizione, già da un punto di vista generale, non è scevra da problemi. Particolarmente delicata è la circostanza che, trattandosi di risorse concesse *in un momento precedente* rispetto all'utilizzo di uno degli strumenti previsti dalla legge per la soluzione della crisi - ed in loro funzione -, esse

---

<sup>37</sup> Per questa affermazione, si veda lo studio condotto congiuntamente dall'UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI FIRENZE, CNDCEC e ASSONIME, *Il finanziamento alle imprese in crisi. Linee guida*, presentato al convegno *Il finanziamento alle imprese in crisi*, tenutosi a Milano il 20 maggio 2008 (d'ora in poi citato come *Il finanziamento alle imprese in crisi*), reperibile su [www.assonime.it](http://www.assonime.it); nonché R. BONSIGNORE, *Il finanziamento all'impresa in crisi nella fase preparatoria della ristrutturazione del debito*, in *Fall.*, 2009, allegato, 37 ss.; STANGHELLINI, (nt. 7), 320 ss.; TERRANOVA, (nt. 1), 1477 ss.; ma già da tempo ABBADESSA, (nt. 2), 510. Per la narrazione di alcuni casi pratici, AZZARÀ, *Casi recenti di finanziamento alle imprese in crisi*, in *Fall.*, 2009, allegato, 41 ss.

<sup>38</sup> *Il finanziamento all'impresa in crisi*, (nt. 37), 7. Significativo è anche quanto sostiene LA CROCE, *Finanziamenti Ponte e garanzie per debiti prescritti*, in *Fall.*, 2009, allegato, 48, secondo il quale, stante la lunghezza dei tempi per predisporre un serio piano di risanamento (generalmente 2 mesi) e per negoziare il suo supporto finanziario con le banche (dai quattro ai sei mesi), la finanza ponte rappresenta l'unico modo per evitare sia il blocco delle produzioni che dei commerci, e per scongiurare la conseguente perdita di valore e l'aumento del rischio di insolvenza.

trovano minore tutela rispetto all'erogazione di mezzi finanziari effettuata *nell'ambito* di tali procedure; e ciò si verifica in più direzioni.

Il primo punto critico è rappresentato dal fatto che il finanziamento ponte viene posto in essere quando c'è ancora incertezza circa la possibilità del piano di ristrutturazione di avere successo o di consentire il pagamento integrale dei creditori. Secondariamente, anche se l'imprenditore riesce ad accedere ad un piano attestato, ad un accordo di ristrutturazione o ad una procedura di concordato preventivo, ciò non toglie che le operazioni inerenti al finanziamento ponte non potranno essere considerate "in esecuzione" degli stessi, ai sensi e per gli effetti dell'art. 67, comma 3, lett. *d*) ed *e*), l. fall., o, eventualmente, potrà esserlo solo il rimborso del medesimo in quanto sia previsto dal piano<sup>39</sup>.

A queste incertezze si aggiunge ora anche la possibilità che al finanziamento ponte concesso dal socio (ma non solo, come si dirà a breve) si applichi la disciplina prevista dell'art. 2467 (o 2497 *quinquies*), con tutto ciò che ne consegue in termini di disincentivo economico verso la realizzazione di queste operazioni<sup>40</sup>.

Di fronte a questi dubbi, il profilo che preme porre in evidenza è che l'assoggettamento dei finanziamenti ponte (se provenienti da un membro qualunque della compagine sociale) alla regola di subordinazione è del tutto in linea con entrambe le concezioni della *Finanzierungsfolgenverantwortung* riportate. Anzi, ne rappresenta un tipico caso di applicazione, se è vero che, come si sostiene, la condotta di un socio che, in una situazione di crisi, conceda un prestito alla società al fine di farle superare *quel* momento di difficoltà «appare censurabile» perché «mira a mantenere in vita un'attività (almeno potenzialmente) profittevole, senza erogare nuovo capitale di rischio»<sup>41</sup>.

La fattispecie del finanziamento ponte lascia quindi intravedere un primo contrasto tra le finalità di risanamento dell'impresa e la (o le) *ratio* della regola di subordinazione. E ciò diviene ancora più evidente ove si consideri che queste operazioni, qualora vengano realizzate in presenza di condizioni che, *ex ante*, ne palesino la ragionevolezza e siano circoscritte a brevi periodi di tempo, non intergrano delle forme di abuso in danno ai creditori: tanto che si tende ad escludere il rischio che le stesse diano

---

<sup>39</sup> *Il finanziamento all'impresa in crisi*, (nt. 37), 7 s.

<sup>40</sup> *Il finanziamento all'impresa in crisi*, (nt. 37), 8, nt. 3.

<sup>41</sup> Entrambe le citazioni sono di TERRANOVA, (nt. 1), 478 (corsivo aggiunto).

adito a responsabilità civili e penali, mancandone l'essenziale presupposto soggettivo che è, a seconda dei casi, la colpa o il dolo<sup>42</sup>. Tra l'altro, la strutturale inerenza di tali finanziamenti ad una logica di risanamento piuttosto che di espropriazione e la necessità di salvaguardarne la possibilità di realizzazione (considerata l'importanza delle stesse nella prassi), è testimoniata anche dalle riflessioni di quella dottrina che, prima dell'ingresso nel sistema positivo dell'art. 2467, sosteneva la riqualificazione dei prestiti anomali sulla base della causa concreta del contratto. In quel contesto, si escludeva che i prestiti ponte potessero rientrare nel perimetro di applicazione della regole di riqualificazione: nell'intenzione delle parti, infatti, tali finanziamenti non avevano una funzione sostitutiva del capitale, proprio perché «il conferimento, dal punto di vista tipologico, appartiene all'area dei fenomeni finanziari, sicché un intervento puramente monetario non è mai riconducibile ad esso»<sup>43</sup>.

L'incongruenza tra responsabilità da corretto finanziamento e risanamento dell'impresa in crisi si fa ancora più stridente ove si ricordi che la nuova legge fallimentare non solo permette in misura più ampia rispetto al passato, ma, secondo alcuni, richiede altresì alle banche di svolgere un ruolo attivo di supporto alle operazioni di risanamento, e consente anche a terzi interessati (non solo nuovi investitori, ma anche soci attuali) di investire nuova finanza per agevolare la loro realizzazione<sup>44</sup>. In sintesi, comincia a farsi strada l'impressione che le letture dell'art. 2467 proposte fino ad ora dalla dottrina tendano a privilegiare finalità di tutela (equa più che efficiente) dei creditori, trascurando alcune legittime finalità di risanamento.

A fronte di quanto detto, si potrebbe obiettare che la questione del finanziamento ponte in rapporto alla disciplina dei prestiti anomali rappresenta un falso problema. Più precisamente, si potrebbe dire che, in realtà, per l'ordinamento è del tutto irrilevante che il finanziamento venga posto in essere da un terzo o da un socio, perché il problema di garantire la continuità aziendale (fra il momento del sorgere delle difficoltà finanziarie e l'accesso ad una procedura giudiziale o stragiudiziale di ristrutturazione) non si porrebbe nemmeno ove le imprese facessero emergere *tempestivamente* lo stato di crisi ed, in ogni

---

<sup>42</sup> *Il finanziamento all'impresa in crisi*, (nt. 37), 8.

<sup>43</sup> ABBADESSA, (nt. 2), 510. Per analoghe osservazioni, GOMMELLINI, (nt. 19), 103.

<sup>44</sup> *Il finanziamento all'impresa in crisi*, (nt. 37), 8 (il secondo corsivo è aggiunto). Sul tema si veda, NIGRO, "Privatizzazione" delle procedure concorsuali e ruolo delle banche, in *Banca borsa*, 2006, I, 362 ss.

caso, prima che la situazione diventi incontrollabile. Ponendosi in questa prospettiva, allora, la mancanza di un riconoscimento (e quindi di protezione) da parte del legislatore potrebbe essere interpretata come volta a incentivare l'emersione tempestiva della crisi e la *ratio* dell'art. 2467 sarebbe del tutto in linea con questa, legittima, finalità.

L'osservazione, tuttavia, non coglie nel segno.

La tendenza da parte del ceto imprenditoriale del nostro - e non solo del nostro - Paese a temporeggiare di fronte ad una situazione di crisi è anzitutto un problema culturale, più che di incentivi, nei confronti del quale l'agnosticismo del legislatore non può essere letto come funzionale ad un "cambio di costumi"; e ciò per diverse ragioni. Basti pensare al fatto che, da un lato, anche a seguito dell'ultima riforma non si sono previsti espliciti meccanismi volti a ridurre l'asimmetria informativa fra debitore e creditori (c.d. meccanismi di allerta)<sup>45</sup>; dall'altro, la presenza fino ad oggi di elementi quali l'inefficienza del concordato preventivo o la natura "punitiva" del fallimento hanno incoraggiato la propensione a ritardare il momento di emersione della crisi, emersione che era vista come una sventura sul piano personale e patrimoniale<sup>46</sup>. Infine, non si può dimenticare come l'attitudine dell'imprenditore di fronte alla crisi sia spesso («e fortunatamente») ottimistica, oltre ad essere il suo investimento nell'impresa molto spesso non diversificato<sup>47</sup>. Non si discute, quindi, la necessità di favorire una soluzione di questo "problema culturale"; ma non si può pensare di farlo non intervenendo in modo sistematico o lasciando prive di previsione (e tutela) legislativa le frequenti situazioni in cui l'imprenditore non si sia attivato per tempo: con il rischio di un inutile spreco di risorse tutte le volte in cui si giunga al fallimento di imprese «almeno potenzialmente profittevoli» per il solo ritardo nell'affrontare la situazione<sup>48</sup>.

---

<sup>45</sup> Punto sottolineato da molti, ad esempio D'ALESSANDRO, (nt. 9), 19 ss.

<sup>46</sup> *Ex multis*, STANGHELLINI, (nt. 7), 108 s.

<sup>47</sup> Su tutti e tre i punti, *Il finanziamento all'impresa in crisi*, (nt. 37), 8.

<sup>48</sup> Senza volerne farne criterio di riferimento assoluto (per la ragione che, entro certi termini, la prospettiva del giurista sul tema non può che divergere TERRANOVA, *Stato di crisi, stato d'insolvenza, incapacienza patrimoniale*, in A.A.V.V., *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa*, Torino, 2007, 15 ss.), si tenga però presente che dal punto di vista degli aziendalisti «la crisi stessa, generata dalla concretizzazione del rischio, è ormai fenomeno ordinario, sprone del comportamento dinamico, e strumento competitivo, anziché malattia da temere e da debellare con violenza (anche uccidendo il malato)» così, riassuntivamente, GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza*, Milano, 2006, 13, nt. 9, dove completi riferimenti alla letteratura economica.

Ma vi è anche un punto ulteriore, squisitamente giuridico, che conferma il sospetto che l'impostazione generale del rapporto tra tutela dei creditori e prospettiva di risanamento sia "sfuocata" nell'ottica dell'art. 2467.

Infatti, pur ammesso (e non concesso, per le ragioni elencate) che si condivida l'opinione per cui le operazioni di finanziamento ponte non vadano regolate così da spingere l'imprenditore ad attivarsi tempestivamente a fronte delle difficoltà finanziarie dell'impresa immettendo nuova finanza nel contesto di una più strutturata (e regolamentata) procedura di risanamento, non si può trascurare che - *comunque* - l'incongruenza permane.

S'immagini che l'imprenditore, a fronte della crisi, si sia attivato prontamente predisponendo un piano di risanamento o un accordo di ristrutturazione. Nulla vieta, e di certo non si può escludere, che, in questo contesto, fra gli atti posti in essere *in esecuzione* degli accordi raggiunti a seguito di tali iniziative - e rispondenti a un programma che punta esplicitamente al riequilibrio della situazione finanziaria, accettato dai creditori, certificato da un esperto e magari omologato dal tribunale - rientri anche la concessione di prestiti (o garanzie) da parte del socio per assicurare la fattibilità della ristrutturazione. Ma questi finanziamenti, diretti per certo al risanamento, non sembrano esclusi dalla fattispecie di cui all'art. 2467, comma 1. Se, infatti, la società si trova in una situazione tale da dover porre in essere un piano che miri, come esplicitamente previsto dalla disciplina degli accordi di cui all' art. 67, comma 3, lett. *d*), l.fall., ad assicurare un *futuro* riequilibrio della situazione finanziaria, pare difficile ritenere che il suo momento presente sia caratterizzato da un equilibrio finanziario: al contrario, la norma sembra addirittura presupporre una situazione *attuale* di squilibrio finanziario dell'impresa, ragionevolmente difficile da porre all'esterno del perimetro di applicazione dell'art 2467<sup>49</sup>.

Il risultato che si ottiene è quello di un finanziamento considerato anomalo ai sensi dell'art. 2467, ma nello stesso tempo funzionale ad una procedura di risanamento esplicitamente prevista.

---

<sup>49</sup> BONFATTI, *Le procedure di composizione negoziale delle crisi d'impresa*, in *La riforma della disciplina dell'azione revocatoria fallimentare, del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione*, a cura di Bonfatti e Censoni, Padova 2006, 318; BOATTO, (nt. 5), 253 s.

Il contrasto, qui, è evidente e l'obiezione per cui il disegno legislativo sarebbe quello di spronare l'imprenditore a far emergere tempestivamente lo stato di crisi, cade. E per rendere lo scenario ancora più chiaro basta chiedersi a quale disciplina siano sottoposti i prestiti in questione.

In primo luogo, non dovrebbero esserci dubbi sul fatto che, nel caso di restituzione del prestito da parte della società poi fallita a seguito dell'insuccesso del tentativo, il curatore non potrebbe proporre la revocatoria fallimentare, stante l'esenzione prevista dall'art. 67, comma 2, lett. d), l. fall. È meno certo - e dipende dall'inquadramento che si voglia dare alla restituzione del rimborso - che tali pagamenti siano esentati altresì dall'obbligo restitutoria disposto dagli artt. 2467 e 2497-*quinquies* (con la conseguenza che la esenzione generale da revocatoria non produrrebbe *di per sé* alcun effetto favorevole nei confronti di chi avesse ricevuto il rimborso di un prestito-soci o di un finanziamento di cui al 2 comma dell'art. 2467)<sup>50</sup>. Ma il punto in cui l'incongruenza si manifesta maggiormente sta nel fatto - come si sarà intuito - che gli artt. 2467 e 2497-*quinquies* non prevedono soltanto, per i prestiti soci e per i finanziamenti intragruppo concessi in una situazione di squilibrio finanziario, l'obbligo di restituzione dei rimborsi eventualmente conseguiti, bensì anche la *postergazione* (o *riqualificazione*) dei crediti relativi rispetto al soddisfacimento degli altri creditori. Si tratta cioè di prestiti anomali i quali, alla luce della *ratio* dell'art. 2467 come prima descritta, proprio per il fatto di essere concessi in una situazione di squilibrio sono ritenuti non idonei ad assicurare il risanamento e devono essere postergati. Tuttavia, quest'idea si scontra con le finalità della disciplina in esame, da cui non si può ricavare nessun elemento per escludere che il socio possa agevolare il tentativo di risanamento mediante un prestito dove sia dimostrato che *il progetto su cui si basa è meritevole*: ed infatti se gli stessi creditori reputano il piano meritevole, votano a suo favore e magari (nel caso di

---

<sup>50</sup> BONFATTI, (nt. 49), 317. Rimane altresì aperto il problema di capire se siano o meno escluse da revocatoria le garanzie concesse da terzi su propri beni a favore dell'impresa in crisi nell'ambito di un piano di risanamento, di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di un concordato preventivo; per l'opzione negativa «adottando l'interpretazione restrittiva della disciplina delle esenzioni dalla revocatoria precedentemente illustrata»: VICARI, *I finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 497 s.; PISCITELLO, *Piani di risanamento e posizione delle banche*, in *Banca borsa*, 2007, I, 544 s.; PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca borsa*, 2006, I, 37.

concordato o accordo di ristrutturazione<sup>51</sup>) sopraggiunge anche l'omologazione giudiziaria non è forse eccessivo applicare al capitale di credito apportato dal socio una disciplina che presuppone il loro inquadramento negli schemi di un comportamento abusivo, lesivo o, quanto meno, scorretto?

Un'ulteriore criticità si può altresì rinvenire qualora si guardi alla disciplina disegnata dagli artt. 2467 e 2497 *quinquies* avendo a mente l'atteggiamento di apertura assunto dal legislatore fallimentare verso un coinvolgimento delle banche nelle operazioni di ristrutturazione.

Non è infrequente, infatti, che un terzo (assai spesso, per l'appunto, una banca) finanzia l'impresa in crisi per permetterle il salvataggio ed acquisti una partecipazione allo scopo di controllare più da vicino l'operazione, tenendo così sotto osservazione i movimenti degli amministratori<sup>52</sup>. La prassi, che può avere dei risvolti importanti in termini recupero dell'impresa ad una situazione di redditività è però, anche in questo caso, ostacolata<sup>53</sup>. Una volta che la partecipazione sia acquisita, infatti, il prestito erogato dal soggetto "terzo" diventa a logica un finanziamento soci ed è facile che finisca col subire il trattamento previsto dall'art. 2467: e molti hanno sottolineato che così facendo il sostegno finanziario da parte di coloro che divengano soci nell'ambito di un operazione di salvataggio finisce con l'essere inevitabilmente scoraggiato<sup>54</sup>.

Ad uno sguardo più generale, dunque, diventa sempre più evidente che entrambe le concezioni della libertà di finanziamento (sia nella versione della congruità (o non manifesta infondatezza) del capitale o del *Grundstatz ordnungsmässer Unternehmensfinanzierung* hanno come obiettivo prioritario quello di assicurare il rispetto della priorità legali; e lo perseguono *a scapito* delle prospettive di risanamento:

---

<sup>51</sup> Lo stesso problema si pone per il caso in cui i prestiti soci od i finanziamenti infragruppo vengano concessi, in ipotesi, nel corso di una procedura formale di concordato preventivo.

<sup>52</sup> TERRANOVA, (nt. 1), 1478 s.; in senso parzialmente difforme PRESTI, (nt. 1), 109, spec. nt. 34, per il quale mentre il finanziamento concesso *dopo* che il finanziatore ha acquistato la qualità di socio dovrebbe essere postergato, l'erogazione *precedente* all'assunzione della partecipazione sociale non rientrerebbe nell'ambito della fattispecie di cui all'art. 2467, comma 2, c.c.; sulle operazioni di finanziamento dell'impresa in crisi da parte delle banche, cfr. VICARI, (nt. 54), 478 ss.

<sup>53</sup> Manca, infatti, nel contesto italiano il c.d. *Sanierungsprivileg*, su cui ci si intratterà nel prossimo paragrafo. Critico, con riguardo alla mancanza di una tal norma nel contesto italiano, TERRANOVA, (nt. 1), 1479.

<sup>54</sup> *Il finanziamento all'impresa in crisi*, (nt. 42), 8, nt. 3; TERRANOVA, (nt. 1), 1478 s.; prospettiva condivisa anche da autori stranieri HAAS, *Die Subordination von Gesellshafterdarlehen im deutschen und italienischen GmbH-Recht*, in *GmbHHR*, 2004, 557 ss.

scegliendo un equilibrio tra le due finalità che mostra dei limiti. Limiti che si palesano ancor più una volta che si volga lo sguardo a quanto accade negli altri ordinamenti.

5.1. *Alcuni riferimenti comparatistici ovvero degli scettici: Regno Unito e Svizzera.* La postergazione dei prestiti dei soci nel fallimento è una regola che, in modi e forme diverse, è stata adottata in molti Paesi<sup>55</sup>. Il corpo di regole dell'*Eigenkapitalersatzrecht* in Germania e dell'*equitable subordination* (o della *re-characterization*) negli Stati Uniti ne rappresentano gli esempi principali e, tradizionalmente, la dottrina italiana vi ha dedicato molta attenzione<sup>56</sup>.

Come noto, l'esperienza tedesca ha costituito il principale modello di ispirazione, se non altro culturale, a cui il legislatore italiano ha guardato nel corso della riforma del 2003; analogamente, non si può non concordare sul fatto che lo stesso principio del *Grundsatz ordnungsmässiger Unternehmensfinanzierung* eserciti un'innequivocabile influenza sulla dottrina del nostro Paese e che spesso molti nostri autori guardino ad esso come ad una bussola utile a trovare la giusta direzione nel labirinto dei problemi che la norma positiva pone.

Della disciplina tedesca, e soprattutto di quanto accaduto nel recente processo di riforma, ci si occuperà nel prossimo paragrafo. Ciò che, invece, si vuole ora sottolineare è l'esperienza di altri ordinamenti che si sono storicamente dimostrati scettici verso la regola di subordinazione delle pretese dei soci e che hanno preferito evitare di dare accoglienza a tale istituto o ne hanno modellato le fattezze in modo particolare.

Il riferimento è, in primo luogo, al diritto inglese<sup>57</sup>.

---

<sup>55</sup> In aggiunta ai numerosi Paesi che prevedono regole di subordinazione dei prestiti dei soci, per cui si veda PORTALE, (nt. 2), 3 ss., si può, in aggiunta, ricordare il recente ingresso di tali regole in Canada. Per un'analisi della norma in quell'ordinamento TELFER, *Transplanting Equitable Subordination: the New Free-Wheeling Equitable Discretion in Canadian Insolvency Law?*, 36 *Can. Bus. L. J.* (2001), 36 ss., dove si può trovare ampia bibliografia (cfr. ad es. nt. 5 dello scritto).

<sup>56</sup> Si pensi agli scritti di PORTALE, ABBADESSA E ANGELICI citati alla nota 2; e successivamente alle opere di M. CAMPOBASSO (nt. 1), TERRANOVA (nt. 1), MAUGERI, *Finanziamenti "anomali"* (nt. 29) o TOMBARI, (nt. 1), solo per citarne alcuni. Da ultimo TRONTI, *I finanziamenti dei soci alla società. Problemi e prospettive*, Torino, 2007, 113 ss.

<sup>57</sup> GOWER-DAVIES, *Principles of modern company law*, London, 2008, 35 «unlike some countries, English law has developed no significant doctrine whereby loans to a company by its major shareholders are treated as equity». Senza che si possa dire che il problema non fosse, da tempo, conosciuto: ne analizzava vantaggi e svantaggi con riferimento alle società chiuse già BATES, *The financing of small business*, London, 1964,

La possibilità di introdurre una regola di postergazione dei prestiti dei soci, ad oggi non esistente, è stata discussa in occasione del (lungo ed meditato) processo di riforma del *Companies Act*, conclusosi nel corso 2006<sup>58</sup>. Lo stimolo veniva, in particolare, dal *Winter Report* che, come noto, suggeriva di valutare la possibilità di accogliere «*the concept of subordination of insider's claims (that) could be considered as part of the development of an alternative regime for creditor protection*»<sup>59</sup>.

A fronte di questa sollecitazione, tuttavia, il *Rickford Report* prendeva una posizione nettamente contraria all'adozione di una tal norma<sup>60</sup>; e tale indicazione veniva poi seguita dal legislatore.

Le ragioni di questa avversione vengono spiegate nel medesimo rapporto dove si può leggere che una regola di postergazione, in primo luogo, rappresenterebbe una «*major interference with vested rights*»; e secondariamente costituirebbe un «*significant disincentive to insider loan financing*»<sup>61</sup>.

Non è difficile vedere, in queste parole, una esplicita presa di posizione con riferimento alle due finalità delle procedure fallimentari di cui si è trattato in precedenza; ed è soprattutto interessante notare le differenze, su ambedue i punti, rispetto alle posizioni della dottrina italiana.

Con riferimento al primo profilo, emerge in tutta la sua chiarezza quel tipico atteggiamento anglossasone di rispetto verso il valore della “sacralità del contratto” che, a

---

116 ss. Con riferimento alle questioni poste dalla sottocapitalizzazione sia materiale che nominale (“*inadequately financed*” e “*thin capitalized*”) nei gruppi cfr. MUSCAT, *The liability of the holding company for the debts of its insolvent subsidiaries*, Aldershot-Brookfield, 1996, 325 ss.

Richiama concisamente l'esperienza inglese M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 8, nt. 9.

<sup>58</sup> Ancor prima, un'apertura verso una regola di *subordination* dei prestiti dei soci era venuta dal dal COMMITTEE ON INSOLVENCY LAW AND PRACTICE (autore del *Cork Report*, Cmnd 8558, London, 1982), senza peraltro che il legislatore si convincesse ad accoglierla.

Per una panoramica sul recente processo di riforma inglese - davvero interessante per modalità di organizzazione, tempi di svolgimento e approfondimento dei vari temi - si veda il cap. 4, intitolato «*Current Reform Mechanisms*» del manuale di PETTET, *Company Law*<sup>2</sup>, 2005, 77 ss.; oltre che FERRAN, *Company Law Reform in the UK: A Progress Report*, ECGI Law Working Paper No. 27/2005, 1 ss., reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>59</sup> HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *A modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, 2002, 92.

<sup>60</sup> «*The Winter group considered a further creditor protection rule, to the effect that any claim by the insider (eg a director or a substantial shareholder) against the company should be postponed to those of the general body of creditors (...). We would not support it in the British contest*» così *Reforming Capital – Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, edited by J. Rickford, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2004, 985.

<sup>61</sup> *Ibidem*

quanto pare, le esigenze di tutela dei creditori non avrebbero rilevanza tale da riuscire a scalfire. Ma non è solo questa la preoccupazione dei riformatori inglesi. Ed, infatti, la possibilità che una regola di postergazione scoraggi l'afflusso di risorse da parte degli *insiders* è altrettanto rilevante e testimonia, ancor prima, un atteggiamento molto diverso nei confronti di questi soggetti rispetto a quanto accade nel contesto italiano: più preoccupato di non danneggiare la continuità aziendale piuttosto che del rischio di comportamenti abusivi o anche solo scorretti da parte dei titolari dell'impresa.

Ad analoghe conclusioni si è giunti in Svizzera. Il riferimento va, in questo caso, alle norme di cui agli artt. 697i (prestiti dell'azionista sostitutivi del capitale) e 807c (prestiti sostitutivi del capitale del socio di s.r.l.) dell'*Avant-project* svizzero di riforma della società a responsabilità limitata, regole che assomigliano molto all'art. 2467 e che anzi ne hanno costituito il modello nel corso della riforma del 2003<sup>62</sup>. Il legislatore elvetico, infatti, ha preferito non dare accoglienza nel proprio ordinamento a queste due regole temendo che «una simile normativa potrebbe rendere più difficoltoso il risanamento di una società» e rilevando altresì come «in Germania tale regolamentazione ha incontrato numerose difficoltà di applicazione»<sup>63</sup>.

Tornando all'ordinamento inglese, nasce spontaneo l'interrogativo - soprattutto con riferimento alla *Private Limited Company* che non prevede l'adozione delle regole sul capitale - circa le modalità con cui venga offerta protezione ai creditori.

Cercando la risposta, si scopre che una regola di subordinazione dei prestiti degli *insiders* è rinvenibile in quel contesto, ma articolata in modo tale da non prestare il fianco - sempre secondo il *Rickford Report* - alle obiezioni sopra richiamate<sup>64</sup>.

Essa, infatti, compare nella *Section 215 (4)* dell'*Insolvency Act* del 1986 dove si prevede che, qualora un amministratore, di diritto o di fatto ("*shadow director*"), sia ritenuto responsabile di *fraudolent trading (Section 231)* o *wrongful trading (Section 214)*

---

<sup>62</sup> Si veda quanto riporta PORTALE, *I «finanziamenti» dei soci* (nt. 11), 663, nt. 1 (par. 3).

<sup>63</sup> *Messaggio concernente una revisione del Codice delle obbligazioni*, in *Foglio Federale*, 2002, 2851; ne da notizia PORTALE, *I «finanziamenti» dei soci* (nt. 11), 668.

<sup>64</sup> Nel *Rickford Report*, (nt. 64) 895, nt. 22 si dice, infatti, che «*the use of subordination as a remedy in cases of wrongful trading is not open to these objections*».

e lo stesso risulti anche creditore della società, l'autorità giudiziaria possa subordinare tutto o parte del suo credito alla soddisfazione degli altri creditori<sup>65</sup>.

La subordinazione, quindi, non rappresenta un autonomo rimedio ad una situazione di sottocapitalizzazione nominale, ma svolge la funzione ancillare di assicurare che il soggetto ritenuto responsabile di una condotta lesiva posta in essere nel corso dell'*effettiva attività di amministrazione* della società adempia la sua obbligazione risarcitoria<sup>66</sup>.

Per comprendere pienamente la peculiarità di questa impostazione è importante scendere ancor più nel dettaglio ed esaminare le caratteristiche della responsabilità per *wrongful trading*, la quale rappresenta il primo baluardo di difesa dei creditori verso le condotte degli amministratori. Essa, infatti, non richiede il verificarsi di condotte fraudolente (di cui si prende cura la *Sec. 213*), ma scatta non appena vengano posti in essere dai *directors* dei comportamenti (anche solo) negligenti, di cui la norma si preoccupa di dare una (seppur generica) definizione<sup>67</sup>.

In particolare, la *Sec. 214* consente di sottoporre al vaglio del giudice il modo in cui la società è stata amministrata nel periodo di pre-insolvenza, tenendo conto, come criterio di giudizio, non degli interessi dei soci, ma di quello dei creditori<sup>68</sup>. Nel dettaglio,

---

<sup>65</sup> Letteralmente la *Sec. 215 (4)* dell'*Insolvency Act* prevede che «*where the court makes a declaration under either section in relation to a person who is a creditor of the company, it may direct that the whole or any part of any debt owed by the company to that person and any interest thereon shall rank in priority after all other debts owed by the company and after any interest of those debts*», dove per «*declaration under either section*» ci si riferisce alle sezioni 213 (*Fraudulent trading*) e 214 (*Wrongful trading*). In giurisprudenza, si veda la decisione *Re Purpoint Ltd* [1991] B.C.C. 121.

L'*Insolvency Act*, con completi riferimenti di giurisprudenza, è consultabile nell'opera di SEALY-MILMAN, *Annotated Guide to the Insolvency Legislation*<sup>11</sup>, 1, London, 2007, 240.

<sup>66</sup> In Germania si è dibattuto sul valore delle differenze fra le rispettive regole di postergazione, secondo alcuni le norme sull'*Eigenkapitalersatzrecht* sarebbero un rimedio *funzionalmente equivalente* rispetto alla norma tedesca SCHALL, *Englischer Gläubigerschutz bei der Limited in Deutschland*, in *ZIP*, 2005, 971; altri, invece, sono dell'opinione opposta: BACHNER, *Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht in England*, in *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, herausgegeben von Lutter, Berlin, 2006, 540; MÜLBERT, *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection*, in *7 Eur. Bus. Org. L. Rev.* (2006), 408, nt. 123 (il quale ritiene le regole inglesi maggiormente idonee a tutelare i creditori).

<sup>67</sup> Si è detto, PETTET, (nt. ), 37, nt. 89, che «*put in the language of economic analysis, one might say that the wrongful trading provisions remove the protection of limited liability at more or less the precise moment when the business start to make a negative social input and survives only by externalising its losses onto the creditors*». E si ricordino al riguardo le parole di D'ALESSANDRO riportate alla nota 9.

Diversamente da quanto accade negli Stati Uniti, non è necessaria quindi la prova dell'*inequitable conduct*; sulla disciplina americana, M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 9 ss.

<sup>68</sup> MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, Torino, 2007, 78 ss.; FERRAN, *Corporate Governance and Corporate Finance*, Oxford, 1999, 137.

essa comporta che gli amministratori debbano essere condannati ad un risarcimento dei danni quando pur sapendo o comunque dovendo sapere, in un momento precedente il verificarsi di una causa di scioglimento (l'insolvenza), che non esisteva la ragionevole prospettiva per tale società di evitare la liquidazione, non hanno fatto tutto il necessario per minimizzare la perdita sopportata dai creditori<sup>69</sup>. Ecco quindi che gli amministratori non sono necessariamente obbligati a presentare istanza di fallimento nel momento in cui la società è insolvente<sup>70</sup>, ma già precedentemente, e cioè quando la crisi della società è «foreseeable» (e «not yet actually imminent»), sono tenuti a valutare la situazione complessiva della stessa e a decidere se optare per un tentativo di risanamento o per la liquidazione<sup>71</sup>.

Ora, la scelta che gli amministratori sono chiamati a fare, tra risanamento e liquidazione, comporta la valutazione da parte di costoro della presenza o dell'assenza di piani di risanamento meritevoli e, solo in via secondaria, dei mezzi finanziari con cui gli stessi verranno realizzati. In altre parole, viene superata, nella disciplina inglese, l'equiparazione fra tentativi immeritevoli e tentativi condotti con prestiti dei soci.

L'idea di fondo è quella per cui la difesa dei creditori verso condotte lesive dei membri della compagine sociale debba essere assicurata mediante una regola di responsabilità calibrata per sanzionare condotte anche solo negligenti (prima ancora che fraudolente) di coloro che hanno effettivamente amministrato - e di cui la postergazione dei prestiti di questi ultimi svolge la funzione ancillare di assicurare l'adempimento dell'(eventuale) obbligazione risarcitoria - ma senza distogliere gli stessi dal perseguire promettenti piani di salvataggio.

Sono queste le ragioni per cui la norma è ritenuta, a torto o a ragione, maggiormente in linea con l'afflusso di risorse finanziarie alle società e più in sintonia con l'obiettivo di assicurare la continuità aziendale senza pregiudicare i creditori<sup>72</sup>.

---

<sup>69</sup> Letteralmente «take every step as ought to have been taken to minimise the loss to the company's creditors».

<sup>70</sup> HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, (nt. 63), 68 «the general duty to file a petition for bankruptcy in the case of actual insolvency comes too late».

<sup>71</sup> HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, (nt. 63), 68 «if the directors ought to foresee that the company cannot continue to pay its debts, they must decide either to rescue the company (...) or to put it into liquidation. Otherwise the directors will be liable fully or in part to creditors for their unpaid claims».

<sup>72</sup> FERRAN, *The Place of Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, ECGI Law Working Paper No. 51/2005, 1 ss., reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); cfr. inoltre nt. 68.

5.2. *L'esperienza tedesca di riforma.* Il corpo di regole, sia legali che giurisprudenziali, comunemente conosciuto come *Eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen*, che tanti consensi ha raccolto nel tempo nel panorama dottrinale italiano, è stato sottoposto di recente in Germania ad una serrata critica<sup>73</sup>.

A seguito delle oramai notissime sentenze *Centros*, *Überseering* e *Inspire Art* il vento della concorrenza tra ordinamenti ha soffiato con una certa vemenza su quel Paese, spingendo molte società tedesche verso l'incorporazione presso i più liberali (e liberisti) lidi del Regno Unito<sup>74</sup>; e, conseguentemente, innescando un corposo dibattito circa la

---

<sup>73</sup> Prima della recente riforma, il sistema tedesco, detto a "doppio binario" (*zweispuriges System*) a causa della compresenza di regole legislative e giurisprudenziali, presentava, in linea generale, le seguenti caratteristiche (in questa sede ci si limita a delineare i tratti essenziali del sistema, rinviando per una sua dettagliata analisi agli scritti degli autori citati alla nt. 60 ed al volume a cura di GERKAN *u.* HOMMELHOFF, *Handbuch des Kapitalersatzrecht*<sup>2</sup>, Köln, 2002).

In primo luogo, la giurisprudenza tedesca riteneva che ai prestiti sostitutivi del capitale di rischio andassero applicati analogicamente i §§ 30 e 31 *GmbHG* (dove per prestiti sostitutivi del capitale di rischio si intendevano quelli concessi in un momento in cui la società non era meritevole di credito e nel corso del quale, quindi, non sarebbe stata in grado di ottenere un finanziamento da un creditore esterno o, semmai, lo avrebbe potuto ottenere a condizioni più gravose). Ciò significava che tali prestiti, venendo trattati come capitale di rischio, non potevano essere restituiti qualora (e solo nel caso in cui) intaccassero l'integrità del capitale sociale (§ 30); ed i pagamenti effettuati in violazione di questa regola davano diritto alla società ad ottenerne la restituzione (§ 31). Analogo trattamento veniva riservato, poi, ai prestiti (pur concessi quando la società si trovava in una situazione normale, ma) di cui non ne era stato richiesto il rimborso al sorgere della crisi; e sempre che il socio, comportandosi diligentemente, avesse potuto o dovuto conoscere delle difficoltà della società.

A questo corpo di regole giurisprudenziali si erano aggiunti ad opera del legislatore tedesco i §§ 32a e 32b nel *GmbHG*, in seguito più volte modificati. Queste norme prevedano che, là dove il socio avesse concesso alla società un prestito in un momento in cui un corretto imprenditore si sarebbe premurato di effettuare un conferimento, la sua pretesa al rimborso, nel caso di insolvenza della società, si sarebbe dovuta postergare alla soddisfazione degli altri creditori. Inoltre, se il prestito fosse stato restituito nell'anno anteriore alla presentazione dell'istanza di fallimento, esso avrebbe potuto essere oggetto di revocatoria ordinaria (§ 6 *Anfechtungsgesetz*) o fallimentare (§ 135 *Insolvenzordnung*). Il §32a *GmbHG* precisava, inoltre, che queste regole si dovevano applicare non solo ai prestiti tecnicamente intesi, ma ad ogni atto dei soci o dei terzi che risultasse equivalente agli stessi dal punto di vista economico; mentre non riguardano né i prestiti effettuati dai soci con partecipazione inferiore al 10% del capitale; né i prestiti effettuati da coloro che fossero divenuti soci nel corso della crisi della società al fine di tentarne il risanamento.

Con l'introduzione di queste norme il legislatore aveva puntato a sostituire le regole giurisprudenziali, operazione che, però, non aveva avuto successo. Dottrina e giurisprudenza avevano finito, infatti, per ritenere che le disposizioni legislative si applicassero in aggiunta alle regole giurisprudenziali dando vita ad sistema normativo particolarmente complesso in base al quale: *fuori dalle procedure d'insolvenza* i prestiti anomali potevano essere restituiti solo in assenza di perdite di capitale o per la parte eccedente le perdite (ed, in caso di violazione di questa regola, dovevano essere restituiti alla società *ex* § 31 *GmbHG*); mentre, *nell'ambito di una procedure di insolvenza*, essi erano soggetti alla postergazione per il loro intero valore ed anche, se del caso, alla revocatoria ordinaria e fallimentare.

<sup>74</sup> Gli effetti della concorrenza fra ordinamenti sono stati studiati, dal punto di vista statistico, da BECHT-MAYER-WAGNER, *Where do firms incorporate? Deregulation and Cost of Entry*, in 14 *J. Corp. Fin.* (2008), 241 ss. Da queste rilevazioni si può vedere un forte deflusso nell'incorporazione di iniziative imprenditoriali dalla Germania verso il Regno Unito, motivato dalla possibilità di evitare le regole sul capitale e dai minori costi di registrazione.

competitività del modello legale della *GmbH*, soprattutto rispetto alla *Private Limited Company*<sup>75</sup>. Inutile dire che tra gli argomenti “caldi” della discussione, un posto di rilievo ha assunto il confronto tra meriti e demeriti delle regole sui *Gesellschafterdarlehen* nonché sulla necessità o meno di una loro modifica. Senza dilungarsi eccessivamente sul punto, vale comunque la pena di soffermarsi a descrivere riassuntivamente il quadro delle opinioni presenti, al fine di mostrare come la consapevolezza della rilevanza dei profili inerenti al risanamento dell’impresa e alla continuità aziendale era (ed è) ben presente nelle riflessioni della dottrina; e come anche la riforma legislativa poi attuata, pur mettendo al primo posto esigenze di certezza del diritto, tenga questi aspetti nella dovuta considerazione.

Volendo quindi cominciare dalle voci critiche verso la disciplina dei prestiti sostitutivi del capitale, un primo orientamento, prendendo le mosse dal dato di fatto che, in Germania, i creditori sprovvisti di garanzia ricevono nel fallimento il pagamento di una quota media del 6% del loro credito originario e che nel 75% dei casi la procedura non viene nemmeno aperta poiché i beni presenti nel patrimonio del debitore non sono nemmeno sufficienti a coprirne le spese, sottolineava come il rischio corso da un creditore chirografario è nei fatti equivalente a quello a cui è sottoposto un *residual claimant*. Ad uno sguardo empirico sulla cruda realtà delle procedure concorsuali, dunque, risulterebbe sconfessata l’idea per cui la concessione di un prestito da parte di un socio provochi un dis-allineamento tra il suo personale interesse e quello del ceto creditorio e cadrebbe così il pilastro principale che sorregge, nell’opinione tradizionale, la riqualificazione. In altre parole, sarebbe quasi indifferente, nella sostanza, che il socio finanzi l’impresa tramite capitale di credito o capitale di rischio; in entrambi i casi la società continua la sua attività e le risorse immesse dai soci sono sottoposte al medesimo

---

Sul tema della concorrenza fra ordinamenti, per tutti: PORTALE, “Armonizzazione” e “concorrenza” tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *Corr. giur.*, 2003, 95 ss.; PERRONE, *Dalla libertà di stabilimento alla competizione fra gli ordinamenti? Riflessioni sul “caso Centros”*, in *Riv. soc.*, 2001, 1292 ss.;

<sup>75</sup> NOACK-BEURSKENS, *Modernising the German GmbH – Mere Window Dressing or Fundamental Redesign?*, in 9 *EBOR* (2008), 97 ss.; degli stessi autori è reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) una successiva e più estesa versione di quest’articolo: NOACK-BEURSKENS, *Of Tradition and Change – The Modernisation the German GmbH in the Face of European Competition*, 2008, *CBC-RPS*; DIERKSMEIER, *GmbH und englische Ltd. im Wettlauf der Reformen 2006*, in *B.B.*, 2006, 1517 ss.; più in generale, SCHALL, *Englischer Gläubigerschutz bei der Limited in Deutschland*, in *ZIP*, 2005, 965 ss.

rischio: così che mancherebbe nei fatti l'incentivo, per i soci, a perseguimento condotte lesive dell'interesse dei creditori<sup>76</sup>.

L'attenzione del legislatore dovrebbe allora focalizzarsi su un diverso piano; non verso la postergazione dei prestiti dei soci - che non avrebbe altro effetto che scoraggiare l'afflusso di risorse utili per il perseguimento di tentativi di risanamento e che, quindi, andrebbe evitata -, ma a prevenire il verificarsi di diverse situazioni, queste sì davvero capaci di compromettere l'equilibrio illustrato. Situazioni che si possono presentare (e che dovrebbero essere efficacemente impedito da regole di diritto positivo) sia nel caso in cui il socio si faccia rilasciare una garanzia per il suo credito e, quindi, si ponga in una posizione antergata rispetto ai creditori chirografari<sup>77</sup>; sia là dove, grazie al privilegio informativo e alla capacità di influenza sull'azione degli organi amministrativi di cui gode in modo particolare nelle piccole società, riesca a farsi rimborsare il prestito prima della dichiarazione di fallimento<sup>78</sup>.

Sempre nell'ambito dell'orientamento favorevole ad un superamento delle norme sulla postergazione, si è posto anche chi ha sostenuto che il rischio per i creditori di subire una lesione dei loro interessi deriva non tanto dal fatto che il socio conceda o meno un prestito, quanto piuttosto dalla condotta degli amministratori in situazioni di pre-insolvenza, i quali decidano la realizzazione di progetti imprenditoriali eccessivamente rischiosi. L'idea, come accaduto anche nel contesto inglese, è quella di rompere l'equiparazione tra progetti imprenditoriali perseguiti con un finanziamento soci e condotta abusiva. E di concentrarsi su quest'ultimo profilo, inasprando la responsabilità degli amministratori in situazioni di crisi senza penalizzare la concessione in sé di prestiti da parte dei soci, utile, invece, per finanziare a buone condizioni il perseguimento di strategie di risanamento<sup>79</sup>.

---

<sup>76</sup> Per queste osservazioni CAHN, *Equitable Subordination of Shareholder Loans?*, in 7 *Eur. Bus. Org. Rev.* (2006), 298 s.; ID., *Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz*, in AG, 2005, 225.

<sup>77</sup> Sostengo quest'opinione SKEEL - KRAUS-VILMAR, *Recharacterization and Nonhindrance of Creditors*, in 7 *Eur. Bus. Org. Rev.* (2006), 282 ss.; CAHN, *Equitable Subordination* (nt. 79), 298 s.; ID., *Gesellschafterfremdfinanzierung* (nt. 79), 225; ENGERT, *Die ökonomische Begründung der Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensfinanzierung*, in ZGR, 2004, 830 s.;

<sup>78</sup> MÜLBERT, (nt. 69), 399.

<sup>79</sup> EIDENMÜLLER, *Gesellschafterdarlehen in der Insolvenz*, in *Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris*, Heldrich, II, 2007, 57 ss.

L'idea che la disciplina dei prestiti dei soci scoraggi (o possa scoraggiare) il perseguimento di tentativi di risanamento è sostenuta anche da: DRUKARCZYK, *Finanzierung*, 9. Auflage, Stuttgart, 2003, 414 ss. (ma di

Una diversa posizione è invece stata assunta da chi, pur criticando l'*Eigenkapitalersatzrecht*, non si è spinto fino al punto di chiederne l'abolizione *tout court*. Diversamente, partendo (anche qui) dall'idea per cui un progetto di risanamento realizzato tramite un prestito soci non è necessariamente poco serio e che le regole attuali in alcuni casi impediscono la realizzazione di strategie di recupero meritevoli di tutela, si è detto che il legislatore dovrebbe prevedere una regola di postergazione, ma disegnata in maniera tale da colpire solo i tentativi di risanamento immeritevoli: quelli che - secondo il criterio della *valuation* - fanno sì che il valore totale che l'impresa avrà a seguito della realizzazione del progetto (scontato della possibilità dell'insuccesso) sia superiore al valore di liquidazione della stessa al momento in cui il prestito viene concesso<sup>80</sup>. E che, è importante ribadire, non sono necessariamente quelli condotti con i *Gesellschafterdarlehen*<sup>81</sup>.

In opposizione ad entrambe queste tesi, si è risposto ribadendo orgogliosamente i meriti dell'orientamento tradizionale e del principio della responsabilità per il corretto finanziamento su cui si basa: unica maniera per assicurare «*Freiheit und Verantwortung in ein stimmiges Verhältnis*»<sup>82</sup>. E nel solco dell'impostazione tradizione si è posto anche

---

questo autore si veda già, *Gesellschafterdarlehen, Rechtsprechungsgrundsätze des BGH und § 32° GmbHG – Einige kritische Anmerkungen*, in R. ELSCHEN, T. SIEGEL, F.W. WAGNER, *Unternehmenstheorie und Besteuerung, Festschrift zum 60. Geburtstag von Dieter Schneider*, Wiesbaden, 1995, 171 ss.); EIDENMÜLLER, *Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz*, Köln, 1999, 388 ss.

<sup>80</sup> Per un'ampia illustrazione del criterio di *valuation* (comprensivo di molti casi pratici) ROE, *Bankruptcy and Corporate Reorganization: Legal and Financial Materials*, New York, 2007, 13 ss.

<sup>81</sup> GELTER, *The Subordination of Shareholder Loans in Bankruptcy*, 26 *International Review of Law and Economics* (2006), 478 ss.; ID., *Subordination of Shareholder Loans from a Legal and Economic Perspective*, in 5 *J. Inst. Comp.* (2007), 40 ss.; HAAS, *Das neue Kapitalersatzrecht nach dem RegE-MoMig*, in *ZinsO*, 2007, 617 ss.

<sup>82</sup> L'impostazione tradizionale è già stata ampiamente trattata dalla dottrina italiana e si evita qui di annoiare il lettore ribadendo concetti noti (si vedano gli autori citati alla nt. 2 e nt. 12). Perciò, si ritiene sufficiente in questa sede - oltre che abbastanza descrittivo dello scontro di "Weltanschauung" a cui il dibattito sul tema dell' *Eigenkapitalersatzrechts* ha dato origine - riportare alcune parti di quanto scrive SCHMIDT, *Vom Eigenkapitalersatz in der Krise zur Krise des Eigenkapitalersatzrechts?*, in *GmbHR*, 2005, 798, in risposta alle osservazioni critiche più sopra riportate: «*diese kritischen Ansätze sind, ebenso wie die von ihnen bekämpften Erklärungsversuche des Eigenkapitalersatzrechts unproduktiv*». La responsabilità da corretto finanziamento, infatti, : «*erscheint heute wie gestern einfach und überzeugend. Er hat nichts mit dem Vorwurf einer Täuschung der Gläubiger, mit ihrer Schädigung oder mit einer Bereicherung der Gesellschafter auf ihre Kosten zu tun. Er bringt Freiheit und Verantwortung in ein stimmiges Verhältnis. Er will und soll Sanierungen nicht vereiteln, sondern handelt von Spielregeln für seriöse Finanzierungs- und Sanierungsmaßnahmen. Es ist die Finanzierungsentscheidung des Gesellschafters, die ihn an diese Spielregeln bindet. Die Sonderbehandlung des der Gesellschaft in der Krise gewährten oder im Gesellschaftsvermögen belassenen Gesellschafterdarlehens stößt entgegen bisweilen aufgestellten Behauptungen im Prinzip auch nicht auf Unverständnis in der Unternehmenspraxis, so sehr die Haftungsfolgen, wenn sie akut werden, schmerzen mögen. Wer nur danach fragt, ob das Recht der*

chi proponeva una modifica delle norme sui prestiti sostitutivi del capitale che, pur lasciandone intatta la *ratio*, ne correggesse alcuni punti problematici, soprattutto in un'ottica di razionalizzazione e semplificazione del sistema<sup>83</sup>.

In quest'ottica, lo spunto veniva dall'osservazione per cui, passando in rassegna le decisioni della giurisprudenza, si poteva notare come lo strumento interpretativo normalmente utilizzato per separare i prestiti sostitutivi del capitale dai prestiti "ordinari" - ovvero il criterio della *Kreditunwürdigkeit* - non svolgeva adeguatamente la sua funzione (o, per essere più diretti, risultava superfluo). Benché il finanziamento fosse stato concesso in un momento in cui la società era meritevole di credito, infatti, il giudice nella quasi totalità dei casi optava comunque per la postergazione: o perché il socio non ne aveva richiesto il rimborso una volta che la stessa fosse scivolata in una situazione di crisi (c.d. principio del *stehengelassen*)<sup>84</sup> oppure perché, pur nel caso in cui il socio avesse ottenuto il rimborso prima dell'anno dal fallimento (era questo il "periodo sospetto" stabilito dal § 135 No. 2 *InsO* per i prestiti sostitutivi del capitale), si sosteneva che l'insolvenza era già conoscibile al momento del rimborso e che quindi la somma ottenuta a rimborso doveva essere restituita<sup>85</sup>. Meglio sarebbe stato, allora, prevedere che tutti i prestiti dei soci subissero la postergazione una volta che la società fosse fallita; e che la salvaguardia dei tentativi di risanamento rimasse ancorata alle due eccezioni già previste e da mantenersi.

Quest'ultima posizione, unitamente alle soluzioni legislative accolte nella *Ley Concorsual* spagnola<sup>86</sup>, sembra essere stata quella che più di ogni altra considerazione ha ispirato la riforma<sup>87</sup>.

---

*Unternehmensfinanzierung den Gesellschaftern ohne Eigenkapitalersatzrecht sympathischer und bei der Kreditfinanzierung weniger beschwerend wäre, lenkt vom eigentlichen Thema ab».*

<sup>83</sup> HUBER-HABERSACK, *Zur Reform des Recht der kapitalersetzenden Gesellschafterdarlehen*, in *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, herausgegeben von Lutter, Berlin, 2006, 390 ss.; ID., *GmbH-Reform: Zwölf Thesen zu einer möglichen Reform des Rechts der kapitalersetzenden Gesellschafterdarlehen*, in *B.B.*, 2006 1 ss.; RÖHRICHT, *Insolvenzrechtliche Aspekte im Gesellschaftsrecht*, ZIP, 2005, 515 ss.

<sup>84</sup> Per precisione quando sia divenuta insolvente, sovra-indebitata (§ 19 *InsO*) o *kreditunwürdig*: tra gli altri, HUBER-HABERSACK, (nt. 86), 377; sul concetto di sovra-indebitamento MANGANO, *I presupposti soggettivi della procedura concorsuale tedesca*, in *Europa e dir. priv.*, 1998, 827 ss.

<sup>85</sup> HUBER-HABERSACK, (nt. 86), 379 i quali sottolineano che «es ist eher eine Art Glückstreffer, wenn das doch einmal gelingt».

<sup>86</sup> A seguito della riforma della *Ley Concorsual*, l'art. 92 prevede la postergazione dei prestiti di coloro che abbiano un "interesse particolare nella società". Fra questi, in particolare, vanno inclusi soci detentori di una partecipazione di almeno il 10% del capitale (e del 5% nel caso in cui la società sia quotata), ma anche

La nuova disciplina, prevede infatti che *qualsiasi* prestito concesso dai soci alla società, e non più solo quelli sostitutivi del capitale, debba essere subordinato rispetto al soddisfacimento degli altri creditori nel caso in cui la società fallisca<sup>88</sup>.

A questa sorte si sottraggono solo i finanziamenti che rientrino nell'ambito di due specifiche eccezioni<sup>89</sup>.

Per non scoraggiare i finanziatori esterni che, come nel caso delle banche, vogliono aiutare l'impresa in crisi e che detengono una piccola partecipazione, si escludono dalla postergazione i prestiti di quei soci che, nel contempo, non rivestono la posizione di amministratori e non detengono una quota di capitale superiore al 10%<sup>90</sup>.

La seconda eccezione riguarda invece coloro che divengono soci nel corso di un tentativo di risanamento, e serve ad incentivarne l'intervento. Più nello specifico, si prevede che se un soggetto, il quale prima del tentativo di risanamento non era socio o deteneva una partecipazione inferiore al 10%, decide di acquistare delle azioni per tentare di salvare la società e, nel contempo, finanzia la stessa con capitale di credito, non è soggetto alla regola di postergazione; con la conseguenza che, nel caso in cui la società fallisca, i prestiti da lui concessi non saranno subordinati<sup>91</sup>.

Quanto poi al caso in cui un membro della compagine sociale che non rientri nell'ambito dei due casi appena descritti ottenga il rimborso del prestito entro un anno dalla dichiarazione di fallimento, esso è passibile di revocatoria<sup>92</sup>.

Infine, rimane da dire che questa disciplina rientra esplicitamente tra le norme di diritto fallimentare e, come tale, trova applicazione non solo nei confronti delle s.r.l., ma verso tutte le società.

Volendo trarre alcuni insegnamenti dal recente processo tedesco di riforma, si può dire che vi è un diffuso consenso con riguardo al fatto che le modifiche apportate

---

società collegate con un'altra società o con i suoi soci. È irrilevante che al momento della concessione del prestito ci sia stata o meno un crisi. Ciò che giustifica la postergazione è il particolare interesse di cui è titolare il socio nella società. Nel caso in cui il prestito sia stato restituito o garantito prima dell'apertura della procedura fallimentare, sussiste una presunzione di danno in creditori che giustifica la revoca, ma che può essere sconfitta cfr. ROJO, *La reforma de la legislación concursal*, Madrid-Barcellona, 2003, 240.

<sup>87</sup> Per questa affermazione, tra gli altri, VERSE, *Shareholder Loans in Corporate Insolvency - A New Approach to an old Problem*, in *9 Germ. L. J.* (2008), 10, nt. 17.

<sup>88</sup> *InsO* § 39 (1), n. 5.

<sup>89</sup> Le quali prima della riforma erano previste nel *GmbHG* § 32 (3) n. 2-3.

<sup>90</sup> *InsO* § 39 (5).

<sup>91</sup> *InsO* § 39 (4).

<sup>92</sup> *InsO* § 135, n. 2.

all'*Eigenkapitalersatzrecht* hanno avuto per lo più l'obiettivo di semplificare un quadro normativo molto complesso. Ed in questo senso non si può dire che non abbiano avuto successo.

Nel contempo, appare altresì evidente che il legislatore ha voluto riconoscere e continuare a tutelare anche in questa circostanza - ed almeno in una certa misura - la funzione di risanamento dei prestiti dei soci. E non pare lecito dubitare, quindi, che, in questo modo, si abbia avuto riguardo per l'obiettivo della massimizzazione dell'attivo patrimoniale proprio delle procedure concorsuali, soprattutto ora che la controversia circa la natura societaria o fallimentare di queste norme sembra essersi risolta in favore della seconda soluzione.

Tuttavia, l'aver optato per questo assetto generale ha fatto sorgere il dubbio che oramai le regole sui prestiti sostitutivi del capitale non trovino più la loro *ratio* nel principio della *Finanzierungswerantwortung*, considerando che, nel vigore delle nuove disposizioni, è del tutto indifferente che il socio abbia o non abbia concesso un prestito in una situazione di crisi<sup>93</sup>.

Il tema è certamente molto impegnativo e sarà interessante vedere come gli autori tedeschi lo svilupperanno in futuro. Quello che qui preme sottolineare, nella prospettiva italiana, è che l'idea per cui nel nostro contesto nazionale si è trascurato il profilo del risanamento dell'impresa trova dal confronto con l'esperienza tedesca un ulteriore conferma. E questa consapevolezza spinge ora verso la ricerca di possibili soluzioni per questa mancanza.

*6. Le linee di sviluppo dell'indagine. L'analisi della disciplina, alla luce del dato comparatistico, evidenzia una tensione non completamente risolta tra l'obiettivo del rispetto delle priorità e la massimizzazione dell'attivo patrimoniale: necessità di approfondire il punto. L'impressione che si ricava dall'analisi dei problemi che la*

---

<sup>93</sup> Per quest'opinione: VERSE, *Shareholder Loans in Corporate Insolvency – A New Approach to an Old Problem*, in *Germ. L. J.*, 2008, 3 s.; HABERSACK, *Gesellschafterdarlehen nach MoMiG: Anwendungsbereich, Tatbestand und Rechtsfolgen der Neuregelung*, in *ZIP*, 2007, 2146 s.; HUBER, *Finanzierungsfolgenverantwortung de lege lata und de lege ferenda*, in *Festschrift für Hans-Joachim Priester*, herausgegeben von Hommelhoff, Rawert e Schmidt, Köln, 2007, 259 ss.; *contra* BORK, *Abschaffung des Eigenkapitalersatzrecht zugunsten des Insolvenzrechts?*, in *ZGR*, 2007, 257 s.

disciplina dettata dagli artt. 2467 e 2497 *quinquies* pone con riferimento alle operazioni di salvataggio e dal confronto con le esperienze di altri Paesi, è quella di un inquadramento dell'istituto della postergazione (e della *ratio* che ne è alla base) caratterizzato da uno sbilanciamento verso esigenze di tutela dei creditori.

Più in particolare, sembra di poter dire che - soprattutto se si guarda al problema da una prospettiva fallimentare -, la teoria della riqualificazione e quella della postergazione si ispirano entrambe a concetti di libertà e responsabilità nel finanziamento dell'impresa che non tengono conto, o nel migliore dei casi sottovalutano, la prospettiva del risanamento e della massimizzazione dell'attivo patrimoniale. Così facendo, impongono la fissazione di un ordine di priorità (fortemente ispirato ad un'istanza di equità e) che finisce con l'interferire e compromettere la realizzazione di quelle che sarebbero legittimi tentativi di *turn around*.

Insomma, le conseguenze a cui portano le due concezioni della libertà di finanziamento presenti nel nostro sistema non sembrano del tutto in grado di conciliarsi armonicamente con le finalità delle procedure concorsuali e, di determinare - ancor prima - un sistema di incentivi adeguato e ben calibrato per l'efficiente tutela dei creditori.

A fronte di questa situazione, la speranza, allora, è che guardando più da vicino alla logica economica delle operazioni di risanamento condotte tramite prestiti soci sia forse possibile trarre qualche elemento interessante per formulare una teoria della libertà di finanziamento diversa rispetto a quanto si è detto fino ad ora: capace di disegnare un sistema di incentivi che non entri in contrasto con la logica e le finalità delle procedure concorsuali e che, nel contempo, assicuri un'adeguata tutela dei creditori.

## CAPITOLO II

### TUTELA DEI CREDITORI E TENTATIVI DI RISANAMENTO: ALCUNI RILIEVI A LIVELLO DI FATTISPECIE

1. *Crisi dell'impresa e costi di agenzia del debito.* La ricognizione degli orientamenti dottrinali emersi a seguito la riforma del 2003 in tema di finanziamenti dei soci, congiuntamente all'analisi della disciplina positiva e di alcune esperienze straniere, hanno permesso di portare al centro dell'attenzione il problema del rapporto tra tutela dei creditori e necessità di non disincentivare meritevoli tentativi di risanamento della società attuati mediante prestiti erogati da membri della compagine sociale. Si tratta, ora, di provare a vedere se, con l'aiuto degli strumenti dell'analisi economica e della finanza aziendale, sia possibile contribuire - magari anche solo parzialmente - a delineare in via interpretativa un equilibrio maggiormente soddisfacente tra queste due istanze.

Nei modelli economici neoclassici della società per azioni ricorre frequentemente l'osservazione per cui in normali condizioni economico-finanziarie, il socio, rivestendo la posizione di *residual claimant*, è incentivato a promuovere il successo imprenditoriale della società ed ad evitare l'assunzione da parte della stessa di rischi eccessivi, essendo la sua partecipazione quella che viene intaccata per prima nel caso di fallimento<sup>94</sup>.

L'eventualità che il socio decida, in questo contesto, di ricorrere allo "schema del prestito" per finanziare lo svolgimento dell'attività d'impresa non desta particolari preoccupazioni. Al contrario, tale scelta - è osservazione comune - può risultare vantaggiosa sia sotto il profilo del raggiungimento di un più elevato livello di flessibilità della struttura patrimoniale, sia sul versante del conseguimento di un lecito risparmio di imposta<sup>95</sup>.

Il sopraggiungere di una crisi cambia però lo scenario<sup>96</sup>.

---

<sup>94</sup> L'osservazione è, oramai, notissima: cfr. EASTERBROOK-FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, 1991, 67 ss.; nella letteratura italiana: PRESTI, (nt. 1), 99; ANGELICI, (nt. 25), 4.

<sup>95</sup> *Ex multis*, MAUGERI, (nt. 29), 2.

<sup>96</sup> Nelle trattazioni di finanza aziendale, la definizione di che cosa debba intendersi per "crisi" si ricollega ai concetti di *insolvenza* in termini di sbilancio patrimoniale (anche, insolvenza propriamente detta o insolvenza in termini di *stock*) in cui «il valore delle attività è insufficiente a garantire il rimborso dei debiti»; e di *tensione finanziaria* che, integrando la prima sotto il profilo della dimensione temporale e

Più nello specifico, l'avanzare di una situazione di difficoltà economico-finanziaria rende necessario il compimento di una scelta particolarmente difficile con riferimento al futuro dell'attività imprenditoriale: liquidare l'azienda, vendendo le attività una per una, o ristrutturarla, mantenendo nel frattempo la stessa in funzionamento come *going concern*. E questa decisione - si sottolinea - dovrebbe essere assunta sulla base del principio del valore, il che significa prediligere l'alternativa che assicura prospetticamente ritorni *attesi* più elevati<sup>97</sup>. Se la scelta cade sulla seconda possibilità, vengono in rilievo alcuni rilevanti problemi applicativi. Non si può trascurare, in particolare, che, anche a causa della tensione finanziaria, la gestione ordinaria non genera, ma assorbe liquidità «e pertanto la ricerca di un possibile maggior valore dell'attivo domani comporta ulteriori investimenti oggi»<sup>98</sup>. E si tratta di un passaggio alquanto delicato.

Il progressivo ridursi del “cuscinetto” del capitale sociale e la crescente possibilità che ulteriori perdite vadano ad intaccare risorse che potrebbero essere destinate alla soddisfazione dei creditori, fanno emergere infatti quelli che, nel linguaggio degli economisti, vengono definiti come i “classici” costi di agenzia del debito<sup>99</sup>.

---

rappresentando, quindi, il principale evento sintomatico del suo rischio, ricorre quando «i flussi di cassa generati *nell'unità di tempo* sono insufficienti a far fronte alle obbligazioni comportate dai contratti in essere» così BELCREDI, *Crisi e ristrutturazione finanziaria* (nt. 7), 644 ss. (corsivo nel testo).

<sup>97</sup> BELCREDI, *Crisi e ristrutturazione finanziaria* (nt. 7), 648; ROE, (nt. 80), 19 ss., ma anche 36, nt. 6. Cfr., dal punto di vista giuridico, ABBADESSA, (nt. 8), 115, «per i creditori la scelta della riorganizzazione è conveniente solo se si prevede che il reddito ricavato dalla continuazione dell'impresa - se del caso ristrutturata o convertita - sia superiore al reddito *realizzabile con l'investimento* ricavato dalla liquidazione» (corsivo aggiunto). Ma si veda anche STANGHELLINI, (nt. 7), 187, nt. 14, il quale mette chiaramente in luce come la continuazione dell'attività d'impresa risulti cagionevole per i creditori solamente quando il valore attuale dei flussi di cassa attesi dalla continuazione dell'attività sia inferiore al valore attuale dei flussi di cassa attesi dalla liquidazione.

<sup>98</sup> BELCREDI, *Crisi e ristrutturazione finanziaria* (nt. 7), 648.

<sup>99</sup> È osservazione frequente quella per cui dopo la “rivoluzione” occorsa a seguito della proposizione del teorema di Modigliani-Miller (MODIGLIANI-MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment*, in 48 *Amer. Econ. Rev.* (1958), 261 ss.; per un'esposizione del teorema e per un quadro chiaro delle varie opinioni, ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, *Finanza aziendale*, Bologna, 1997, 507 ss.), gli studiosi di finanza aziendale, a partire dagli anni '80 (dopo alcuni primi importanti contributi degli anni '70), si sono concentrati, nell'analisi della struttura finanziaria delle società, principalmente sulla dinamica dei costi di agenzia; così nell'introduzione al suo manuale, TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, 2006, 1 ss.; ma v. anche l'introduzione al volume *Handbook of the Economics of Finance*, a cura di Constantinides, Harris, Stulz, Amsterdam, 2003, 10.

Il primo di questi è rappresentato dal problema dell'*underinvestment*: ovvero la sussistenza di un incentivo per gli azionisti a non investire<sup>100</sup>. Più chiaramente, si deve immaginare che vi sia la possibilità per la società di intraprendere progetti di investimento in grado di far aumentare il suo valore (di cui, naturalmente, beneficerebbero i creditori), ma non fino al punto da soddisfare tutti i debiti preesistenti, consentendole così di evitare l'insolvenza. I soci, in questo caso, non hanno alcun interesse a finanziarne la realizzazione mediante un aumento di capitale, perché il risultato ottenibile è solo quello di ridurre l'ammancio patrimoniale, senza che ne possa fruttare loro alcuna utilità supplementare<sup>101</sup>.

In senso diametralmente opposto, potrebbe sussistere una situazione di *overinvestment*: anche pensabile come un caso in cui è presente un incentivo ad assumere rischi elevati<sup>102</sup>. Stante la responsabilità limitata di cui godono i membri della compagine sociale nelle società di capitali, il progressivo assottigliarsi del capitale di rischio crea una situazione da "fine del gioco": il socio, avendo oramai perso il proprio investimento, è portato ad assumere rischi eccessivi perché, da un lato, sa che per pagare (prioritariamente) i creditori e recuperare (poi) il proprio investimento necessita di una "grossa vincita"; dall'altro, è perfettamente consapevole che, nell'eventualità in cui il

---

<sup>100</sup> Il problema dell'*underinvestment* è stato segnalato inizialmente da MYERS, *Determinants of Corporate Borrowing*, in 5 *J. Fin. Econ.* (1977), 147; ed è stato poi ampiamente seguito dalla letteratura economica successiva, *ex multis*: TIROLE, (nt. 99), 125 ss.; BELCREDI, *Le implicazioni delle scelte di finanziamento per i comportamenti manageriali*, in *Manuale di finanza aziendale*, a cura di Cattaneo, Bologna 1999, 589 ss.; ID., *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Milano, 1995, 44 s.; ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 99), 557 ss.; negli scritti giuridici: STANGHELLINI, (nt. 7), 50, nt. 33 e 317 s.; M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 101 s.

<sup>101</sup> La situazione può essere esemplificata così: si pensi al caso di un proprietario di un bene immobile alle soglie del fallimento. Se egli investe 100 mila euro a titolo di capitale di rischio per effettuare delle migliorie, potrebbe incrementare il valore dell'edificio - s'immagini - di 150 mila euro. Nonostante l'investimento abbia un risultato atteso positivo, esso non sarà intrapreso se l'incremento di 150 mila euro non è sufficiente a scongiurare il fallimento. Il pensiero del proprietario potrebbe essere il seguente: «Perché dovrei usare i miei soldi per aumentare il valore di un edificio di cui le banche assumeranno presto il possesso?». L'esempio è tratto da ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 99), 557 s.

<sup>102</sup> JENSEN-MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in 4 *J. Fin. Econ.* (1976), 305 ss.; successivamente: BREALEY-MYERS-SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, Milano, 1999, 499 s.; ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 99), 556 s.; BELCREDI, *Le implicazioni* (nt. 100), 593; ID., *Crisi d'impresa* (nt. 100), 45 ss.

Nella letteratura giuridica non manca l'osservazione per cui, in situazioni di forte indebitamento, gli amministratori saranno portati a intraprendere anche progetti con rendimenti attesi negativi, perché non operano la scelta sulla base della redditività complessiva, ma solo su quella degli azionisti, i quali si appropriano dei guadagni e non subiscono le perdite: così, molto chiaramente, anche MAUGERI, *Dalla struttura* (nt. 23), 138 s.; STANGHELLINI, (nt. 7), 24, nt. 10 e 41; PRESTI, (nt. 1), 99 s.; M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 101; HERTIG-KANDA, *La tutela dei creditori*, in *Diritto societario comparato*, cura di Kraakman *et al.*, Bologna, 2000, 91 ss.; CHEFFINS, *Company Law. Theory, Structure and Operations*, Cary, 1997, 75 ss.

“tentativo” non abbia buon fine, le perdite - avendo già consumato il capitale di rischio - ricadranno esclusivamente sui creditori<sup>103 104</sup>.

2. *Crisi della società e prestiti dei soci.* La possibile presenza di incentivi ad assumere rischi troppo elevati impone di valutare con estrema cautela l'eventualità che il socio fornisca alla società delle risorse a titolo di capitale di credito (e non di rischio) in presenza di una crisi.

Tuttavia, se si volge lo sguardo verso la situazione personale di quest'ultimo, diviene chiaro che la sua posizione non è contrassegnata solamente dall'incentivo ad assumere rischi eccessivi. Anzi, egli, in quanto agente economico razionale, nel momento in cui la società partecipata sperimenta un periodo di difficoltà valuterà rischi e vantaggi della *sua* situazione finanziaria complessiva (quindi non solo l'interesse in quanto socio,

---

<sup>103</sup> Si è detto, infatti, che le *decisioni di investimento* risultano differenti a seconda che l'impresa sia o meno indebitata; e, più precisamente, che l'indebitamento porta ad una distorsione delle politiche di investimento. Mentre una società non indebitata normalmente sceglie *progetti con valore attuale netto positivo*, un'impresa indebitata *potrebbe* non seguire tale strategia, così ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 27), 558.

Un esempio potrebbe essere il seguente. Prendiamo il caso della società A: essa è titolare di una ammontare di debiti pari a € 10.000, mentre nel suo patrimonio è presente un attivo di € 8.000. Gli amministratori hanno la possibilità di perseguire - *alternativamente* - due progetti di investimento. Il primo ha il 100% di possibilità di incrementare l'attivo sociale fino a € 8500. Il secondo, invece, ha il 10% di possibilità di portare l'attivo a € 50.000 e il 90% di possibilità di ridurlo a € 200. Il valore atteso del patrimonio della società se persegue il secondo progetto di investimento (B) è pari a € 5180 ( $.10 \times € 50,000 + .90 \times € 200$ ), mentre è di € 8500 se sceglie il primo (A).

Come si è avuto occasione di dire precedentemente, nel caso in cui la società non sia indebitata gli azionisti sceglieranno il progetto A, perché il suo valore atteso è più elevato. Come titolari di pretese residuali, infatti, essi cercheranno di massimizzare il valore complessivo della società.

Quando però la società si avvicina all'insolvenza, questo assetto di incentivi cambia e i soci non compiranno più necessariamente la scelta che massimizza il valore della società, ma esclusivamente il loro ritorno personale: essendo chiaro che godono dei vantaggi e, in una situazione di crisi, non subiscono le eventuali perdite che finiscono - come nell'esempio - con il ricadere sui creditori. In altre parole, tra le due alternative: 100% di possibilità di non ricevere nulla con il progetto A (perché tutti gli € 8500 vanno ai creditori) e il 10% di possibilità di ricevere € 40,000 con il progetto B, gli azionisti sceglieranno ragionevolmente B. L'esempio è tratto da LIN, *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, 46 *Vand. L. Rev.* (1993), 489 ss. Altri esempi si possono trovare in CAMPBELL J.R.-FROST, *Manager's Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and Elsewhere)*, in *J. Corp. L.* (2007), 502, nt. 49; CHAVER-FRIED, *Managers' Fiduciary Duty Upon the Firm's Insolvency: Accounting for Performance Creditors*, 55 *Vand. L. Rev.* (2002), 1821 ss.

<sup>104</sup> Accanto a queste eventualità, si deve altresì ricordare l'incentivo a porre in essere manovre dilatorie tese a procrastinare il momento di emersione della crisi. A fronte di questa possibilità, si è posto in evidenza come eventuali costi di agenzia si presentano, in queste circostanze, «solo se tali manovre si estrinsecano in *decisioni di investimento «sbagliate»* o inducono il manager a perseverare in *politiche d'investimento subottimali*»: BELCREDI, *Le implicazioni* (nt. 100), 593 s. (corsivo aggiunto).

ma anche il capitale umano investito nella società, le sue rimanenti risorse e le differenti conseguenze delle sue scelte dal punto di vista dell'imposizione fiscale); e, dopo un accurato esame, potrà per lui essere del tutto razionale la decisione, presa sulla base di un legittimo criterio di diversificazione dei rischi, di finanziare ulteriormente la società solo a titolo di debito<sup>105</sup>.

Per di più, se si tiene a mente l'opposto problema, prima esaminato, rappresentato dall'incentivo a *non* investire, si può agevolmente comprendere come, scartata l'ipotesi di realizzare (*anche*) un progetto di investimento profittevole mediante un aumento di capitale o un apporto a patrimonio, potrebbe, invece, essere del tutto ragionevole per il socio che voglia consentire alla società di rimanere in vita, immettere ulteriori risorse, a titolo di credito: la circostanza che la "finanza fresca" venga apportata utilizzando lo schema contrattuale del mutuo potrebbe infatti essere in grado di superare l'ostacolo rappresentato dall'esistenza di un incentivo a non investire; esso, infatti, impedisce al capitale di rischio di fluire verso l'investimento (profittevole) e di renderlo realizzabile<sup>106</sup>, mentre non riguarda il caso in cui il progetto venga finanziato mediante capitale di credito.

In quest'ottica, non si può escludere che possano ricorrere situazioni in cui grazie al finanziamento "anomalo" sia possibile perseguire piani di risanamento grazie ai quali i creditori ottengono un vantaggio: è questo appunto il caso in cui il tentativo si concluda con un incremento dell'attivo (magari anche solo parziale e perciò non sufficiente a coprire completamente il passivo) tale che, pur a seguito del rimborso dell'intero prestito concesso dal socio (che s'immagini essere garantito), i creditori riescono ad ottenere il pagamento del loro intero debito (se a loro volta garantiti) o di una parte di esso superiore a quanto avrebbero ottenuto in assenza della ristrutturazione<sup>107</sup>.

---

<sup>105</sup> L'osservazione era emersa nell'ambito del dibattito sulla proposta di introdurre una regola di postergazione dei prestiti dei soci nel fallimento, avvenuto negli Stati Uniti negli anni '70; ne da notizia CLARK, *Corporate Law*, Boston, 1986, 71 s.; si veda anche PRESTI, (nt. 1), 99; ENGERT, (nt. 77), 824 ss.; ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 27), 572 ss.

<sup>106</sup> In questo senso, si può anche dire che, nel caso in cui sia il socio a finanziare la società, sussisterebbe inoltre una situazione di *simmetria informativa* tra finanziato e finanziatore: situazione reputata necessaria (e che usualmente non si realizza) per il superamento della situazione di *underinvestment*, BELCREDI, *Le implicazioni* (nt. 100), 590.

<sup>107</sup> Si potrebbe replicare che il socio non ha nessun incentivo a "fare beneficenza" ai creditori: perché mai, infatti, dovrebbe tentare il risanamento se gli unici a trarne vantaggio saranno questi ultimi (che otterranno una quota di liquidazione maggiore), mentre il socio, ottenendo solo il rimborso del prestito, non ne

Pur a fronte di queste osservazioni, non si intende negare che non sempre le operazioni di salvataggio condotte mediante prestiti dei soci presentino queste caratteristiche o che lo scenario non sia ben più complesso: i possibili vantaggi descritti fino ad ora potrebbero infatti venire controbilanciati dall'eventualità, derivante appunto dal fenomeno dell'*overinvestment*, che i creditori risultino lesi dall'incentivo a perseguire progetti di investimento eccessivamente rischiosi. In altre parole, può sicuramente darsi il caso - tipico della situazione di "fine del gioco" - in cui al socio si presenti l'opportunità di realizzare un progetto di risanamento che abbia una bassissima probabilità di avere successo, cioè di tirare la società fuori dalle secche dell'insolvenza, ottenendo un'eccedenza dell'attivo rispetto al passivo (con un vantaggio per i creditori); ed una più alta possibilità di peggiorarla. In assenza di una regola di postergazione, al socio converrebbe certamente tentare il salvataggio, poiché nel caso in cui, inaspettatamente, il tentativo abbia successo, egli recupererà non solo il valore prestito, ma anche (tutto o parte) il capitale di rischio investito; mentre nell'eventualità, *molto più probabile*, di un insuccesso, concorrerà sul residuo con gli altri creditori, ottenendo il rimborso (magari completo se si è fatto rilasciare una garanzia) della somma del finanziamento.

Nel caso esaminato è del tutto evidente come i creditori corrano il rischio di essere seriamente danneggiati: l'operazione di risanamento, infatti, assume quasi le fattezze di una scommessa, e per di più fatta con i loro denari<sup>108</sup>. In questo contesto, si può certo riconoscere che una norma come l'art. 2467, ridistribuendo coerentemente il rischio creditizio, preclude la realizzazione di un piano di recupero non serio, così tutelandoli<sup>109</sup>.

Se si indossano le lenti del giurista, peraltro, è facile vedere come il prestito che il socio "concede" alla società nella situazione descritta tende ad assumere delle fattezze particolari: si rivela cioè uno strumento per la realizzazione di interessi societari o, se si vuole, per l'attuazione del contratto di società<sup>110</sup>. La funzione del prestito, *in concreto*,

---

guadagnerà nulla? Senza annoiare il lettore con tediose dimostrazioni matematiche (che pur si possono trovare ben spiegate nello scritto di GELTER, *The Subordination* (nt. 81), 478 ss.), basti qui dire che questo risultato è dovuto ad un'operazione di confronto fra le diverse possibilità di realizzazione di un piano di risanamento, vale a dire alla media e all'attualizzazione del rischio fra le possibilità di una sua riuscita (*good states of the world*) e di un suo fallimento (*bad states of the world*). Il punto, in ogni caso, verrà ripreso nel corso dello scritto, dove si tratterà del criterio del valore attuale netto.

<sup>108</sup> MAUGERI, *Dalla struttura* (nt. 23), 140.

<sup>109</sup> *ibidem*; EIDENMÜLLER, (nt. 82), 49 ss. e 56 s.

<sup>110</sup> Così, ANGELICI, (nt. 2), 696 ss.

viene a coincidere ed a sostituirsi, con quella che nelle intenzioni del legislatore *dovrebbe invece* essere svolta dal conferimento o, perlomeno, dall'apporto di risorse a patrimonio: al pari dei due "schemi di finanziamento" appena richiamati, le risorse provenienti dal socio a titolo di mutuo vengono utilizzate *direttamente* per l'esercizio dell'attività d'impresa; e la giustificazione della loro convenienza sul piano economico è pensabile solo in rapporto *diretto* con il successo di questa.

L'interrogativo che si pone in maniera evidente consiste allora nel capire - considerato appunto che la realizzazione di interessi societari è perseguita secondo modalità diverse da quelle predisposte a tal fine - se ed in che limiti la diversa forma utilizzata possa o meno consentire un superamento delle esigenze che presiedono alle modalità invece indicate dal legislatore: in altre parole, *fino a che punto e per quale ragione* si può permettere che il socio realizzi il suo interesse di socio secondo uno schema divergente da quello tipico<sup>111</sup>.

A questo riguardo, è sicuro che si debba evitare - e con riferimento a questo aspetto la postergazione potrebbe svolgere un ruolo importante - il ricorrere della seconda eventualità descritta: ovvero la scelta di progetti di risanamento caratterizzati da un rischio eccessivo, motivata dalla neutralità dei soci rispetto alle conseguenze negative che possano derivare. Ma ciò rappresenta solamente un lato della medaglia: dal punto di vista dell'*optimum* sociale - perché possa essere considerato un rimedio *efficiente* - la subordinazione dei prestiti "anomali" dovrà essere in grado di creare un sistema di incentivi che porti non solo ad evitare *tutti* i tentativi di salvataggio *inefficienti*, ma anche a *non impedire* la realizzazione di *alcuno* di quelli *meritevoli*.

3. *Profili di incompatibilità tra risanamento della società e regola di subordinazione.* Su questo punto, tuttavia, il sospetto che la tendenza ad assimilare

---

<sup>111</sup> *Ibidem*; punto chiaramente espresso nelle parole della Relazione «il problema più difficile è senza dubbio quello di individuare criteri idonei a distinguere tale forma di apporto rispetto ai rapporti finanziari tra soci e società che *non meritano* di essere distinti da quelli con un qualsiasi terzo» (corsivo aggiunto). E questo compito verrà eseguito in una prospettiva che - si concorda con l'impostazione seguita da PRESTI, (nt. 1), 99 s. e MAUGERI, *Dalla struttura alla funzione* (nt. 23), 138 -, tenendo conto del dato formale della provenienza del finanziamento dal socio, consideri prioritariamente gli specifici costi di agenzia che il sopraggiungere della crisi induce, vale a dire, le possibili distorsioni nella scelta dei progetti d'investimento da perseguire.

politiche di salvataggio condotte mediante prestiti soci e politiche di salvataggio immeritevoli, tratteggiata nel primo capitolo, possa essere contrassegnata da una forse eccessiva rigidità, sembra trovare un'ulteriore conferma nel momento in cui sia esaminata anche dal punto di vista economico.

Sotto il primo profilo di analisi (ossia, l'attitudine della subordinazione legale ad impedire la realizzazione di tentativi di risanamento inefficienti), il giudizio non è completamente soddisfacente. Senza ricorrere a complesse formule matematiche<sup>112</sup>, basti dire che, se, in una determinata situazione, i benefici economici che il socio si aspetta di ricevere al termine di un tentativo di risanamento, il quale abbia una probabilità di successo *estremamente bassa*, sono più elevati del valore del prestito, una regola di postergazione non sarà sufficiente ad impedire che la ristrutturazione abbia seguito, con tutto ciò che ne deriva in termini di lesione degli interessi dei creditori. La somma che il socio potrebbe ottenere risulta infatti talmente elevata da convincerlo a correre sia il rischio dell'insuccesso che quello della postergazione.

Un primo risultato è dunque quello per cui la postergazione non è sufficiente *da sola* a scongiurare quest'evenienza, ma necessita di essere almeno assista da ulteriori regole<sup>113</sup>.

Passando alla seconda condizione fissata in apertura per ritenere desiderabile la postergazione (ovvero, attitudine a non impedire la realizzazione di alcun piano di salvataggio meritevoli), sussistono alcuni elementi in grado di giustificare l'opinione per cui essa possa, in alcuni casi, costituire un dis-incentivo anche verso *meritevoli* tentativi di risanamento<sup>114</sup>. Sul punto, si è infatti dimostrato - diversamente da quanto sostengono i fautori della regola di postergazione - che la decisione del socio di intraprendere il (meritevole) tentativo di risanamento è fortemente condizionata dalla presenza o dall'assenza di una norma simile *nelle conseguenze di disciplina* all'art. 2467 c.c.

---

<sup>112</sup> La dimostrazione matematica di questo assunto e della sua possibile ricorrenza si trova in GELTER, *The subordination* (nt. 81), 478 ss.

<sup>113</sup> «As long as the condition of a specific case are such that the potential subordination of shareholder's claims is insufficient to neutralize their expected benefits from a risky rescue attempt, some inefficient rescue attempts will still take place», GELTER, *Subordination* (nt. 81), 46.

<sup>114</sup> ENGERT, (nt. 77), 826 ss.; GÖTZ, *Juristische und ökonomische Analyse des Eigenkapitalersatzrecht*, Baden Baden, 2001, 109 ss. Si vedano anche gli autori tedeschi citati alla nota 79. Un accenno in questo senso, per la verità, si trova anche nell'ultimo scritto di MAUGERI, (nt. 23), 143, il quale tuttavia sostiene che il rischio in esame si pone in «minor misura» con riferimento alla disciplina italiana.

Supponendo l'esistenza di una possibilità d'investimento in grado di incrementare il valore dell'attivo almeno del valore del finanziamento del socio più - facciamo un esempio estremo - un euro, non vi sono dubbi che, se il socio lo finanzia (usufruendo dello schema del prestito per evitare di cadere in quella situazione di incentivo a non investire prima esaminata, per evitare i costi procedurali di un aumento di capitale o, anche, per differenziare più generalmente il rischio), i creditori otterranno, pur ripagando *prima* il finanziamento del socio, una quota maggiore del loro credito rispetto a quanto avrebbero ottenuto nel caso in cui si fosse proceduto direttamente alla liquidazione. Viceversa, là dove la subordinazione invece operi, essa porrà *ex post* il socio in una situazione di *underinvestment*: egli sarà fortemente dis-incentivato perché sa che la sua retrocessione (perlomeno) a creditore *post* chirografario non gli consentirà di recuperare nulla nel caso descritto in quanto l'attivo potrà non essere sufficiente a soddisfare tutti i creditori e a consentirgli un "guadagno" sotto forma di residuo attivo. Così facendo, però, si impedisce la realizzazione di un progetto di investimento che per i creditori (o parte di essi) potrebbe certamente risultare vantaggioso.

La conclusione che sembra emergere allora è che la postergazione riguardando la *ripartizione* del *risultato* del tentativo, influenza gli incentivi dei soci a porre in essere alcuni progetti di investimento (e quindi di risanamento) ed ad evitarne altri; non è in grado, invece, di selezionare con certezza la *bontà economica* degli stessi<sup>115</sup>, sicché rischia di precludere la realizzazione di alcuni, che dal punto di vista generale, sarebbero decisamente auspicabili.

4. (*Segue*): *possibili critiche a queste prime conclusioni*. È del tutto probabile che queste prime osservazioni possano essere state accolte dal lettore con un velato scetticismo. E, certo, tale sentimento non sarebbe per nulla ingiustificato: attesa la presenza di due importanti rilievi a livello metodologico di cui è necessario tenere conto.

In prima battuta, si può facilmente prospettare l'obiezione per cui le conclusioni appena raggiunte sarebbero il frutto di un processo di *astrazione*, tipico di tutti i modelli economici, che dimostra solamente la *possibile* ricorrenza di situazioni in cui il socio,

---

<sup>115</sup> GELTER, *Subordination* (nt. 81), 45;

concedendo un prestito, non tiene un comportamento abusivo ed in cui postergare il suo diritto al rimborso preclude la realizzazione di piani di risanamento che avrebbero dei benefici anche per i creditori. Nulla si potrebbe, invece, evincere circa la *reale* ricorrenza di questo tipo di situazioni nella quotidianità del mondo degli affari. Accedendo, poi, ad un secondo livello di analisi, si potrebbe anche ricordare la critica sempre più serrata a cui, nel campo della finanza aziendale, è sottoposto il presupposto concettuale su cui l'indagine fin qui condotta si fonda, ovvero il concetto di socio quale agente economico razionale. In altre parole, riprendendo gli argomenti contenuti nei sempre più numerosi studi di finanza comportamentale<sup>116</sup>, ben si potrebbe dire che il socio, lungi dal tenere un comportamento che massimizza, in modo “scientifico”, il suo benessere personale, molto spesso prende decisioni del tutto irrazionali, motivate da aspettative irragionevolmente ottimistiche, se non addirittura parzialmente inconsapevoli. Anche su questo piano, allora, la meritevolezza del tentativo di sottrarre dall'applicazione dell'art. 2467 c.c. i progetti di risanamento meritevoli realizzati con prestiti dei soci potrebbe essere tacciata di scarsa utilità.

A fronte di queste osservazioni, il punto centrale diviene allora quello di capire se le “astrazioni” fin qui proposte abbiano o meno un riscontro ed una rilevanza pratica. In altre parole, si tratta di appurare se le situazioni descritte nei paragrafi precedenti siano dei casi limite, delle rarità su cui non varrebbe la pena di indugiare oltre; e che, anche qualora si verificassero, la normativa vigente consentirebbe di trattare nel modo più adeguato: sulla base del semplice rilievo per cui, se di tentativo meritevole realmente si discutesse, il finanziamento con cui è realizzato si collocherebbe fuori dal perimetro di applicazione dell'art. 2467<sup>117</sup> perché anche un terzo creditore, indipendente ed informato, nei panni del socio si sarebbe comportato allo stesso modo.

Con riguardo al primo rilievo, si tratta ovviamente di una questione pratica che sarebbe necessario rilevare in via statistica. Ricerca che, a quanto si sa, non è stata ancora

---

<sup>116</sup> Per una panoramica sullo stato dell'arte v. TIROLE, (nt. 99), 9; BAKER-RUBACK-WURGLER, *Behavioral corporate finance: a survey*, in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, a cura di Eckbo, 2005, 1, 145 ss.; BARBERIS-THALER, *A survey of behavioral finance*, in *Handbook of the Economics of Finance*, a cura di Constantinides, Harris, Stulz, Amsterdam, 2003, 1B, 1053 ss.; STEIN, *Agency, information and corporate investment*, in *Handbook of the Economics of Finance*, a cura di Constantinides, Harris, Stulz, Amsterdam, 2003, 1A, 111 ss.; SCHLEIFER, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, 2000, Oxford, *passim*.

<sup>117</sup> Garantendo il suo credito e guadagnando sul tasso di interesse.

condotta<sup>118</sup>. Ciò che si può, tuttavia, rilevare è che la preoccupazione di non scoraggiare meritevoli tentativi di risanamento trova alcuni importanti riscontri comparatistici. Come si visto nel corso del primo capitolo, essa è stata infatti la ragione principale (ed esplicita) per cui in alcuni ordinamenti (Regno Unito e Svizzera) si è preferito non introdurre una regola analoga a quella contenuta nell'art. 2467. Ed anche in alcuni dei Paesi in cui la postergazione ha trovato accoglienza (Germania) si sono previste, *ex lege*, apposite eccezioni proprio per scongiurare una tale evenienza. Il riferimento a quanto accaduto fuori dai confini nazionali, induce quindi (seppur con cautela) a ritenere che i casi descritti in cui la regola di subordinazione possa entrare in conflitto con il risanamento della società non siano delle evenienze isolate e frutto di errate astrazioni economiche, ma abbiano - al contrario - un riscontro tangibile sul piano pratico; riscontro di cui l'attenzione mostrata da alcuni legislatori stranieri può essere considerata prova<sup>119</sup>.

Per quanto concerne la seconda obiezione, invece, il riferimento - come si sarà intuito - è al concetto della *Kreditunwürdigkeit*. Questo criterio, elaborato nel contesto tedesco, ma di frequente ripreso anche in Italia<sup>120</sup>, viene generalmente utilizzato per discriminare tra un prestito “anomalo” ed uno “ordinario”, consentendo la subordinazione del primo e il rispetto della priorità convenzionalmente associata al secondo. Si dice, infatti, che al fine di operare questa selezione sarebbe necessario guardare alle caratteristiche del finanziamento erogato dal socio (in termini di garanzie, tasso di interesse, durata etc.) e chiedersi se un soggetto terzo, esterno ed indipendente, guardando al merito creditizio della società, lo avrebbe concesso; là dove la risposta fosse positiva: *nulla quaestio*; in caso contrario, ne discenderebbe che il prestito sarebbe da qualificarsi come sostitutivo del capitale: avendone, sotto forma diversa, la stessa funzione. Ora, se si ritiene la regola della postergazione in grado di impedire il verificarsi di tentativi di risanamento ingiustificati dal punto di vista economico (in quanto la stessa colpisce i prestiti anomali), è chiaro che il criterio che si usa, alla stregua di un setaccio, per separare il finanziamento “anomalo” da quello “ordinario”, diventa l'elemento dirimente

---

<sup>118</sup> Nella letteratura tedesca, un tentativo è stato fatto da DRUKARCZYK, *Gesellshafterdarlehen* (nt. 79), 201, che parla a riguardo di «überzogene Rechtsregel».

<sup>119</sup> Si v. cap. I, par. 5.1. e 5.2.

<sup>120</sup> Cfr. gli autori citati a nt. 142.

per valutare la fondatezza dell'opinione di partenza. Ed a questo riguardo, i dubbi sono molti.

In primo luogo, si può osservare che molto spesso - in particolare nelle società di piccole e medie dimensioni - i soci sono gli unici disposti a finanziare la società a condizioni ragionevoli. La presenza di significativi costi transattivi per quel che riguarda la valutazione e la comunicazione all'esterno delle caratteristiche della struttura finanziaria della società e dei progetti imprenditoriali che gli amministratori della stessa intendono perseguire sono, infatti, alla base di un classico caso di selezione avversa<sup>121</sup>. L'impossibilità di (o l'eccessivo costo per) ottenere le informazioni adeguate a determinare un tasso di interesse del prestito corrispondente alle reali caratteristiche di rischio/rendimento della società fanno sì che un soggetto esterno o non sia disponibile a fare credito a quest'ultima oppure richieda un elevato tasso di interesse. E chi volesse sostenere il contrario, tra l'altro, dovrebbe necessariamente affermare, sulla falsariga di un noto autore nord-americano, che «in considerazione della diffusa fiducia nella generale efficienza dei nostri mercati di capitali, possiamo ben tenere un atteggiamento agnostico con riguardo al fatto che questo tipo di situazioni ricorrano con frequenza»<sup>122</sup>: postulato di cui, soprattutto nell'ambito del mercato italiano del credito alle piccole-medie imprese, si ritiene però, entro certi termini, di poter dubitare<sup>123</sup>.

Secondariamente, il riferimento al comportamento che un terzo finanziatore indipendente avrebbe tenuto nella stessa situazione può condurre a situazioni quanto meno paradossali. Non è difficile immaginare come un soggetto esterno che decide di finanziare una società in crisi molto spesso, oltre a richiedere un significativo tasso di

---

<sup>121</sup> I principali studi sul tema del rapporto tra selezione avversa e razionamento del credito sono quelli di: BESTER, *The role of collateral in credit markets with imperfect information*, in 31 *Eur. Econ. Rev.* (1987), 887 ss.; ID., *Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information*, in 75 *Amer. Econ. Rev.* (1985), 850; STIGLIZ-WEISS, *Credit rationing in markets with imperfect informations*, in 71 *Amer. Econ. Rev.* (1981), 393 ss; per una chiara panoramica: TYROLE, (nt. 99), 237 ss.; BAGLIONI, *La funzione economica delle garanzie nel mercato del credito*, in *Le garanzie nel credito alle imprese*, a cura di Caprio e Presti, Torino, 2001, 12 ss.

<sup>122</sup> CLARK, (nt. 105), 71 ss. Nel testo originale «*in view of the widespread belief in the general efficiency of our capital markets, we might well be agnostic about the notion that such situations are common*».

<sup>123</sup> Circa la «storica moderazione» con cui le banche italiane erogano credito e la conseguente, sovente sottolineata, «scarsità di finanziamento» di cui godono le piccole medie imprese v. fra i molti, FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673. Situazione, questa, che potrebbe anche peggiorare a seguito dell'accordo di "Basilea 2"; sul punto cfr. SCIUTO, *Organizzazione e merito di credito nelle società a responsabilità limitata a seguito di "Basilea 2"*, in *Banca Borsa*, 2007, I, 702 ss. (in particolare, 705 s.).

interesse, domandi altresì delle garanzie reali o personali. Ciò comporta che, nel caso in cui si ritenga opportuno disciplinare il comportamento di un socio avendo a riferimento il modello del terzo finanziatore indipendente, si finirebbe con il dover ritenere che nel caso in cui il “prestito” del socio non sia garantito (e a parità di tasso di interesse) si dovrà considerare lo stesso come sostitutivo del capitale - in quanto un terzo indipendente in tale situazione l'avrebbe richiesto; all'opposto, il socio che chieda ed ottenga una garanzia, non subirà la riqualificazione (o postergazione) del proprio diritto al rimborso, per il semplice fatto che un terzo indipendente, in quella stessa situazione, avrebbe tenuto quel medesimo comportamento. Il risultato (deleterio) che così si ottiene è che i creditori (privilegiati o non) subiscono un danno: ed infatti non c'è dubbio che se l'opinione è che questi ultimi vengono danneggiati dal prestito non garantito effettuato da un socio, ancor di più lo saranno se il prestito garantito lo è.

Infine, non si può trascurare che, il terzo creditore, al momento della decisione sul tasso d'interesse, tiene in considerazione il rischio concernente il progetto di investimento che la società intende realizzare con le risorse da lui prestate solamente al fine della produzione di guadagni sufficienti a ripagarlo con gli interessi<sup>124</sup>. Egli, essendo escluso da qualsiasi possibile ricavo aggiuntivo oltre il valore del suo prestito più gli interessi, è strutturalmente avverso al rischio<sup>125</sup>. Ma se così è, allora questo parametro non può essere sempre utile per individuare casi di abuso in danno ai creditori: giacché se il socio, *in normali condizioni di rischio*, tenesse conto anche della possibilità di lucrare i benefici supplementari dell'investimento e richiedesse, quindi, un tasso di interesse più basso, terrebbe una condotta per nulla abusiva, anzi, fintanto che la stessa non si traduca nell'assunzione di decisioni di investimento eccessivamente rischiose, essa sarebbe addirittura vantaggiosa per i creditori terzi. Essi, infatti, disporrebbero potenzialmente, in

---

<sup>124</sup> GELTER, *The Subordination* (nt. 81), 478 ss.; v. anche l'osservazione per cui quando una banca decide di fare credito effettua «procedimenti valutativi minuziosamente previsti, e non soltanto all'effetto di individuare le garanzie specifiche necessarie, ma anche per accertare, *non tanto la consistenza patrimoniale, quanto la capacità reddituale del finanziamento a rimborsare il prestito, anche in dipendenza degli investimenti da effettuarsi con il finanziamento ricevuto*» così FERRO-LUZZI, (nt. 123), 673 (corsivo aggiunto).

<sup>125</sup> In misura più elevata non solo rispetto al socio, ma anche rispetto ai creditori che hanno prestato precedentemente a lui.

una prospettica divisione del patrimonio sociale con il socio-creditore, di una “fetta” dello stesso più ampia che non se ci fosse al suo posto un terzo creditore esterno<sup>126</sup>.

5. *I tratti distintivi di una possibile diversa concezione della libertà di finanziamento.* Se, dunque, queste possibili obiezioni non colgono nel segno, per tratteggiare i possibili contorni di una efficiente regolamentazione dei finanziamenti soci manca un criterio in grado di distinguere tra tentativi di salvataggio “meritevoli” e “non meritevoli”.

Pare abbastanza ragionevole ritenere che se, come si è giustamente detto, «il salvataggio a tutti i costi è una filosofia perversa e che i soci non possono pretendere di sostenere l’impresa addossandone il rischio ai creditori»<sup>127</sup>, qualora fosse rinvenibile uno strumento concettuale in grado di discriminare tra un utilizzo del prestito soci destinato a realizzare operazioni realisticamente in grado di provocare il ritorno ad una condizione di redditività (secondo una valutazione *ex ante* e pur nella consapevolezza che ogni iniziativa imprenditoriale per quanto solida comporta un rischio<sup>128</sup>) ed un impiego del medesimo schema di finanziamento utilizzato invece - secondo la dinamica della “fine del gioco” descritta in apertura - al solo fine di “fare una puntata” ad alto rischio (parzialmente e, se il prestito è garantito, quasi interamente trasferito sui creditori) sul risanamento dell’impresa, si potrebbe allora pensare di ottenere non una semplice (o solo efficace) protezione dei creditori, ma un *efficiente* protezione degli stessi.

In altre parole, si è alla ricerca di un meccanismo di tutela che, pur preoccupandosi di evitare che questi ultimi risultino danneggiati (ed anzi promuovendo

---

<sup>126</sup> GELTER, *The Subordination* (nt. 81), 478 ss.; per un’accurata analisi (e una fondata critica) del criterio del terzo finanziatore indipendente, v. M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 81 ss.

<sup>127</sup> ABBADESSA, (nt. 2), 514.

<sup>128</sup> Vi sono, tra l’altro, vari studi che dimostrano come vi sia una correlazione inversa fra severità delle procedure concorsuali e livello di imprenditorialità: ARMOUR-CUMMING, *The Legislative Road to Silicon Valley*, in 58 *Ox. Econ. Pap.* (2006), 596 ss.; BAIRD-MORRISON, *Serial Entrepreneurs and Small Business Bankruptcies*, University of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 236; Columbia Law and Economics Working Paper No. 265, 2005, reperibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); FAN-WHITE, *Personal Bankruptcy and the Level of Entrepreneurial Activity*, in 46 *J. L. & Econ.* (2003), 543 ss.; si v. anche STANGHELLINI, (nt. 7), 169.

una loro maggiore soddisfazione), abbia di mira, più ampiamente, la massimizzazione del benessere collettivo<sup>129</sup>.

Da un punto di vista più generale - e ritornando quindi all'obiettivo che ci si è posti in apertura -, un simile strumento sarebbe altresì di grande utilità per l'interprete che si ponga come obiettivo quello di (giustificare prima e poi) individuare i limiti entro i quali è consentito lasciare che il socio realizzi l'interesse sociale secondo uno schema diverso da quello tipico.

A questo riguardo, il criterio dirimente di cui si è alla ricerca si può forse rintracciare facendo riferimento agli insegnamenti della finanza aziendale ed in particolare al concetto del valore attuale netto positivo<sup>130</sup>.

Il valore attuale netto di un investimento viene comunemente definito come il valore attuale (e quindi, scontato del rischio e del fattore tempo) dei flussi di cassa futuri generati dall'investimento stesso meno il valore attuale dei suoi costi<sup>131</sup>. Tale criterio riveste una grande importanza nelle analisi condotte in questo campo disciplinare. Nella prospettiva della finanza aziendale, infatti, il valore dell'attività d'impresa viene generalmente inteso alla stregua del valore attuale dei flussi finanziari da essa generati; ed il valore delle pretese dei finanziatori sociali (debiti e capitale) come una grandezza ad esso rapportata<sup>132</sup>. Partendo da questi presupposti, là dove l'attività d'impresa sia esercitata in regime di responsabilità limitata, la metafora utilizzata per descrivere il valore dell'attivo è quella di una torta, le cui "fette" sono ripartite in un certo ordine: prima ai creditori, secondo i modi e i tempi fissati nei rispettivi contratti; poi,

---

<sup>129</sup> E si tratta di un punto che una dottrina aveva da tempo intuito: cfr. ABBADESSA, (nt. 8), 114 «la misura di tali costi (cioè della riallocazione dei fattori produttivi propri di un'impresa insolvente) unite alla previsione della possibilità di risanamento dell'impresa in dissesto e della impossibilità di attivare iniziative a più alto grado di produttività, possono far dipendere la bilancia dell'utilità sociale a favore della conservazione dell'impresa in crisi, sia pure, ove risulti necessario, con l'ausilio di operazioni di rifinanziamento» (corsivo aggiunto).

Più in generale, si veda l'ormai classico, KAPLOW-SHAVELL, *Fairness versus Welfare*, Boston, 2002.

<sup>130</sup> BELCREDI, *Le soluzioni concordate* (nt. 7), 104; criterio, comunque, non estraneo alle discipline giuridiche: esso viene richiamato, ad esempio, da D'ALESSANDRO, (nt. 9), 23; CHIAPPETTA, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, 2006, 693 ss. (ed, in particolare, alla nota 48).

<sup>131</sup> *Ex multis*, BELCREDI, *Le soluzioni concordate* (nt. 7), 104 ss.; ID., *Crisi d'impresa* (nt. 99), 8 ss.; ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 99), 81 ss.

<sup>132</sup> BELCREDI, *Le soluzioni concordate* (nt. 7), 104; ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 99), 28 ss.

all'imprenditore, il quale potrà recuperare il capitale investito solo in via eventuale e residuale<sup>133</sup>.

In questo contesto, il criterio del valore attuale netto positivo serve ad individuare le scelte gestionali che consentono di "aumentare la torta", ovvero, in un linguaggio più consono, di promuovere la massimizzazione del risultato economico complessivamente conseguibile a vantaggio dell'insieme delle varie categorie dei finanziatori sociali (scontato dei fattori tempo e rischio): il che si realizza, per l'appunto, quando il progetto d'investimento posto in essere presenti valore attuale netto positivo.

Tornando, ora, ai prestiti dei soci, l'idea potrebbe essere allora quella di utilizzare il criterio del valore attuale netto positivo per indagare la natura dei progetti di investimento (al fine del risanamento) posti in essere in una situazione di crisi; e, sulla base di questo criterio, discriminare tra tentativi di risanamento meritevoli e azzardati.

Sia consentito illustrare, per chiarezza, due brevi esempi<sup>134</sup>.

Si prenda in esame la situazione di una società con debiti per un ammontare totale di € 100 e nel cui patrimonio è presente un attivo di € 80. Il socio decide di fare un prestito di €10. Queste risorse vengono impiegate per realizzare un progetto che, dopo un anno, ha il 50% di possibilità di far ottenere un guadagno, al netto dei costi, pari a € 15 e il 50% di fruttare € 0. Poiché il progetto ha, quindi, un valore attuale netto negativo di € 2.50 (€ 7.50 valore atteso meno € 10 di costo), il suo perseguimento causerà un danno ai creditori, poiché essi vedranno ridotto l'attivo patrimoniale su cui potersi soddisfare. Il socio, tuttavia, potrebbe avere interesse a porre in essere questo investimento, perché se lo struttura in modo tale (per ipotesi mediante la corresponsione di un tasso di interesse) da poter ottenere alla fine dell'anno un guadagno di € 15, per lui rappresenterà una buona opportunità di impiego delle proprie risorse.

---

<sup>133</sup> BELCREDI, *Le soluzioni concordate* (nt. 7), 104. La ricostruzione qui riportata è stata inizialmente proposta da MODIGLIANI-MILLER, (nt. 99), 261 ss.; successivamente: ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 99), 28 ss.; JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, in 14 *J. Appl. Corp. Fin.* (2001), 8 ss.; GROSSMAN-HART, *One-Share One-Vote and The Market for Corporate Control*, in 20 *J. Fin. Econ.* (1988), 175 ss.; JENSEN-MECKLING, (nt. 102), 305 ss.; BLACK-SCHOLES, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, in 81 *J. Pol. Econ.* (1973), 637 ss.

<sup>134</sup> I due esempi proposti sono ripresi da SKEEL - KRAUS-VILMAR, (nt. 77), 282 ss. Per esigenze di chiarezza, si è ritenuto di dover apportare delle semplificazioni, ad esempio per quel che riguarda il computo degli effetti del fattore tempo.

Come è stato sottolineato questa situazione può essere frequentemente presente in società medio - piccole in crisi: «è possibile che imprese in crisi abbiano la possibilità di perseguire progetti di investimento simili a quello appena descritto? La risposta è certamente sì. Per molte società in difficoltà, continuare ad operare per un mese o un anno in più, piuttosto che sciogliersi subito, non rappresenta altro che un progetto di investimento a valore attuale netto negativo. Immettere ulteriori risorse finanziarie non ha altro significato che posporre il momento dell'inevitabile fallimento, consumando nel frattempo attività su cui, diversamente, si sarebbero potuti soddisfare i creditori»<sup>135</sup>.

È chiaro che se tutti i prestiti dei soci avessero le caratteristiche di quelli appena descritti, una norma che preveda la postergazione o riqualificazione del prestito (agganciata ad una situazione di crisi) sarebbe giustificata e auspicabile.

Si guardi però a quanto accade in un secondo esempio. Tenendo ferme le condizioni patrimoniali e finanziarie della società, se il prestito del socio viene utilizzato per perseguire un progetto che ha il 50% di probabilità di far ottenere un guadagno (sempre al netto dei costi) pari a € 15 e un 50% di fruttare € 7, la situazione cambia. È facile notare che qui l'investimento ha un valore netto attuale positivo di € 11 ed la sua realizzazione rappresenta un'eventualità conveniente sia per il socio che per i creditori.

Il criterio del valore attuale netto positivo può quindi rappresentare la via per distinguere tra progetti di risanamento meritevoli e non meritevoli e, quindi, per discriminare tra i prestiti dei soci che dovrebbero essere riqualificati/postergati (quelli a valore attuale netto negativo) e quali che invece potrebbero essere trattati, nel malaugurato caso di insuccesso dell'iniziativa, al pari degli altri creditori nel fallimento<sup>136</sup>.

Tornando per un attimo al problema centrale da cui si è partiti e cioè *fino a che punto e per quale ragione* si può permettere che il socio realizzi il suo interesse di socio

---

<sup>135</sup> *Ibidem*. Nel testo originale «will troubled firms often have business projects that fit the profile of the project described above? The answer is most certainly yes. For many troubled businesses, continuing the business for another month or a year, rather than shutting down today, is, in effect, a net negative present value project. Injecting additional cash may simply prolong the inevitable demise, using up assets whose value might otherwise have gone to creditors».

<sup>136</sup> Cfr. GELTER, *The Subordination* (nt. 81), 478 ss.; concordi, seppur con qualche timore dal punto di vista applicativo, SKEEL - KRAUS-VILMAR, (77), 282 ss; CAHN, *Equitable Subordination* (nt. 79), 293. Uno spunto nel senso che, in una situazione di crisi, dovrebbero essere perseguiti solo progetti di investimento a valore attuale netto positivo si trova anche in AIROLDI-BRUNETTI-CODA, *Corso di economia aziendale*, Bologna, 2005, 448, nt. 6.

secondo uno schema divergente da quello tipico, i risultati raggiunti consentono di avanzare alcune proposte di soluzione, più che sul primo punto - di cui si è già detto -, sul secondo.

Si potrebbe, infatti, suggerire - con tutta la cautela che le proposte derivanti dall'importazione di ragionamenti economici sul piano della logica giuridica sempre impongono - di prendere in considerazione una lettura parzialmente diversa del c.d. principio di corretto finanziamento: in grado non solo di includere la protezione dei creditori, ma di farsi carico altresì dell'obiettivo della massimizzazione del benessere collettivo.

Questo risultato potrebbe essere raggiunto sostenendo che il "*Grundstatz ordnungsmässiger Unternehmensfinanzierung*" debba prevedere che qualora la società attraversi una situazione di crisi, il socio non è obbligato a finanziarla ulteriormente, ma che, nel caso in cui decida di immettere ulteriori risorse, possa farlo o apportando capitale di rischio oppure anche capitale di debito, ma solo dove questo sia in grado di incrementare la sua capacità di adempiere alle obbligazioni già esistenti. Sulla base di quanto sostenuto, il prestito del socio dovrebbe quindi essere sottoposto ad un vaglio tale per cui, alla stregua del criterio del valore netto attuale, «se, *ex ante*, è possibile aspettarsi che, a seguito dell'operazione di risanamento, vi sia un aumento del valore della società mantenuta in funzionamento, il socio-creditore dovrebbe essere trattato, nel caso di fallimento, alla stregua di un qualsiasi terzo finanziatore»<sup>137</sup>. Se l'operazione creditizia ha valore attuale netto positivo non provoca, quindi, un livello di alterazione dell'equilibrio tra rischi e vantaggi tale da far venir meno la distinzione tra un prestito ed un conferimento (da cui deriva poi la contestuale esigenza di riqualificazione/postergazione), permettendo una legittima (perché non basata su una "ingiusta" esternalizzazione del

---

<sup>137</sup> GELTER, *The Subordination* (nt. 81), 478 ss. Nel testo originale «*if an increase in the going concern value after the rescue was to be expected ex ante, the shareholder-creditor should be treated like a third party creditor in bankruptcy*».

La prospettiva di soluzione del problema dei prestiti dei soci qui illustrata potrebbe allora rappresentare uno sviluppo di una recente ricostruzione dei rapporti fra finanziamento e attività d'impresa, la quale troverebbe il suo punto centrale nel concetto di continuità aziendale; concetto che - se ben s'intende - sarebbe utilizzabile (oltre che per determinare il momento in cui la società può considerarsi insolvente) anche per decidere quali finanziamenti dei soci siano da considerare "anomali" e quali "ordinari". Per l'illustrazione della teoria si rinvia a MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, a cura di Balzarini, Carcano e Ventoruzzo, Milano, 2007, I, 533 ss.

rischio in capo ai creditori) massimizzazione del portafoglio individuale del socio, ottenuta per l'appunto dalla combinazione tra i rischi e i rendimenti di distinte operazioni sia di conferimento che di prestito.

In questo modo - ed entro i confini tracciati - l'utilizzo di uno schema diverso da quello tipico per la realizzazione di un interesse sociale sembrerebbe giustificabile (se non anche auspicabile), non ostandovi né l'interesse dei creditori, né ragioni generali di interesse pubblico.

6. *Compatibilità della conclusioni raggiunte con i presupposti applicativi dell'art. 2467.* A fronte delle conclusioni a cui si è pensato di poter giungere nel precedente paragrafo, si tratta a questo punto di capire se, sul piano del diritto positivo, sia possibile ritenere che il concetto del valore attuale netto positivo venga accolto dall'art. 2467 c.c.

Come noto, il secondo comma della norma richiamata stabilisce che i finanziamenti colpiti dalla regola di postergazione sono quelli effettuati da membri della compagine sociale in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della stessa nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento. Ferma restando la condivisione del rilievo per cui il legislatore, con la formula in esame, ha inteso effettuare un "rinvio morbido" a criteri aziendalistici<sup>138</sup>, la dottrina si è divisa sull'interpretazione dei presupposti applicativi della disposizione: dove, per alcuni, i criteri fissati dal comma 2 dell'art. 2467 andrebbero considerati alternativi<sup>139</sup>; mentre, per altri, farebbero riferimento ad una nozione unitaria<sup>140</sup>.

---

<sup>138</sup> PRESTI, (nt. 1), 111; M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 107 ss.; IRRERA, *Articolo 2467. Finanziamenti dei soci*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, Bologna, 2004, 2, 1791 s.

<sup>139</sup> CAGNASSO, (nt. 23), 106; BALP, (nt. 4), 404; STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in *Diritto delle società, Manuale breve*<sup>3</sup>, a cura di Abriani et al., Milano, 2006, 283; CAPELLI, *I crediti dei soci nei confronti della società e il rimborso dei finanziamenti dei soci dopo la riforma*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 119; MAUGERI, (nt. 29), 159; SALAFIA, *I finanziamenti dei soci alla società a responsabilità limitata*, in *Soc.*, 2005, 1079 s.; VASSALLI, *Sottocapitalizzazione delle società e finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 265; PORTALE, (nt. 11), 681; TERRANOVA, (nt. 1), 1459 ss.

<sup>140</sup> PRESTI, (nt. 1), 110 ss.; PANZANI, *La postergazione dei crediti nel nuovo concordato preventivo*, in *Fall.*, 2006, 680; M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 106; TANTINI, *I versamenti dei soci alla società*, in *Trattato*

Alla base della prima delle due tesi vi sono argomenti di carattere sia letterale che sostanziale. Con riferimento ai primi, si è detto che il dato letterale risulterebbe decisamente svalutato nel caso in cui si optasse per l'interpretazione unitaria: è chiaro, infatti, che solo mediante una forzatura della lettera della legge si potrebbe privare la parola «oppure» del suo significato di disgiunzione. Per quanto riguarda, poi, gli argomenti di natura sostanziale, essi vertono principalmente sull'osservazione per cui non si potrebbe assimilare, all'interno di una stessa definizione, due concetti ben diversi: ovvero, per un verso, quello di situazione finanziaria; per altro verso, quello di situazione patrimoniale. Anzi, essendo la loro diversità provata dal fatto che possono ricorrere separatamente l'uno dall'altro, unirli avrebbe l'effetto - secondo i fautori di questa tesi - di ridurre l'ambito di applicazione della norma in esame senza alcuna plausibile ragione.

Passando in rassegna gli scritti di coloro che sostengono l'unitarietà dei due criteri fissati dall'art. 2467, comma 2, si può riscontrare la comune condivisione dell'osservazione per cui, sebbene sia certamente vero che, concettualmente, la situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento differisce dall'eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto, non si può negare che, sul piano pratico, la prima «più che contrapporsi (alla seconda), sembra individuare un assetto d'interessi in cui a siffatto risultato inevitabilmente induce tale criterio di ragionevolezza»<sup>141</sup>. Ecco allora che sarebbe preferibile optare per una lettura del termine «oppure» nel senso di «ossia»: consentendo così di accedere ad una interpretazione unitaria del presupposto applicativo.

Ad un primo sguardo, sembra, dunque, che gli orientamenti seguiti sul tema dalla dottrina presentino delle differenze ben marcate. Tuttavia, si può rilevare come, scendendo un po' più nel particolare, la distanza tra le due impostazioni descritte risulti meno marcata di quello che si potrebbe immaginare.

Le opinioni riportate sono infatti destinate ad avvicinarsi notevolmente (se non forse addirittura a sovrapporsi) non appena si ponga in evidenza come vari scrittori, di entrambe le parti, sono propensi a condividere - ed a considerare centrale per

---

*delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004, 798; ANGELICI, (nt. 25), 44 ss.; IRRERA, *La nuova disciplina dei prestiti dei soci alla società*, in *La riforma delle società*, a cura di Ambrosini, 2003, 140 s.; FAZZUTTI, *Art. 2467. Finanziamenti dei soci*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, 3, Torino, 2003, 49.

<sup>141</sup> ANGELICI, (nt. 25), 44 s.

l'applicazione della norma - la medesima interpretazione del criterio di ragionevolezza del conferimento.

Per essere più precisi, l'idea (forse) dominante è quella per cui il giudizio di ragionevolezza sarebbe da condurre avendo come riferimento un modello tipologico di condotta improntato «ai comportamenti che nel mercato sarebbe appunto ragionevole aspettarsi»: insomma, il terzo creditore, esterno ed indipendente rispetto alla società tributario del concetto di *Kreditunwürdigkeit* proprio dell'esperienza tedesca. Secondo quest'opinione - che, come detto, accomuna autori aderenti sia alla tesi unitaria che a quella alternativa - il secondo comma dell'art. 2467, in sostanza, farebbe scattare il rimedio della postergazione ogni qual volta il socio abbia concesso un prestito alla società in un momento in cui un terzo creditore non l'avrebbe fatto o, quanto meno, non l'avrebbe fatto alle medesime condizioni<sup>142</sup>.

È pur possibile che il legislatore, al momento dell'introduzione della norma, abbia preso a modello l'esperienza tedesca ed, in particolare, abbia inteso, seppur mediante un rinvio “morbido” e non esplicito, rimandare al concetto del terzo creditore; peraltro, a sostegno di quest'ipotesi, si potrebbero trovare alcuni indizi di carattere letterale anche nella Relazione accompagnatoria<sup>143</sup>.

Pur a fronte di tali pregevoli argomenti, rimangono, tuttavia, alcuni dubbi sull'opportunità di accogliere quest'interpretazione. Il criterio della *Kreditunwürdigkeit*, infatti, presta il fianco a svariate critiche che, come si è cercato di mostrare in precedenza, sono forse in grado di mettere definitivamente in crisi la sua capacità di svolgere un utile funzione di discriminare; e possono, quindi, legittimare seri dubbi sulla sua desiderabilità. Una conferma di questo sospetto, tra l'altro, è sembrato di potersi ricavare anche dall'esperienza tedesca di riforma, dove, come si visto, tale concetto è stato abbandonato in favore di un approccio molto diverso. In una prospettiva più strettamente italiana, si può poi aggiungere come il riferimento alla Relazione governativa non rappresenti un

---

<sup>142</sup> Si vedano, ad esempio, BALP, (nt. 4), 405 s.; MAUGERI, (nt. 29), 128 s. e 160; ANGELICI, (nt. 25), 45; PORTALE, (nt. 11), 681 s.

<sup>143</sup> Il riferimento è ai «ai comportamenti che sul mercato sarebbe ragionevole aspettarsi». Sul punto, v., ad esempio, ANGELICI, (nt. 25), 45.

ostacolo insuperabile. È ricorrente, infatti, l'osservazione per cui essa, in questo specifico contesto, non avrebbe valore precettivo<sup>144</sup>.

Ecco allora che si può forse aprire qualche spazio per ritenere che la fattispecie dell'art. 2467, comma 2, sia sufficientemente elastica da legittimare una sua interpretazione ispirata al criterio del valore attuale netto positivo. A questo riguardo, si può rilevare, in prima battuta, come sia preferibile accogliere un'interpretazione unitaria dei due presupposti fissati dalla norma. Infatti, se - come si è detto - lo squilibrio tra indebitamento e patrimonio netto segnala che in un preciso momento, nella prospettiva della società, sarebbe stato ragionevole un conferimento (meglio: un apporto di capitale di rischio invece che di credito), è altresì innegabile che la situazione finanziaria, ovvero la dinamica dei flussi finanziari, rappresenti non un elemento separato rispetto allo stato patrimoniale, ma completare allo stesso e necessario per accertare la stabilità, in una prospettiva temporale, dell'equilibrio tra lo *stock* dei mezzi propri e l'indebitamento<sup>145</sup>.

Una volta compiuto questo primo passo, non sembra necessariamente errato pensare di potersi spingere oltre, completando, con le osservazioni svolte nel precedente paragrafo, un ragionamento che altra parte della dottrina mostra già di condividere.

Alcuni autori, infatti, hanno sostenuto, senza fare ricorso al criterio *Kreditunwürdigkeit*, che la fattispecie dell'art. 2467 scatterebbe al verificarsi di quelle situazioni da "fine del gioco" prima descritte: essa servirebbe per impedire il perseguimento, da parte della società, di progetti di investimento caratterizzati da un rischio eccessivo<sup>146</sup> o, in altre parole, tali da provocare un dis-allineamento in favore del socio dell'equilibrio tra i rischi e i vantaggi associati alla responsabilità limitata<sup>147</sup>.

A questo riguardo, si può dire che il riferimento all'*eccessivo* squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto descrive i contorni di quella che è senza dubbio una situazione in cui si pone un problema *potenziale* di *overinvestment*; e cioè una

---

<sup>144</sup> Ad esempio, PRESTI, (nt. 1), 107, nt. 24 e 112; M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 55 s. Si può anche aggiungere che, se anche si intendesse fare ricorso - come, se ben s'intende, ANGELICI, (nt. 25), 44 - ad una prospettiva tipologica nella ricostruzione della condotta rilevante, si potrebbe ricordare (ma si tratta di un'idea che meriterebbe ben altro approfondimento) come un'importante dottrina abbia sostenuto che, nella delimitazione del *normativer Realtypus* (e l'osservazione vale esclusivamente a questo fine), la nozione offerta dal legislatore è determinante per individuare il "concetto", ma insufficiente per circoscrivere entro confini certi il "tipo", così DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, 140.

<sup>145</sup> PRESTI, (nt. 1), 110.

<sup>146</sup> Si veda l'esempio riportato a nt. 103.

<sup>147</sup> E, quindi, tra *upside opportunity* e *downside risk*; v., a riguardo, PRESTI, (nt. 1), 99 ss.

situazione nella quale ci si può aspettare che il socio tenga dei comportamenti azzardati. Il che corrisponde a quanto si sottolinea nell'ambito della dottrina economica, dove appunto si dice che «l'indebitamento porta ad una distorsione delle politiche di investimento» e che «mentre una società non indebitata sceglie progetti con valore attuale netto positivo, un'impresa indebitata *potrebbe* non seguire tale strategia»<sup>148</sup>.

Ma proprio per il fatto che - come si visto<sup>149</sup> - anche in una situazione di forte indebitamento può continuare ad essere *ragionevole* concedere un prestito alla (e non effettuare un conferimento nella) società, qualora questo sia l'unico modo per perseguire un progetto di risanamento meritevole che prospetticamente aumenta il valore complessivo della stessa, non sembra errato ritenere che il criterio della ragionevolezza del conferimento serva allora a *completare* la fattispecie, consentendo a questi prestiti di evitare l'applicazione della subordinazione.

Insomma, una volta che si sia accertato che la società versa in una situazione critica di indebitamento, si tratterebbe di valutare, *in concreto*, l'impatto che la scelta di finanziare tramite debito il progetto di investimento che si intende perseguire ha sul valore complessivo della stessa<sup>150</sup>: e, nel caso in cui l'operazione sia ritenuta prospetticamente idonea (anche se finanziata, appunto, tramite debito) ad accrescere il

---

<sup>148</sup> ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 27), 558.

<sup>149</sup> Visto che a causa di una dinamica di *underinvestment*, alla presenza di costi transattivi, ma, anche più semplicemente, di costi connessi alla procedura dell'aumento di capitale, né il socio né i creditori sarebbero disposti a finanziare a titolo diverso.

<sup>150</sup> Tenere conto della situazione finanziaria complessiva della società, significa completare la valutazione dell'impatto del progetto guardando anche ai particolari effetti finanziari associati ad una società indebitata (quali benefici fiscali del debito, il costo di emissione di nuovi titoli, i costi legati al dissesto finanziario, agevolazioni statali al finanziamento tramite debito); e ciò, nel linguaggio della finanza aziendale, significa sposare il concetto del valore attuale netto modificato. Esso viene espresso dalla formula:  $VAM = VAN + VANF$ . Il che esprime, in altre parole, il seguente concetto: il valore di un progetto per l'impresa indebitata è pari al valore attuale del progetto per l'impresa priva di debito più il valore attuale netto degli effetti finanziari dello stesso. Cfr. a riguardo MARCHESI, *Gli effetti delle scelte di finanziamento nella valutazione degli investimenti reali*, in *Manuale di finanza aziendale*, a cura di Cattaneo, Bologna 1999, 603 ss.; ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 99), 610 ss..

Il metodo del valore attuale modificato rappresenta, insieme al *flow to equity* e al costo medio ponderato del capitale, una delle tre metodologie per la valutazione dei progetti di investimento (e quindi per l'assunzione delle decisioni di *capital budgeting*) in caso di impresa indebitata (si vedano gli autori da ultimo citati). Pur trattandosi di criteri diversi, sono ritenuti tutti validi e, nella manualistica, l'approccio è, oggi, quello di «mettere in risalto le somiglianze» così, ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 99), 609.

Nella nostra letteratura giuridica, di questi temi si è occupato M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 87 ss.; ID., (nt. 4), 441 ss., il quale, a seguito di una chiara e puntuale analisi, esprimeva delle perplessità sulla possibilità di effettuare delle valutazioni di questo tipo e concludeva ritenendo che «il presupposto patrimoniale della postergazione dei finanziamenti dei soci è *unico* e va individuato nella circostanza che *al momento in cui fu concesso il prestito*, la situazione economica complessiva della società non offriva adeguate garanzie di rimborso» (corsivo nel testo).

valore dell'attivo patrimoniale, ecco allora che non vi sarebbe ragione per ritenere ragionevole un conferimento e la postergazione del prestito potrebbe essere evitata.

E ciò - si noti - anche perché, a contrario, si dovrebbe ritenere ragionevole un conferimento che, imposto in via legislativa, causi l'impossibilità da parte della società di attuare una strategia di recupero valutabile *ex ante* come positiva non solo per la società, ma anche per i creditori: e finisca con il compromettere definitivamente una prospettiva di continuità aziendale e di creazione di valore.

L'interpretazione del significato del criterio di ragionevolezza proposto trova un riscontro ulteriore se confrontato con i risultati delle riflessioni economiche elaborate in riferimento al problema della "finanza ponte". Sul punto, si ritiene comunemente che il creditore di un'impresa in crisi, qualora decida di finanziare ulteriormente la società sua debitrice agisca ragionevolmente nel caso in cui «il rischio e il costo di fornire (perdendola) la nuova finanza siano inferiori al beneficio costituito dall'accresciuta probabilità di recuperare anche la vecchia»<sup>151</sup>. Il che - si riconosce<sup>152</sup> - dipende dalla circostanza che il progetto di risanamento della società che si intende supportare mediante la concessione di "prestiti ponte" presenti o meno valore attuale netto positivo<sup>153</sup>. Come si è già messo in evidenza precedentemente, a causa di evidenti costi transattivi e asimmetrie informative, il creditore esterno richiederà, in concomitanza con l'esborso delle somme, delle garanzie o, al limite, un tasso di interesse commisurato al (quello che si rappresenta essere il) rischio corso. E questo comportamento dei creditori è quanto appunto «nel mercato sarebbe ragionevole aspettarsi»<sup>154</sup>. Ma se è ragionevole, in una prospettiva di mercato, ritenere che il creditore esterno possa finanziare l'impresa in crisi quando l'operazione presenti valore attuale netto positivo, allora lo sarà anche per il socio qualora il piano di recupero presenti quelle medesime caratteristiche; ed anche nel caso in cui le condizioni del "suo" prestito siano più vantaggiose per la società rispetto a

---

<sup>151</sup> STANGHELLINI, (nt. 7), 321.

<sup>152</sup> STANGHELLINI, (nt. 7), 321 nt. 35.

<sup>153</sup> MARABINI, *La gestione delle crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi il riequilibrio finanziario*, in *Dir. fall.*, 2009, I, 259.

<sup>154</sup> Così la Relazione accompagnatoria.

quelle offerte da un terzo creditore, attesa la più ampia disponibilità di informazioni di cui il socio dispone circa i flussi di cassa attesi<sup>155</sup>.

7. *Alcuni ulteriori riscontri ed altre, possibili, obiezioni all'accoglimento della tesi proposta.* L'impostazione qui avanzata circa il significato da attribuire al criterio di ragionevolezza trova, tra l'altro, un'importante conferma proprio nell'ambito delle procedure di risanamento, ed in particolare nell'esplicito riferimento alla «ragionevolezza» presente nella disciplina in tema di piani di risanamento all'art. 67, comma 2, lett. d), l. fall.

A questo riguardo, non sono mancati alcuni tentativi di individuare nella fattispecie appena menzionata il porto sicuro a cui “far attraccare” i tentativi di risanamento meritevoli condotti con i prestiti di soci, mettendoli al riparo dai rischi di naufragio indotti dall'art. 2467: e, quindi, qualificandoli alla stregua di un'*eccezione* rispetto alla norma stessa; eccezione motivata e giustificata dal fatto che, per l'appunto, «il sostegno finanziario si presenti ragionevole»<sup>156</sup>. Alcuni autori, in particolare, hanno esplicitamente sostenuto che, mentre l'art. 2467 farebbe riferimento al concetto della *Kreditunwürdigkeit*, il più «raffinato» criterio del valore attuale netto potrebbe trovare applicazione proprio in quest'ambito<sup>157</sup>.

L'argomento presenta delle innegabili difficoltà e la cautela nel suggerire conclusioni diverse è d'obbligo.

A riguardo, si è detto come, a modesto parere di chi scrive, la ragionevolezza del sostegno finanziario dovrebbe essere giudicata in relazione al particolare progetto di investimento che si intende perseguire e alla circostanza che lo stesso favorisca la continuità aziendale, presentando - come si è cercato di dimostrare - valore attuale netto positivo. Ora, se ci si pone in questa prospettiva, potrebbe essere sensato sostenere che l'attestazione di ragionevolezza fornita dall'esperto rilevi più che altro nel senso di completare i presupposti legali fissati dall'art. 67, comma 2, lett. d), l. fall.,

---

<sup>155</sup> BELCREDI, *Le soluzioni concordate* (nt. 7), 105. Per la spiegazione delle varie tecniche utilizzabili per valutare se un'impresa sta producendo investimenti a VAN positivo dalle proprie attività operative e di investimento, v. ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 99), 255 ss.

<sup>156</sup> MAUGERI, *Dalla struttura* (nt. 23), 143; BALP, (nt. 4), 409.

<sup>157</sup> MAUGERI, *Dalla struttura* (nt. 23), 141 (in particolare nt. 27) e 143.

“asseverando” una ragionevolezza già esistente, per assicurare, conformemente alla funzione della procedura stragiudiziale prescelta, certezza circa l’esonero dalla revocatoria fallimentare alla quale, nel possibile successivo fallimento, quel determinato finanziamento potrebbe essere soggetto.

Su queste basi, quindi, non sembra ci siano sufficienti elementi per fornire un’interpretazione diversa del concetto di ragionevolezza a seconda che il prestito sia effettuato o meno nel contesto di un piano di risanamento. Il punto verrà ripreso nel prossimo capitolo, ma fin da ora si può dire che delle due l’una: o il sostegno finanziario fornito dal socio a titolo di mutuo può considerarsi ragionevole, seppur effettuato in una situazione di crisi (perché il progetto di investimento che si intende perseguire ha valore attuale netto positivo), e perciò non rientra nella fattispecie di cui all’art. 2467, comma 2; oppure si ritiene che ragionevole non sia, perché la società in quel momento non è meritevole di credito, ma allora, nonostante la relazione dell’esperto che ne certifichi la ragionevolezza (nell’accezione proposta) ai fini del piano di risanamento, esso potrà semmai essere esentato dall’azione revocatoria, ma non evitare la postergazione.

Quasi all’opposto dell’impostazione seguita fino ad ora, da parte di alcuni autori si è sostenuto che la ragionevolezza del finanziamento sarebbe da valutare con riferimento allo *specifico* impiego che si intende fare delle risorse finanziarie. Più nel dettaglio - è importante sottolinearlo per non creare confusione rispetto alla teoria che si va sostenendo-, si è detto che là dove si intendesse operare un cambiamento di linea produttiva o lanciarsi alla conquista di nuovi mercati sarebbe ragionevole un conferimento (che, diversamente, dovrebbe scattare la riqualificazione), così come nel caso si intendesse finanziare progetti di sviluppo della società particolarmente impegnativi dal punto di vista economico<sup>158</sup>. A questa ricostruzione si è giustamente replicato che la ragionevolezza della decisione di utilizzare conferimenti o prestiti per soddisfare il fabbisogno finanziario dell’impresa non dipende dall’impiego che si intende fare degli stessi<sup>159</sup>. Dal punto di vista del valore complessivo dell’impresa nulla cambia,

---

<sup>158</sup> SCANO, *I finanziamenti dei soci*, in *La nuova s.r.l. Prime letture e proposte interpretative*, a cura di Farina, Ibba, Racugno e Serra, Milano, 2004, 396; SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 201. In questo senso, seppur in modo più articolato, anche MAUGERI, (nt. 29), 174.

<sup>159</sup> M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 89. Seppure le osservazioni qui compiute si muovano sul piano della situazione patrimoniale e finanziaria della società e non su quello della ricerca degli elementi caratterizzanti il tipo contrattuale a cui ricondurre l’accordo in concreto concluso fra le parti, esse richiamano alla mente,

*in via di principio*<sup>160</sup>, se, ad esempio, gli acquisti di immobilizzazioni vengono effettuati tramite conferimenti o mediante risorse acquisite a credito: qualsiasi investimento a lungo termine può venire tranquillamente finanziato grazie a prestiti a lungo ed anche a breve termine (nel caso da rinnovare), *se ciò risulti vantaggioso*.

Si tratta, allora, di *valutare la situazione finanziaria complessiva della società* alla luce dei diversi effetti indiretti (benefici fiscali del debito, il costo di emissione di nuovi titoli, i costi legati al dissesto finanziario, agevolazioni statali al finanziamento tramite debito) che la scelta del mezzo con cui finanziarli comporta, chiedendosi se l'investimento che si intende fare presenta o meno valore attuale netto positivo: e, quindi, se - in definitiva - aumenta o meno il valore dell'impresa<sup>161</sup>.

Detto questo - e, dunque, preferendo, da un punto di vista sostanziale, un'interpretazione della norma incentrata sul criterio del valore attuale netto -, non si può peraltro negare e, tantomeno, sottovalutare come l'opinione esaminata in apertura, sulla base della quale la ragionevolezza del finanziamento potrebbe rilevare, in via d'eccezione, solo se concessa nell'ambito di un piano di risanamento, dia voce ad una preoccupazione pratica di assoluto rilievo. Non si può trascurare, infatti, che se la scelta del legislatore di disegnare una fattispecie applicativa vaga è stata - da un lato - funzionale ad evitare possibili «crisi di rigetto»; dall'altro, ha indubbiamente sollevato, in capo agli operatori economici, il timore che, aperto il fallimento, il tribunale più che preoccuparsi di accertare se il prestito del socio sia stato o meno concesso in una situazione di “crisi”, finirà per trovare proprio nell'ammissione della società alla procedura concorsuale la ragione sufficiente per giustificare la subordinazione del diritto al rimborso dello stesso. E sul punto, un po' provocatoriamente (ma efficacemente), si è detto che, con riferimento

---

confermandolo, quanto si diceva prima della riforma circa l'incapacità dell'elemento della destinazione organizzativa impressa dalle parti al finanziamento a fungere da tratto distintivo idoneo a fondare una certa qualificazione del relativo contratto (a contrario di quanto sosteneva, ad esempio, VERDIRAME, *Commento a Cass. 6 luglio 2001, n. 9209*, in *Soc.*, 2002, 41; secondo il quale la destinazione del finanziamento all'investimento in immobilizzazioni è indice di conferimento): v. sul punto GINEVRA, (nt. 1), 735 e nt. 27; RAGNO, *Versamenti in conto capitale, versamenti in conto futuro aumento di capitale e prestiti subordinati effettuati dai soci di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 787 e nt. 76; GOMMELLINI, (nt. 19), 85 ss.

<sup>160</sup> E ciò alla stregua delle condizioni in cui il teorema di Modigliani-Miller risulta verificato: il mercato perfetto. L'impossibilità che tale situazione si verifichi nel mondo reale, implica la necessità (per ammissione stessa degli autori) di valutare gli effetti indiretti che la particolare modalità di finanziamento prescelta comporta. V. paragrafo successivo nel testo.

<sup>161</sup> E questo vale non solo nella prospettiva del criterio del costo medio ponderato del capitale, ma anche in quella del valore attuale netto modificato. Cfr. nt. 150.

al requisito di ragionevolezza previsto al secondo comma dell'art. 2467: «*si può formulare la ragionevole previsione che tutti i prestiti-soci e tutti i prestiti infragruppo concessi alla società e non ancora rimborsati alla data della rilevazione della sua insolvenza verranno prevedibilmente dichiarati postergati al preventivo soddisfacimento degli altri creditori*»<sup>162</sup>.

Pur tenendo in gran considerazione questo aspetto - ed anche a voler prescindere dal fatto che alcune recenti prese di posizione a livello giurisprudenziale sembrerebbero muoversi in una diversa direzione<sup>163</sup> -, esso non può tuttavia esimere dal (perlomeno) tentare di proporre un'interpretazione della norma in grado di portare a sintesi i vari interessi meritevoli di tutela che vengono in rilievo in quest'ambito; con la consapevolezza, tra l'altro, che il rischio di compiere, dal punto di vista pratico, uno sforzo interpretativo vano, vale per qualsiasi soluzione che non sia quella di postergare nel fallimento tutti i finanziamenti concessi dai membri della compagine sociale<sup>164</sup>.

Nella consapevolezza delle innegabili difficoltà applicative che il criterio del valore attuale netto potrà incontrare, si possono comunque sottolineare alcuni aspetti che potrebbero rendere il suo accoglimento meno "indigesto" sul piano pratico.

Sul punto, vengono in rilievo i concetti di pianificazione e di programmazione finanziaria. La possibilità di fare ad essi riferimento, per trarne alcune indicazioni sul piano giuridico, non è senza precedenti. Alcuni recenti indagini hanno trovato in tali nozioni il proprio presupposto di partenza, ritenendo che il loro valore di strutture «logich(e) tes(e) ad ottimizzare il risultato economico, attraverso la prefigurazione delle condizioni necessarie al raggiungimento degli obiettivi di periodo» oltre che ad essere un

---

<sup>162</sup> BONFATTI, *Prestiti dei soci, finanziamenti infragruppo e strumenti "ibridi" di capitale*, in *Il rapporto banca impresa nel nuovo diritto societario*, a cura di Bonfatti e Falcone, Milano, 2004, 306 (corsivo nel testo).

<sup>163</sup> La Cassazione nella sentenza n. 2706 del 4 febbraio 2009, 30 (inedita), censurando la decisione della Corte d'Appello che aveva ritenuto non potessero essere ammessi come classe di creditori da soddisfare nel concordato alcuni finanziamenti soci - senza valutare se rientrassero o meno nella fattispecie di cui all'art. 2467, comma 2 - ha stabilito che «si impone pertanto da parte del giudice di rinvio una verifica finalizzata ad accertare la presenza delle condizioni richieste da tale normativa (art. 2467, comma 2) per affermare od escludere la applicabilità del principio della postergazione».

<sup>164</sup> E questo è vero, in particolar modo, per il criterio della meritevolezza di credito nell'esperienza tedesca: cfr. nt. 85 e testo corrispondente.

elemento fondamentale nelle analisi dell'organizzazione d'impresa dal punto di vista aziendalistico, non potesse essere trascurato nemmeno sul versante giuridico<sup>165</sup>.

Pianificazione e programmazione finanziaria rispondono proprio all'esigenza di specificare in che cosa si concretizzino i progetti di investimento, di quale entità siano i flussi di cassa attesi connessi agli stessi, a che rischio vengono scontati, etc. Queste decisioni, che a prima vista potrebbero sembrare leggermente astratte, dal punto di vista della finanza aziendale rappresentano invece la sostanza di qualsiasi attività di *capital budgeting*. Attività ordinariamente espletata dall'imprenditore al fine di assumere scelte ragionate e consapevoli; e, generalmente, condotta in parallelo con altre tecniche utili per esaminare la variabilità delle previsioni circa i flussi di cassa e renderne quanto più possibile ragionevole la realizzazione (si pensi all'analisi di sensibilità e di scenario, all'analisi di *break even* e via dicendo<sup>166</sup>): proprio per evitare di incorrere in quel «falso senso di sicurezza»<sup>167</sup> che previsioni in questo campo possono far emergere.

Alla luce di quanto detto, e pur nell'impossibilità di annullare ogni incertezza circa la scelta di un determinato indirizzo di pianificazione finanziaria<sup>168</sup>, non sembra allora del tutto inverosimile pensare non solo di poter riuscire (prima a compiere e poi) a documentare la ragionevolezza della decisione di perseguire un certo progetto di investimento (e, quindi, risanamento), di averlo ritenuto *ex ante* profittevole e vantaggioso perseguirlo grazie ad un prestito del socio; ma anche di farlo al di fuori di una procedura di risanamento prevista a livello positivo. Certamente - è innegabile - la certezza di tenuta a livello probatorio della ragionevolezza della previsione sarà tanto maggiore quanto più sia connessa a strumenti legislativamente predeterminati quali, in via progressiva, i piani di risanamento *ex* 67, comma 2, *lett. d*), l. fall., gli accordi di ristrutturazione o il concordato preventivo: in particolar modo dove, oltre ad una relazione dell'esperto, si richiede anche il voto dei creditori e l'omologazione del giudice. Ma la possibilità che valutazioni di questo genere possano essere compiute anche senza fare necessariamente ricorso a questi "strumenti" non può escludersi a priori.

---

<sup>165</sup> GALLETTI, (nt. 48), 169; ma, a riguardo, risulta molto interessante l'intera lettura del terzo capitolo dello scritto citato.

<sup>166</sup> ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 99), 261 ss.

<sup>167</sup> ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, (nt. 99), 261.

<sup>168</sup> V. comunque quanto sostenuto a nt. 129.

A questo riguardo, un possibile riscontro di quanto si va dicendo è rinvenibile guardando all'operatività pratica di istituti quali il *solvency test* proprio dell'esperienza statunitense<sup>169</sup>. A prescindere dall'opinione che si possa nutrire sulla desiderabilità o meno, in generale, di un tale strumento, rimane che, nel suo profilo pratico, esso si concretizza in un *budget* finanziario, redatto a cura degli amministratori, il quale - per assicurare che la società possa procedere ad una distribuzione a favore degli azionisti senza incorrere nell'insolvenza - deve mostrare la dinamica dei flussi di cassa attesi, attraverso una previsione sull'esito dei progetti di investimento in essere; e, quindi, attraverso una "stima" del loro valore attuale<sup>170</sup>. Il che dimostra sia la possibilità di procedere ad un simile procedimento valutativo sia la possibilità di darne documentazione; ed, infine, anche il fatto che si possa dare rilevanza giuridica a questo genere di previsioni (quando compiute dagli amministratori) - come appunto hanno fatto gli ordinamenti che hanno accolto il *solvency test*.

Anche guardando a quanto accade una volta che la società sia fallita, poi, è possibile fare alcuni interessanti rilievi.

Nel momento in cui il giudice si trovi a dover decidere se il finanziamento concesso dal socio rientri o meno all'interno della fattispecie di cui all'art. 2467, comma

---

<sup>169</sup> Sul *solvency test*, in generale, RICKFORD, *Legal approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, in 7 *Eur. Bus. Org. L. Rev.* (2006), 171 ss.; SCHÖN, *Balance Sheet Test or Solvency Tests – or Both?*, *ivi*, 181 ss.; nella letteratura italiana, PORTALE, (nt. 2), 31 ss.; nella letteratura tedesca, JUNGSMANN, *Solvenztest – versus Kapitalschutzregeln. Zwei Systeme im Spannungsfeld von Gläubigerschutz und Finanzierungsfreiheit der Kapitalgesellschaft*, in *ZGR*, 2006, 638 ss.

A livello più generale, è noto - e acceso - il dibattito sull'opportunità o meno di mantenere l'istituto del capitale sociale nel diritto (non solo italiano, ma più generalmente) europeo, per il quale si rinvia a GINEVRA, (nt. 15), 102 ss.; ci si limita qui a citare, per quanto riguarda le due diverse opinioni circa l'opportunità di introdurre il *solvency test* o il *balance sheet test* in alternativa alle regole sul capitale - da un lato - di ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 607 ss.; ENRIQUES-MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2000, 78 ss.; dall'altro, di DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 489 ss.; ID., *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditor Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 585 ss.

<sup>170</sup> Così WELLER nel suo intervento (inedito) - *Legal Capital in Europe*, 46 s., - al convegno "Corporate Financing: Beyond Legal Capital? US Experience and European Perspectives" tenutosi a Bergamo il 29 maggio 2009. Secondo questo autore, riassumendo, il *solvency test* «relies on forward-looking cash flow projections summarized in a financial budget» e, per svolgere pienamente il suo compito deve soddisfare quattro requisiti: «the test should be forward looking»; «it should be based on cash in-and out flows»; «forecasts should be unaltered»; «intra-group transactions should be considered».

Il che serve poi a dimostrare se la distribuzione a cui si intende procedere non lasci la società priva delle risorse necessarie per continuare ad operare, anche in considerazione di quelli che *saranno* i flussi di cassa.

2, si può ricordare come la possibilità di accertare la ragionevolezza del prestito nella prospettiva del valore attuale netto positivo sia - come si è sottolineato nel dibattito tedesco - non soltanto possibile facendo ricorso ad un esperto indipendente; ma, dal punto di vista della difficoltà della valutazione, certamente non più arduo che accertare, *ex ante*, il comportamento ipotetico di un terzo creditore esterno nei panni del socio<sup>171</sup>.

A sostegno (e a completamento) di quanto detto fino ad ora, si può altresì richiamare, sempre sul piano comparatistico, l'esperienza giurisprudenziale nord americana in tema di “*fraudolent transfer law*”<sup>172</sup>. L'istituto dei c.d. *fraudolent transfers*, contemplato dal § 4 dell'*Uniform Fraudulent Transfer Act*, permette, su iniziativa dei creditori della società insolvente, di rendere inefficace (*to void*) ogni transazione in cui il debitore ha agito «*with actual intent to hinder, delay, or defraud any creditor*». La struttura principale è la seguente. Perché il giudice possa dichiarare inefficace una transazione, imponendo un'obbligazione restitutoria a carico dei beneficiari dei trasferimenti illeciti, sono ritenuti necessari tre requisiti: il debitore deve (a) aver trasferito un bene o assunto un'obbligazione; (b) senza ricevere un corrispettivo equivalente al valore dello scambio; (c) in un momento in cui essa era insolvente o «*in a business or a transaction for which any property remaining with the debtor was an unreasonably small capital*»<sup>173</sup>.

Ora, senza addentrarsi nell'analisi dei vari requisiti, alcuni importanti spunti ai fini dell'indagine possono trarsi soffermandosi sull'ultimo dei tre menzionati. Per determinare il ricorrere o meno della situazione in esame, infatti, i giudici americani si prodigano in un'analisi delle condizioni attuali e delle prospettive future del debitore: giungendo normalmente alla decisione che la società è dotata di un capitale di rischio “*unreasonably small*” se, sulla base di una previsione dei flussi di cassa attesi (e quindi

---

<sup>171</sup> GELTER, *The Subordination* (nt. 81), 478 ss.; contempla la possibilità di un possibile e necessario ricorso ad un giudizio di prognosi postuma M. CAMPOBASSO, (nt. 4), 444.

<sup>172</sup> ENGERT, *Kapitalgesellschaften ohne gesetzliches Kapital: Lehren aus dem US-amerikanischen Recht*, in *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, herausgegeben von Lutter, Berlin, 2006, 777 ss.; cfr. anche BAIRD, *Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: the Role of Fraudulent Transfer Law*, in 7 *Eur. Bus. Org. L. Rev.* (2006), 199 ss.; CARLSON, *The Logical Structure of Fraudulent Conveyances and Equitable Subordination*, Working Paper, 2002, reperibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); ed, infine, il classico CLARK, *The duties of the Corporate Debtor to Its Creditors*, in 90 *Harv. L. Rev.* (1977), 505 ss.

<sup>173</sup> Cfr. 11 U.S.C. § 548 (a)(1)(B)(ii)(III); *Uniform Fraudulent Transfer Act* § 4 (a)(2)(ii); *Uniform Fraudulent Conveyance Act* § 5.

del valore attuale dei progetti di investimenti in corso), è “*reasonably foreseeable*” che il debitore possa divenire insolvente<sup>174</sup>.

L’esperienza americana, oltre a dimostrare la possibilità di fondare decisioni giurisprudenziali sulla base del valore attuale netto positivo, è utile anche perché da essa si può evincere come, nell’analizzare le previsioni circa i flussi di cassa attesi compiute dal debitore al momento della distrazione, si richiede che le stesse siano a loro volta ragionevoli, ovvero che scontino il risultato previsto di un rischio a sua volta ragionevole: il che significa, per l’organo giudicante, un’aspettativa di realizzazione non eccessivamente ottimistica, conforme a quello che è stato sia l’andamento storico dell’impresa sia la sua situazione presente<sup>175</sup> e, infine, sufficientemente elastica da tollerare possibili errori<sup>176</sup>.

Sulla base di tutti gli elementi raccolti in questo capitolo, si può ora passare ad un’analisi della *disciplina* dei prestiti dei soci nell’ambito delle procedure di insolvenza.

---

<sup>174</sup> *Ferrari v. Barclays Business Credit, Inc.* (In re Morse Tool, Inc.), 148 *B.R.* 97, 132 ss. (Bankr. D. Mass. 1992); *Vadnais Lumber Supply, inc. v. Byrne* (In re Vadnais Lumber Supply, Inc.), 100 *B.R.* 127, 137 (Bankr. D. Mass. 1989); *Credit Mangers Ass’n v. Federal Co.*, 629 *F. Supp.* 175, 183 ss. (C.D. Cal. 1985); cfr. anche ENGERT, (nt. 172), 777 ss.

<sup>175</sup> *Moody v. Security Pac. Bus. Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056, 1073 (3d Cir. 1992); *Ferrari v. Barclays Business Credit, Inc.* (In re Morse Tool, Inc.), 148 *B.R.* 97, 132 ss. (Bankr. D. Mass. 1992).

<sup>176</sup> *Moody v. Security Pac. Bus. Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056, 1073 (3d Cir. 1992).

## CAPITOLO III

### POSSIBILI SOLUZIONI DI DISCIPLINA: IL TRATTAMENTO DEI FINANZIAMENTI DEI SOCI NELLE PROCEDURE DI INSOLVENZA

*1. Alcuni rilievi introduttivi.* Il tentativo compiuto nel capitolo precedente è consistito principalmente nel provare a fornire, guardando alla struttura economica delle operazioni di risanamento condotte tramite prestiti dei soci, un'interpretazione della fattispecie applicativa dell'art. 2467 diversa da quella ispirata alla teoria della responsabilità da corretto finanziamento proposta fino ad ora. In particolare, si è cercato di rispondere - prendendo spunto dalla logica e dalle finalità delle procedure concorsuali - all'esigenza di trovare un punto di sintesi diverso tra tutela dei creditori e necessità di non precludere meritevoli piani di risanamento.

Il passo logicamente successivo è rappresentato dalla necessità di esaminare, sul piano più strettamente giuridico, quali siano le “ricadute di disciplina” dell'impostazione proposta; il che, nello specifico, significa muoversi in due direzioni.

In primo luogo, bisognerà riprendere in considerazione quelle ipotesi, richiamate nel primo capitolo, in cui si era rinvenuta una non perfetta coincidenza tra fra tutela dei creditori e prospettive di recupero, vale a dire ai casi dei “prestiti ponte”, della sussistenza nel diritto italiano di un “*Sanierungsprivileg*” e del trattamento da riservare ai prestiti dei soci concessi nell'ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti, di un piano di risanamento o di un concordato preventivo: cercando di capire come questi casi siano da regolare.

Successivamente, sarà necessario tornare al dibattito a proposito del significato del termine “postergazione” nel contesto dell'art. 2467 c.c. e, avendo a mente i risultati ottenuti nel secondo capitolo, si tenterà di dare un contributo alla discussione, soprattutto per quel che riguarda le diverse implicazioni che l'una o l'altra delle due impostazioni fino ad ora avanzate - “riqualificazione” del prestito in capitale di rischio, da una lato, e

retrocessione a credito post-chirografario, d'altro - comportano sul piano del trattamento normativo dei finanziamenti “anomali” nell’ambito delle procedura di insolvenza<sup>177</sup>.

2.1. *I prestiti ponte*. Nel contesto del piano di indagine appena illustrato, il primo punto da prendere in considerazione riguarda il trattamento da riservare ai finanziamenti dei soci che svolgono la funzione di prestiti ponte. A questo riguardo, si è detto di come essi rappresentino, per una parte della dottrina, un caso paradigmatico di applicazione della regola stabilita dall’art. 2467. È opinione di taluni autori, infatti, che, qualora il socio intenda consentire alla società di superare un determinato momento di crisi apportando nuove risorse finanziarie, egli debba farlo erogando capitale di rischio, non di

---

<sup>177</sup> Quanto all’ambito soggettivo di applicazione, la circostanza che il legislatore abbia previsto la possibilità di postergare i finanziamenti dei soci solo con riferimento alla s.r.l. e nell’ambito delle società soggette a direzione e coordinamento, ha spinto la dottrina ad interrogarsi sulla possibilità di un’estensione analogica della regola in esame anche alla s.p.a. Sul punto, sono state espresse varie opinioni. Secondo un primo orientamento - come si è avuto già occasione di illustrare - l’art. 2467 c.c. rappresenterebbe l’accoglimento, a livello di diritto positivo, di una determinate concezione della responsabilità da corretto finanziamento dell’impresa, che, seppur ancorato a norme riguardanti la s.r.l. ed i “gruppi”, si applicherebbe indifferentemente a tutte le società di capitali (v. PORTALE, (nt. 11), 670; IRRERA, *La nuova disciplina dei «prestiti» dei soci alla società*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini, Milano, 2003, 141; ma v. anche TOMBARI, (nt. 1), 563 s.).

Per altri, invece, la norma troverebbe applicazione solo con riguardo ai casi espressamente stabiliti dalla legge (BARTALENA, *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.* in *A.G.E.*, 2003, 398 ss.; GALEOTTI FLORI, *L’inefficacia del rimborso del finanziamento soci tra art. 65 l. fall. e art. 2467 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 324 s.; IRACE, (11), 342; SCANO, *I finanziamenti dei soci nella s.r.l. e l’art. 2467 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 905 s.). A prescindere dal fatto che parrebbe strano “storicamente” strano applicare alla s.p.a. una norma scritta con riferimento alle s.r.l. (atteso che tradizionalmente il percorso si compiva in senso inverso), si esclude che ricorra l’*eadem ratio*: requisito necessario per l’estensione analogica della norma alle s.p.a.

Una terza opinione considera non percorribile la strada dell’applicazione analogica dell’art. 2467 alle società per azioni, sul base del rilievo per cui l’azionista non dispone dei quei poteri di informazione e di controllo che spettano, invece, al socio di s.r.l. Simile obiezione non preclude, tuttavia, dall’estendere analogicamente l’art. 2497-*quinquies*: così che la postergazione colpirebbe esclusivamente i finanziamenti erogati dall’azionista di controllo ovverosia, chi (anche persona fisica) eserciti attività di direzione e coordinamento (M. CAMPOBASSO, (nt. 4), 445).

Vi è, infine, un quarto orientamento, che si ritiene di accogliere. Senza che sia possibile trascurare del tutto il dato formale sopra menzionato, parrebbe comunque di poter dire concordare con quanti considerano che la regola in esame possa essere estesa in via analogica anche ai soci di una società per azioni. E questo nei casi in cui il particolare assetto di interessi che giustifica l’inserimento della disciplina dei prestiti dei soci nell’ambito delle norme dedicate alla s.r.l. ed ai gruppi - e, quindi, la centralità della qualità di socio e la capacità di indirizzare in modo forte le decisioni gestionali - si verifichi nell’ambito della s.p.a. (BALP, (nt. 4), 383 ss.; MAUGERI, (nt. 29), 236 s.; STELLA RICHTER JR., (nt. 139), 282; CAPELLI, (nt. 139), 113; PARRELLA, *Finanziamenti dei soci e postergazione del credito di restituzione: il nuovo art. 2467 c.c.*, in *La «nuova» società a responsabilità limitata*, a cura di Miola, Napoli, 2005 305 s.; CAGNASSO, (nt. 23), 119 s.; VITTONI, *Questioni in tema di postergazione dei finanziamenti dei soci*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 941).

credito; e ciò anche se l'attività a cui intende assicurare una prospettiva di continuità aziendale appaia, *ex ante*, almeno potenzialmente profittevole<sup>178</sup>.

Nell'impostazione esposta nel corso del secondo capitolo si è visto però come, una volta rivalutata sul piano economico la funzione di questa particolare modalità di sostegno finanziario, un prestito ponte può essere considerato ragionevole indipendentemente dalla circostanza che sia stato erogato da un creditore esterno. Le stesse considerazioni che spingono un terzo a concedere ulteriori risorse finanziarie ad un proprio debitore in difficoltà, infatti, possono sussistere anche in capo ad un membro della compagine sociale; com'è altresì da riconoscere che dinamiche legate, ad esempio, al fenomeno dell'*underinvestment* possono rendere del tutto plausibile la decisione di quest'ultimo di finanziare la società a titolo di debito piuttosto che di rischio. Ed a farlo, infine, secondo modalità e condizioni in parte diverse da quelle che, appunto, un soggetto esterno avrebbe preteso.

Ecco allora che, più che soffermarsi sul soggetto che eroga il prestito, il punto diventa piuttosto quello di capire a quale tipo di progetti di investimento esso risulta destinato o, meglio, qual sia lo scopo (economico-finanziario) per il quale è stato concesso, e - soprattutto - come lo stesso influisca sul valore complessivo della società. Se, infatti, si è in grado di dimostrare che il progetto di investimento (risanamento) in vista del quale si mantiene in vita la società, pur in quel momento tecnicamente non meritevole di credito, presenta valore attuale netto positivo, non ci sarebbe più ragione per ritenere che la fattispecie applicativa dell'art. 2467, comma 2, c.c., trovi applicazione. Cosa che, invece, dovrebbe sempre accadere nei casi in cui la continuazione dell'attività non abbia altro effetto che diminuire il suo valore; e ciò - si ribadisce - del tutto in linea con l'idea per cui una manovra dilatoria mirante a procrastinare il momento di emersione della crisi si configura come un nocivo costo di agenzia solo se si concretizza nel mezzo con cui compiere «decisioni di investimento «sbagliate» o (che) inducono il manager a perseverare in politiche d'investimento sub-ottimali»<sup>179</sup>.

Rimangono naturalmente alcune innegabili difficoltà dal punto di vista applicativo. Trascurando, in questa sede, il rischio di eventuali ripercussioni penali (le quali non

---

<sup>178</sup> Entrambe le citazioni sono di TERRANOVA, (nt. 1), 478 (corsivo aggiunto).

<sup>179</sup> BELCREDI, *Le implicazioni*, (nt. 100), 593 s. Quanto alla valutazione dell'impatto del progetto di investimento sul valore complessivo della società, si rinvia a quanto detto a nt. 150.

dovrebbero sussistere se il finanziamento è ragionevole e di breve durata<sup>180</sup>), □ infatti presente la possibilità che, dichiarato il fallimento, il tribunale non vada per il sottile nel decidere circa la posizione del credito del socio nell'ordine di riparto dell'attivo patrimoniale: e, quindi, che opti per la subordinazione senza indugiare troppo sulla sussistenza o meno dei requisiti fissati dall'art. 2467, comma 2. Sul punto, non si può negare che, come alcuni studi hanno già da tempo rilevato, la regola dell'art. 2467 si ponga come un ulteriore disincentivo a forme di sostegno finanziario dell'impresa in crisi; e che questa situazione non sia per nulla desiderabile<sup>181</sup>.

Tuttavia, fornita una soluzione sul piano teorico a questo “rischio legale”, rimangono validi, dal punto di vista pratico - ed allo stato attuale della legislazione -, le indicazioni che vengono dalla prassi del finanziamento delle imprese in crisi. Per cercare di evitare di incorrere in ipotesi di responsabilità sia civili che penali, si sono, infatti, avanzati alcuni importanti suggerimenti che si ritiene possano essere estesi, con i dovuti accorgimenti, anche ai prestiti dei soci: per far sì che il finanziamento concesso eviti di restare impigliato nella rete rappresentata della fattispecie applicativa dettata dall'art. 2467<sup>182</sup>. Più nel dettaglio, è importante assicurarsi che, al momento della concessione, il prestito del socio: (a) trovi la sua giustificazione nella necessità di garantire la continuità aziendale o di evitare ulteriori gravi danni (ad esempio, consentire il pagamento dei dipendenti e dei fornitori dell'impresa, delle imposte e dei contributi previdenziali); b) sia utilizzato per garantire la continuità aziendale solo per il periodo necessario al perfezionamento di uno degli strumenti di risanamento previsti dalla legge (piano attestato, accordo di ristrutturazione dei debiti, concordato preventivo); (c) venga effettuato, tendenzialmente, mediante la concessione (o il mantenimento) di linee di credito “autoliquidanti”; (d) la società beneficiaria non rilasci garanzie sullo stesso; (e) sia subordinato ad una valutazione di stretta funzionalità ad un piano che sia in procinto di essere varato e all'esistenza di un serio pericolo di pregiudizio che deriverebbe nel caso di un ritardo nella sua erogazione.

---

<sup>180</sup> MARABINI, (nt. 153), 267 s.; *Il finanziamento all'impresa in crisi*, (nt. 37), 7 s.

<sup>181</sup> *Il finanziamento all'impresa in crisi*, (nt. 37), 8, nt. 3.

<sup>182</sup> Si veda, per l'elencazione dei requisiti riportati di seguito, *Il finanziamento alle imprese in crisi*, (nt. 37), 8.

Ma ciò non basta. Dell'esistenza dei requisiti ora riportati dovrebbero farsi carico di dare conto o il professionista che assiste abitualmente l'impresa, o il consulente incaricato della redazione del piano. Si tratterebbe, infatti, di essere in grado di poter provare, in un secondo momento, che i finanziatori esterni della società erano stati assicurati dalla circostanza che un processo di risanamento era in corso e che veniva condotto non solo in buona fede, ma altresì con mezzi che apparivano *ex ante* idonei allo scopo, «ancorché nella inevitabile incertezza circa la possibilità di riuscire davvero a redigere e (in quanto ciò sia necessario) a concordare con i creditori un realistico piano di risanamento»<sup>183</sup>.

2.2. *Il problema della sussistenza nel diritto italiano di un Sanierungsprivileg.* Il secondo punto che merita attenzione riguarda la possibilità o meno di ritenere esistente, analogamente a quanto avviene nel sistema tedesco con il c.d. *Sanierungsprivileg*, un'ipotesi di deroga all'applicazione della disciplina dell'art. 2467 nel caso in cui il prestito del socio sia diretto al risanamento della società. A questo riguardo, come si è già brevemente avuto occasione di dire, l'orientamento maggioritario pare assestarsi in senso preclusivo<sup>184</sup>.

Negli scritti di coloro che sostengono quest'opinione, non manca certo la preoccupazione per le possibili ripercussioni che una scelta simile può avere sul piano della possibilità, per le società di piccole e medie dimensioni, di reperire da parte del sistema bancario adeguate risorse finanziarie in momenti di crisi<sup>185</sup>. Al contrario, ben si comprende che la banca finanziatrice possa legittimamente voler acquisire una partecipazione al capitale della società debitrice, allo scopo di monitorare da vicino l'operato degli amministratori e la destinazione delle risorse concesse. Ed, infatti, si invoca l'intervento del legislatore, affinché dia ingresso anche nel sistema italiano ad una regola simile al § 32a, Abs. 3, *GmbHG*<sup>186</sup>: considerato che - si osserva - il dato letterale e

---

<sup>183</sup> *Ibidem*.

<sup>184</sup> TERRANOVA, (nt. 1), 1478 s.; M. CAMPOBASSO, (nt. 4), 445; PRESTI, (nt. 1), 109, spec. nt. 34. V. per precisazioni, nt. 52.

<sup>185</sup> TERRANOVA, (nt. 1), 1479, ritiene che la scelta fatta dal legislatore di non prevedere una simile eccezione appaia «deplorabile»; nello stesso senso M. CAMPOBASSO, (nt. 4), 445, che, a riguardo, parla di «soluzione (...) eccessivamente rigida»; sulla stessa linea, PORTALE, *La legge fallimentare riformata: note introduttive*, in *Banca, borsa*, 2007, I, 373.

<sup>186</sup> Ora, *InsO* § 39 (4).

la *ratio* della norma non consentono di ritenere allo stato esistente, *ex art.* 2467, un'analoga previsione.

Sul punto è necessario procedere ad alcune osservazioni. Guardando a quanto accaduto in Germania, si è già detto più volte di come, perlomeno fino alla recente riforma, vi fosse una generale convinzione circa l'esistenza di un *Grundstatzordnungsmässiger Unternehmensfinanzierung*. Col tempo, era però andata maturando anche la consapevolezza della necessità di consentire delle *eccezioni* all'applicazione unilaterale del principio in esame<sup>187</sup>. Esse, si sosteneva, erano da rinvenirsi in tutte le (e solo nelle) ipotesi in cui, proprio per consentire e agevolare il risanamento, il socio, in una situazione di crisi della società, avesse deciso di “prestare” anziché “conferire”<sup>188</sup>.

Sulla base di queste considerazioni, si era così giunti - come noto - all'introduzione del regola del *Sanierungsprivileg*, oggi parte fondamentale del nuovo sistema<sup>189</sup>.

Se, dunque, alla luce dell'esperienza tedesca, si condivide l'idea secondo la quale l'art. 2467 dà ingresso ad un principio di corretto finanziamento dell'impresa, appare del tutto condivisibile - sul piano logico - ritenere che la mancanza di un esplicita regola di esenzione non possa essere sopperita in via interpretativa. E ciò, pur a fronte di possibili conseguenze negative per quel che concerne il comportamento delle banche nelle operazioni di finanziamento di progetti di ristrutturazione.

Il problema in esame assume però una diversa coloritura, quando, per le ragioni su cui ci si è in precedenza soffermati, ci si allontani dall'opinione che, a fronte della crisi, l'alternativa concessa al socio è quella di conferire nuovo capitale di rischio o lasciare che la società fallisca. Insomma, accettando la prospettiva per cui il socio può *anche* concedere un prestito alla società in difficoltà se questa scelta favorisce la continuità

---

<sup>187</sup> HIRTE, *Das Kapitalersatzrecht nach Inkrafttreten der Reformgesetzgebung*, in *ZinsO*, 1998, 147 ss.; GRUNEWALD, *Sanierung durch Gesellschafterdarlehen - Die neue Regelung von § 32 a Abs. 3 S. 3 GmbHG*, in *Festschrift für Bezenberger*, a cura di Westermann e Mock, Berlin-New York, 2000, 85 ss.

<sup>188</sup> Sul tema, in generale, si v. K. SCHMIDT, in *Kommentar GmbH-Gesetz<sup>2</sup>*, a cura di Sholz, I. Bd., Köln, 2000, §§ 32a, 32b, Rdn. 191 ss., 1352 ss.; DAUNER-LIEB, *Einschänkung des Grundtatbestandes: Das Sanierungsprivileg des § 32 a Abs. 3 GmbHG*, in *Handbuch des Kapitalersatzrechts<sup>2</sup>*, a cura di VON GERKAN u. HOMMELHOFF, Köln, 2002, Rdn. 4.1. ss., 99 ss..

<sup>189</sup> Nello specifico con l'art. 19, n. 1, del *Gesetz zur Kontrolle and Transparenz im Unternehmensbereich - KonTraG*, del 27 aprile 1998.

aziendale e consente la creazione di valore, il problema del “privilegio da risanamento” si esaurisce *a livello di fattispecie* e non necessita di un’esplicita norma di *esenzione*.

Configurando la fattispecie applicativa in questo senso, si potrebbe allora giungere al risultato di porre i prestiti concessi, al fine della ristrutturazione, da una banca che acquisisca una partecipazione al capitale della società debitrice, fuori dalla portata dell’art. 2467: scongiurando così il rischio di una possibile ritrosia da parte degli istituti di credito a finanziare piani di recupero e assicurando, nel contempo, i creditori terzi rispetto all’operazione in esame.

Come è accaduto nel caso dei prestiti ponte, anche qui si può discutere delle difficoltà dal punto di vista applicativo. Fermo restando quanto si esporrà nel prossimo paragrafo per il caso in cui il finanziamento venga concesso nell’ambito di una delle possibili soluzioni concordate della crisi previste dalla legge fallimentare, si può forse suggerire, con i dovuti accorgimenti, di utilizzare quanto detto con riferimento all’istituto dei prestiti ponte: soprattutto per quel che riguarda la redazione di un piano che, pur senza tutti i requisiti previsti per le relazioni da predisporre nell’ambito di un accordo di ristrutturazione o di un concordato preventivo, dia comunque conto di quali siano, al momento della concessione del prestito, le prospettive di recupero dell’impresa ad una situazione di redditività.

*2.3. I prestiti dei soci concessi nell’ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di un piano di risanamento o di un concordato preventivo.* Passando all’esame dell’ultimo dei punti problematici che si erano evidenziati nel primo capitolo, si tratta ora di prendere in considerazione il trattamento da riservare ai prestiti dei soci concessi nell’ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di un piano di risanamento o di un concordato preventivo, nel malaugurato caso in cui il tentativo non vada a buon fine. Con riferimento a tali ipotesi, si era detto di come non manchi in dottrina chi sostiene che, proprio perché la necessità di accedere ad uno di questi tre istituti presuppone l’esistenza di una crisi (se non altro) finanziaria - anche se non necessariamente grave a tal punto da poter essere considerata insolvenza-, sarebbe stato del tutto ingiustificato cercare di porre il finanziamento concesso dal socio in esecuzione di un tale tentativo di risanamento all’esterno del perimetro di applicazione dell’art 2467. Tale norma, infatti, sarebbe servita

proprio a disincentivare, sotto la “minaccia” della subordinazione del credito di restituzione, la concessione da parte del socio di risorse a titolo di prestito in una simile situazione<sup>190</sup>. E questo, appunto, sulla base dell’idea - più volte richiamata - per cui qualora la società si trovi ad attraversare una situazione di crisi, il socio non è tenuto ad effettuare ulteriori conferimenti per farvi fronte, ma, nel caso in cui decida di apportare delle risorse aggiuntive, non può far altro che immettere capitale di rischio: al fine di evitare che, grazie all’utilizzazione dello schema contrattuale del mutuo, venga trasferito sui creditori esterni il rischio della continuazione dell’attività d’impresa.

Su queste basi, dunque, poco si sarebbe potuto obiettare<sup>191</sup>. Se, però, si affronta il problema in esame dalla diversa angolazione in precedenza proposta; e se, in particolare, si ritiene che il secondo comma dell’art. 2467 c.c. faccia riferimento al criterio del valore attuale netto positivo, ecco allora che il risultato cambia. E si tratta di un cambiamento in linea con quelle che sono le finalità degli istituti richiamati.

Il concetto del valore attuale netto positivo rappresenta, infatti, un punto di sintesi efficace tra tutela dei creditori e prospettive di risanamento dell’impresa: capace, specificamente, di rispondere all’interrogativo concernente la sussistenza o meno per i creditori di una fondata possibilità di ottenere, grazie alla continuazione dell’attività d’impresa, più di quanto riceverebbero dalla liquidazione della società.

Inquadrato il problema in esame in questa diversa prospettiva, è giocoforza ritenere che qualora il piano di risanamento, di cui uno dei tre istituti più volte menzionati si faccia “incubatore”, presenti *ex ante* valore attuale netto positivo, i finanziamenti *contestualmente* concessi dai soci per consentirne la realizzazione, non dovrebbero subire la postergazione nell’eventualità in cui il tentativo stesso non raggiunga l’obiettivo sperato e la società venga invece dichiarata fallita. Essi dovrebbero, invece, essere considerati ordinari prestiti, al pari di quelli concessi da terzi estranei alla compagine sociale, e dovrebbero subire lo stesso trattamento normativo: sia in riferimento alla loro grado di soddisfazione all’interno dello stato passivo, sia con riguardo alla possibilità di

---

<sup>190</sup> BONFATTI, (nt. 49); BOATTO, (nt. 5), 253 s.

<sup>191</sup> Si v. in alternativa, le proposte di MAUGERI, *Dalla struttura* (nt. 23), 143 e BALP, (nt. 4), 409, di cui si è avuto modo di parlare nel Cap. II, par. 7.

essere esclusi dal possibile rischio di azione revocatoria alla stregua dell'art. 67, comma 3, l. fall<sup>192</sup>.

Un'interpretazione di questo genere, in linea con quanto si accennava poco sopra, risulta, tra l'altro, del tutto in sintonia con la ragione giustificativa della riforma del concordato preventivo e dell'accoglimento nell'ordinamento italiano di istituti quali gli accordi di ristrutturazione dei debiti e i piani di risanamento, se è vero che il legislatore, «pur conscio dei rischi di opportunismo del debitore», ha voluto comunque «incentivare l'assunzione del rischio imprenditoriale alleviando al massimo, anche tramite composizione concordate, le conseguenze del suo esito negativo, nella convinzione che ciò possa avere ricadute positive a livello macroeconomico»<sup>193</sup>.

Diversamente da quanto accade con riferimento ai prestiti ponte e ai prestiti diretti al risanamento della società, la possibilità di finanziare il risanamento nel contesto di una di queste tre procedure, dovrebbe essere in grado di assicurare al socio - dal punto di vista applicativo - una maggiore tenuta a livello probatorio circa l'esclusione dal regime applicativo dell'art. 2467.

L'osservazione merita di essere approfondita. Si è già detto di come, ai sensi dell'art. 67, comma 2, lett. d) l. fall., la ragionevolezza del piano di risanamento (e quindi la plausibilità della sua idoneità a conseguire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria) debba essere oggetto di un'apposita attestazione da parte di un professionista, il quale dovrà possedere determinate caratteristiche ed essere iscritto all'albo dei revisori contabili. Con riferimento a quanto accade, poi, con riferimento al concordato preventivo, l'art. 161, comma 3, l. fall., impone agli amministratori, che intendano appunto proporre l'adozione di un concordato preventivo, di allegare la relazione di un esperto, la quale attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo. Infine, è da richiamare l'art. 182-bis, comma 1, l. fall., alla stregua del quale uno dei requisiti per l'approvazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti è quello di includere la

---

<sup>192</sup> Conclusione a maggior ragione da accogliere dove si voglia sostenere che, per essere ritenuto "ragionevole", il piano di risanamento su cui si fondano i tre istituti richiamati non debba solamente consentire ai creditori di realizzare più di quanto otterrebbero da una liquidazione immediata della società, ma sia necessario che lo stesso assicuri alla società stessa l'uscita della crisi.

<sup>193</sup> PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *La riforma della legge fallimentare*, a cura di Ambrosini, Torino, 2006, 382.

relazione di un esperto attestante l'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei.

Con riferimento a queste relazioni si è osservato che esse debbano consistere di un giudizio tecnico in relazione alla gestione prospettica dell'impresa, comprensivo di una valutazione circa i flussi di cassa della gestione corrente (e quelli che il piano genererà), il fabbisogno di capitale circolante, la struttura dell'impresa e gli scenari di mercato<sup>194</sup>.

È comunemente accettato che, perché - in generale - di risanamento si possa parlare, il piano sui cui lo stesso si basa deve perlomeno essere in grado, alla sua conclusione, di aumentare il valore del patrimonio sociale ad un livello maggiore di quanto potrebbero ottenere i creditori se si procedesse immediatamente alla liquidazione dell'attivo ed alla sua distribuzione<sup>195</sup>. Ora, se, a questo fine, il piano prevede - per la sua realizzazione - la concessione di un prestito da parte del socio; e se la coerenza tra gli obiettivi economico-finanziari necessari ad ottenere la ristrutturazione e le loro modalità di finanziamento è considerata ragionevole da un esperto, sembra allora di poter dire che, qualora il finanziamento del socio venga concesso nell'ambito di una di queste tre "procedure", la sua idoneità a porsi all'esterno della fattispecie applicativa dell'art. 2467 possa trovare un ulteriore supporto probatorio proprio nell'attestazione dell'esperto.

---

<sup>194</sup> AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, 11\*, Padova, 2008 70. Ancor più dettagliatamente si esprime lo studio *Il finanziamento alle imprese in crisi* (nt. 37), 22 s., secondo cui: con l'attestazione, si "certifica" l'idoneità ad assicurare il risanamento dell'impresa e dunque il ripristino della solvibilità (per gli accordi *ex art. 182-bis*, è sufficiente l'idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei); e, quindi, la ragionevolezza/fattibilità del piano. Essa consiste in un giudizio di verifica informata e diligente sui presupposti del piano, sulla logicità e ragionevolezza delle analisi e previsioni, e sulle metodologie usate. L'attestatore giungerà ad una tal conclusione dopo aver espletato tutte le attività ritenute nella prassi necessarie per la verifica dei dati previsionali; e nel fare ciò utilizzerà, per quanto possibile, qualificati *standard* professionali.

In particolare l'attestatore dovrà, tra l'altro: a) accertare che i dati previsionali siano stati redatti sulla base di principi contabili omogenei rispetto ai principi utilizzati per la preparazione dei bilanci storici; b) confrontare e valutare la coerenza delle ipotesi poste a fondamento del piano con il quadro macroeconomico e di settore; c) accertare la coerenza dei dati previsionali rispetto alle ipotesi eseguendo sia procedure di verifica dell'accuratezza dei dati elaborati, sia analisi in merito alla coerenza interna di tali dati; d) analizzare con particolare attenzione le variabili del piano che potrebbero avere un elevato tasso di volatilità e modificare quindi significativamente i risultati attesi.

Per quanto concerne gli *standard* professionali necessari per valutare le informazioni finanziarie a livello prospettico, cfr. il richiamo ai criteri predisposti dall'INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS, *International Standard on Assurance Engagements "ISAE" 3400, The examination of prospective financial information*, reperibile su [www.ifac.org](http://www.ifac.org).

V. però, STANGHELLINI, *Creditori forti e governo della crisi nelle nuove procedure concorsuali*, in *Fall.*, 2006, 379 il quale nega che la relazione debba parlare di flussi finanziari.

<sup>195</sup> BELCREDI, *Crisi e ristrutturazione finanziaria* (nt. 7), 648; ROE, (nt. 80), 19 ss., ma anche, PRESTI, (nt. 193), 389 ss.; ABBADESSA, (nt. 8), 115.

Non si può certo negare che, tra piani di risanamento, accordi di ristrutturazione e concordato preventivo, corrano delle differenze notevoli. Focalizzando l'attenzione sull'idoneità degli stessi ad esentare dall'azione revocatoria, si è da più parti sottolineato come mentre il concordato preventivo e l'accordo di ristrutturazione omologato consentano di ottenere una certa sicurezza a riguardo, con il piano di risanamento si corre il rischio che la «ragionevole idoneità» che assicura il salvacondotto dall'azione revocatoria, venga accertata in sede contenziosa dal giudice chiamato a decidere, nel fallimento, sull'azione revocatoria stessa<sup>196</sup>. Considerato che, in aggiunta, l'obbligo di restituzione previsto dall'art. 2467 c.c. (e, tanto meno, la postergazione del credito) non è riconducibile all'azione revocatoria *ex art. 67, comma 2, l. fall.*<sup>197</sup>, è chiaro come, pur potendo essere di qualche aiuto, difficilmente l'accesso ad un piano di risanamento potrà, di per sé, costituire un sicuro espediente per evitare la subordinazione legale<sup>198</sup>.

Un discorso diverso si può, invece, fare con riferimento al concordato preventivo e agli accordi di ristrutturazione. Pur tenendo conto, anche in questo caso, delle molteplici differenze fra i due istituti, per quel che concerne il rapporto con l'art. 2467, essi sono forse maggiormente in grado di assicurare certezza a livello probatorio. L'intervenuta omologazione del tribunale, infatti, sembrerebbe un mezzo sufficientemente forte per garantire la ragionevolezza del tentativo di recupero, già attestata dall'esperto.

Finanziando la società a titolo di credito nel conteso di uno di questi due ultimi istituti, insomma, il socio otterrebbe una sorta di attestazione della ragionevolezza del suo finanziamento, utile *anche* ai fini dell'art. 2467; e, quindi, sarebbe in grado di porsi al riparo dai rischi legali che la scelta del legislatore di disegnare una fattispecie di applicazione elastica all'art. 2467 indubbiamente comporta, come accade in particolar modo con riferimento ai casi dei prestiti ponte e dei finanziamenti miranti al risanamento della società erogati al di fuori di una formale procedura di salvataggio.

---

<sup>196</sup> PRESTI, (nt. 193), 393.

<sup>197</sup> V. par. 7.

<sup>198</sup> La situazione descritta, quindi, non sembra molto diversa da quanto accade con riferimento ai prestiti ponte ed al "privilegio da risanamento".

3.1. *Circa il significato del termine postergazione.* Esaurita questa prima parte dell'analisi, si tratta ora di muovere nella seconda direzione illustrata in apertura, chiedendosi se, ed in che modo, la concezione della libertà di finanziamento qui avanzata possa influire sul dibattito concernente il significato del termine "postergazione" nel contesto dell'art. 2467 c.c.

Fino a questo momento, infatti, ci si è occupati per lo più di delineare i tratti di una *Finanzierungsfolgenverantwortung* che aspiri a soddisfare non solo legittime aspettative di tutela dei creditori, ma, più latamente, una *efficiente* protezione degli stessi. Se quanto detto fino ad ora permette - forse - di contribuire a tracciare un equilibrio maggiormente soddisfacente fra queste due istanze, rimane il fatto che un tale risultato è stato ottenuto a livello di fattispecie: escludendo appunto dall'ambito di applicazione della norma i finanziamenti concessi in alcune particolari condizioni.

Una volta che però si passi dal piano della fattispecie a quello della disciplina, ed in particolare ci si domandi che trattamento debbano subire i prestiti legalmente subordinati una volta che sia stato dichiarato il fallimento, sorge un ulteriore interrogativo; e si tratta di un quesito avente una certa importanza. Rimane infatti da capire se la teoria esposta abbia o meno delle implicazioni sul piano del significato da attribuire al termine "postergazione" previsto all'art. 2467. In altri termini, i finanziamenti dei soci che, connessi alla realizzazione di progetti di investimento a valore attuale netto *negativo*, riducono il valore complessivo della società con la conseguente applicazione dell'art. 2467, vanno trattati come crediti da soddisfare in posizione *post* chirografaria o come vero e proprio capitale di rischio?

È, questa, una domanda delicata, soprattutto per ciò che concerne le conseguenze che si ottengono, nell'ambito delle procedure concorsuali, dalla scelta dell'una o dell'altra delle possibili risposte.

Si tratta, quindi, di ritornare ai due orientamenti esposti in apertura, approfondendo quando riportato precedentemente: in particolare cercando di capire che cosa esattamente significhi postergare o riqualificare il finanziamento anomalo; e, soprattutto, cosa significhi postergare o riqualificare il finanziamento anomalo non più sul piano della *ratio* delle norma, ma su quello della disciplina.

3.2. *Le differenze nell'interpretazione del significato del termine postergazione nel contesto dell'art. 2467.* Si ricorderà che, nel primo capitolo, si era detto di come, secondo un orientamento dottrinale, l'art. 2467 implichi una *riqualificazione* dei finanziamenti “anomali” in capitale di rischio<sup>199</sup>.

Prescindendo da considerazioni di principio e concentrandoci sul piano esegetico, l'opinione in esame giunge alla conclusione menzionata attraverso una lettura del termine “postergazione” ispirata dal dato comparatistico ed, in particolare, dall'esperienza tedesca<sup>200</sup>.

A questo riguardo, parallelamente a quanto accade in quell'ordinamento, non si ritiene che l'elemento letterale costituisca un ostacolo insuperabile. La ragione risiederebbe nel fatto che anche in Germania la norma di riferimento, ovvero il § 39, n. 5, *InsO*, non parla espressamente di riqualificazione, ma definisce i crediti di restituzione dei prestiti considerati sostitutivi del capitale proprio come «crediti postergati». E che, ciononostante, la strada della conversione del prestito in apporto di capitale non viene considerata preclusa.

Si ritiene, infatti, che la formula utilizzata dal § 39, n. 5, *InsO* non abbia natura «qualificatoria»; e che essa, piuttosto, trovi la sua spiegazione nella nuova definizione del concetto di *Gesellschaftinsolvenz*. Diversamente da quanto accadeva con la precedente *Konkursordnung* - si sostiene - la *Insolvenzverfahren* ora include anche la liquidazione della società, la quale viene portata avanti dallo stesso curatore. Conseguentemente, la postergazione non è altro, in realtà, che un espediente tecnico per consentire ai creditori soci di partecipare alla ripartizione di un eventuale residuo attivo prima della sua divisione fra tutti i soci al termine di procedure liquidatorie collettive.

Considerando che l'introduzione dell'art. 2467 trova la sua base concettuale nel contesto tedesco, quanto detto rappresenterebbe un importante precedente, di cui sarebbe doveroso tener conto nell'interpretare la norma. Più nello specifico, nell'ambito dell'art. 2467, il termine postergazione sarebbe allora da intendere come definizione riassuntiva di un processo che porta alla conversione del credito in capitale di rischio e alla contestuale

---

<sup>199</sup> Cfr. Cap. I, par. 2.1 e, nello specifico, nt. 11.

<sup>200</sup> Si veda, in particolare, PORTALE, (nt. 11), 667 e 675, nt. 28 e testo corrispondente; allo stesso scritto si può fare riferimento per ampi richiami alla dottrina tedesca.

creazione di «due classi nel rimborso del capitale proprio»: con l'ovvia implicazione che i soci titolari dei “crediti postergati” verrebbero soddisfatti prima dei soci “ordinari”<sup>201</sup>.

Secondo un diverso orientamento, con il termine “postergazione” il legislatore avrebbe fatto una scelta precisa nel senso di abbandonare ogni prospettiva di riqualificazione del credito in capitale di rischio<sup>202</sup>. In altre parole, lo schema contrattuale del mutuo, con cui il socio ha deciso di apportare delle risorse finanziarie nella società, rimarrebbe inalterato nella sua struttura; e l'art. 2467 si “limiterebbe”, nel fallimento, ad imporre la retrocessione del titolare dello stesso alla posizione di *post-chirografario*.

A prescindere, anche in questo caso, da considerazioni sul piano della *ratio* della norma, a tale conclusione si dovrebbe giungere proprio sulla base del dato letterale.

Gli autori che aderiscono a quest'opinione rilevano, infatti, che l'art. 2467, diversamente da quanto accadeva nel contesto pre-riforma, si allontana definitivamente da una prospettiva di qualificazione, in quanto la norma si limita solamente a richiedere, al fine dell'applicazione di un regime di “postergazione”, che il prestito del socio venga concesso nelle more di una determinata situazione patrimoniale-finanziaria<sup>203</sup>. Si sottolinea, inoltre, che le conseguenze derivanti dall'applicazione della norma non sono tali da individuare necessariamente i tratti della disciplina che si applica al capitale di rischio<sup>204</sup>. E questo per due ragioni. In primo luogo, l'obbligo di restituzione del rimborso ottenuto nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento non solo è certamente compatibile con la qualificazione del finanziamento come diritto di credito, ma anzi sembra presupporla. Secondariamente, la sussistenza di uno stato di “postergazione” della pretesa nell'ordine di soddisfazione sul patrimonio sociale non sarebbe necessariamente vincolante in termini di qualificazione: se non si può negare che certamente i soci sono considerati tali proprio perché titolari di una pretesa c.d. residuale sul patrimonio della società - *per definizione* postergata rispetto alle pretese degli altri creditori - «questo non significa affatto che tutto ciò che è postergato sia per ciò stesso qualificabile come capitale di rischio»<sup>205</sup>.

---

<sup>201</sup> *Ibidem*.

<sup>202</sup> Cfr. Cap. I, par. 2.2. e, nello specifico, nt. 23.

<sup>203</sup> PRESTI, (nt. 1), 104; TERRANOVA, (nt. 1), 1457; M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 50; VASSALLI, (nt. 139), 261 ss.

<sup>204</sup> PRESTI, (nt. 1), 112 s.

<sup>205</sup> PRESTI, (nt. 1), 113.

Sulla base di queste considerazioni, vi è una generalizzata tendenza ad applicare ai prestiti *legalmente* subordinati gli stessi principi a cui si riteneva fosse ispirata (almeno secondo una parte delle dottrina<sup>206</sup>) la disciplina dei crediti *convenzionalmente* subordinati<sup>207</sup>. Più nello specifico, la postergazione, nell'ambito delle procedure concorsuali, opererebbe come una deroga alla regola della *par condicio creditorum*; ed, in particolare, inciderebbe sulla graduazione dei creditori alla stregua di un «antiprivilegio»: comportante, per l'appunto, la degradazione del creditore postergato al rango di «sottochirografario»<sup>208</sup>.

Il secondo degli orientamenti riportati ha certamente dalla sua una maggiore aderenza al dato letterale; elemento, questo, sulle prime difficilmente superabile, pur alla luce del dato comparatistico.

Già si è accennato alle conseguenze che la scelta di questa opzione comporterebbe sul piano del trattamento fallimentare dei finanziamenti anomali. Analogamente a quanto avviene per i prestiti convenzionalmente subordinati, allora, la pretesa del socio creditore dovrebbe essere soddisfatta subito dopo i creditori chirografari; e, al pari di qualsiasi altro creditore, il socio dovrebbe essere in grado di presentare ricorso per la dichiarazione di fallimento della società<sup>209</sup>. Il suo credito conterebbe, inoltre, al fine della verifica del regolare adempimento delle obbligazioni e, quindi, per l'accertamento dello stato di insolvenza<sup>210</sup>. Egli, infine, non dovrebbe incontrare ostacoli nell'insinuare la sua pretesa al passivo<sup>211</sup>; pretesa di cui, in sede di concordato preventivo, sarebbe necessario tenere conto, secondo alcuni anche dando la possibilità al socio-finanziatore di essere ammesso a votare sulla proposta di accoglimento dello stesso<sup>212</sup>.

---

<sup>206</sup> G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti postergati nel diritto italiano*, in *Giur. comm.*, 1983, I, 132 s.; VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000, 55; per una diversa impostazione si v. PORTALE, «*Prestiti subordinati*» e «*prestiti irredimibili*» (appunti), in *Banca, borsa*, I, 1996, 6 ss.

<sup>207</sup> M. CAMPOBASSO, (nt. 4), 449; MAUGERI, (nt.29), 131, nt. 132; BONFATTI, (nt. 162), 261, ma v. 306; TERRANOVA, (nt. 1), 1451 e 1464, v. per alcune precisazioni nt. 27; non però PRESTI, nello scritto citato a nt. 1.

<sup>208</sup> M. CAMPOBASSO, (nt.4), 449; TERRANOVA, (nt. 1), 1464.

<sup>209</sup> PRESTI, (nt. 1), 120.

<sup>210</sup> ABRIANI ET AL., *Diritto fallimentare. Manuale breve*, Milano, 2008, 292; BONFATTI, (nt. 162), 309.

<sup>211</sup> BALP, (nt. 4), 376; M. CAMPOBASSO, (nt. 4), 452; MAUGERI, (nt. 29), ; FERRI JR., *In tema di postergazione legale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 994; BARTALENA, (nt. 177), 395; BONFATTI, (162), 312; *contra* GALEOTTI FLORI, (nt. 177), 80 ss.; IRRERA, (nt. 138), 1794.

<sup>212</sup> MAUGERI, (nt. 29), 138.

Prima di dichiarare la propria adesione all'opinione in esame, tuttavia, sembra opportuno condurre un'analisi più approfondita, vertente, nello specifico, sulla compatibilità dell'applicazione ai prestiti anomali *ex art. 2467* dei principi elaborati in tema di postergazione convenzionale. E questo, in particolare, alla luce della specifica funzione che si è voluto riconoscere a tale norma. Il timore, infatti, è quello che le possibili diversità sul piano funzionale fra i due istituti rendano difficilmente accettabili, *sul piano della disciplina fallimentare*, alcune soluzioni normalmente accolte per i prestiti convenzionalmente subordinati, quando vengano applicate ai finanziamenti anomali.

4. *Le incongruenze applicative sul piano fallimentare derivanti dalla teoria della "postergazione"*. Ad un esame più approfondito della disciplina applicabile, nel fallimento, ai prestiti legalmente subordinati, emergono delle incongruenze significative, là dove si ritenga di poter applicare ad essi la disciplina dei crediti convenzionalmente subordinati. Vediamo, dunque, di che cosa si tratta.

In primo luogo, è osservazione frequente quella per cui i soci finanziatori dovrebbero essere ammessi al passivo, ed ottenere la soddisfazione del loro credito dopo che tutti i creditori (esterni/ordinari) sono stati pagati. Tuttavia, se si accetta l'idea per cui ai soci-creditori deve essere consentito partecipare al fallimento della società, non è possibile ottenere del tutto questo risultato. Non si è mancato di porre in evidenza, infatti, come il credito di cui risultano titolari, per quanto "postergato", finirebbe - nel caso si optasse per questa interpretazione - con l'essere comunque collocato (e possibilmente soddisfatto) prima dei creditori esterni per ciò che concerne gli interessi maturati in favore di costoro in pendenza di procedura: pretese, queste, potenzialmente consistenti, dal punto di vista pratico<sup>213</sup>.

---

<sup>213</sup> Se, infatti, l'art. 55, comma 1, l. fall. dispone - come noto - che il corso degli interessi convenzionali o legali riconducibili a crediti chirografari è sospeso dalla data della dichiarazione di fallimento fino alla chiusura della procedura, rimane che tale sospensione ha effetto solo «agli effetti del concorso»: con la conseguenza che i creditori potranno pretendere anche gli interessi maturati nel corso della procedura nei confronti del fallito tornato *in bonis*. Cfr. PRESTI, (nt. 1), 121; ZANICHELLI, *La nuova disciplina del fallimento e delle altre procedure concorsuali*, Torino, 2008, 123; INZITARI, *Effetti del fallimento per i creditori*, in *Commentario Scialoja-Branca*, (art. 51-63 l. fall.), Bologna-Roma, 1988, 132; PROVINCIALI, *Trattato di diritto fallimentare*, II, Milano, 1974, 936; PAJARDI, *Manuale di diritto fallimentare*<sup>2</sup>, 1976, 342; DEL VECCHIO, *La disciplina degli interessi nella legge fallimentare*, in *Banca, Borsa*, 1967, I, 87.

In aggiunta, sarebbe poi da risolvere un ulteriore problema: in particolare bisognerebbe accettare che i soci titolari di crediti legalmente postergati possano trarre beneficio dall'esercizio, da parte del curatore, delle azioni revocatorie fallimentari. A riguardo, l'incongruenza non si pone con riferimento alla revoca dei pagamenti: rispetto ai quali rimarrebbe al creditore revocato la possibilità di insinuarsi al passivo ai sensi dell'art. 71, l. fall., e di ottenere una posizione nell'ordine di riparto del residuo attivo precedente rispetto a quella del socio finanziatore. Piuttosto, la contraddizione emerge con riferimento alla revocatoria degli atti con cui la società fallita ha assunto obbligazioni (il riferimento potrebbe essere quello della revoca di una fideiussione prestata dalla società fallita). A questo riguardo, si è infatti sottolineato che la revoca di tali atti implica che l'inefficacia della pretesa del soggetto terzo revocato nei confronti degli altri creditori concorrenti, precludendone la partecipazione al concorso. E se ciò accade, si può agevolmente constatare come il credito postergato *ex art. 2467* finirebbe con il trovarsi in una posizione migliore rispetto a quella di questi soggetti<sup>214</sup>.

C'è poi la questione riguardante il possibile verificarsi di una situazione in cui la società sia in grado di adempiere regolarmente tutte le proprie obbligazioni nei confronti dei creditori esterni, ma non quelle nei confronti dei soci finanziatori. In riferimento ad una tal evenienza, si è efficacemente detto che «se si conviene sul fatto che prima del concorso i crediti dei soci finanziatori siano soggetti alla condizione di esigibilità dell'irrelevanza del loro pagamento per i creditori esterni e, al contempo, si dubita che i soci finanziatori possano partecipare al concorso, ne consegue l'ulteriore dubbio sul peso dei finanziamenti anomali nella valutazione della solvenza della società»<sup>215</sup>.

Una tale dubbio porta poi a chiedersi se, allora, i soci finanziatori possano considerarsi legittimati a richiedere la dichiarazione di fallimento della società. Pur non volendo entrare nel dibattito circa il soggetto cui spetti la competenza, nell'ambito delle società di capitali, a richiedere la dichiarazione di fallimento, rimane il fatto che, se il prestito è stato concesso dal socio nella situazione descritta dall'art. 2467, comma 2, la discussione sul punto assumerebbe, forse, un significato diverso sul piano pratico: considerando che il socio sarebbe in grado, sulla base di un'operazione *sostanzialmente*

---

<sup>214</sup> *Ibidem*; v. anche, per un accenno, BONFATTI, (nt. 162), 315.

<sup>215</sup> *Ibidem*.

di rischio, di superare quei limiti - più o meno ampi - derivanti dall'organizzazione corporativa rispetto alla possibilità di richiedere l'ammissione della società partecipata al fallimento<sup>216</sup>.

Per certi aspetti simile alla questione della necessità o meno di tenere conto dei prestiti anomali al momento della dichiarazione di insolvenza, c'è poi il problema che si può porre con riferimento all'esercizio provvisorio dell'impresa nel fallimento. L'art. 104, comma 1, l. fall., subordina infatti la possibilità per il tribunale di disporre, nella sentenza dichiarativa di fallimento, l'esercizio provvisorio dell'impresa alla condizione che dalla interruzione possa derivare un danno grave e sempre che, la continuazione, «non arrechi pregiudizio ai creditori». Ora, appare sufficientemente chiaro che, in questo caso, là dove alcuni fra i debiti della società siano convenzionalmente subordinati, anche di questi sarà necessario tenere conto nella valutazione del tribunale: e se si applica ai prestiti legalmente subordinati la stessa disciplina, è giocoforza ritenere che il tribunale non potrà completamente trascurare la possibilità di un pregiudizio anche verso questi ultimi.

Rimane, infine, la questione della partecipazione dei soci finanziatori a una soluzione concordataria. Sul punto i dubbi sono molti; e testimonianza ne sia la varietà di soluzioni che si sono avanzate per risolvere la questione della compatibilità delle procedure in esame con quella dei soci-finanziatori titolari di crediti "anomali".

Si è detto, a riguardo, che il problema troverebbe la sua origine nel fatto che, nella sostanza, la posizione dei titolari di finanziamenti "anomali" è «irriducibile a quella degli creditori cui devono essere postergati»<sup>217</sup>; aspetto, questo, che si mostra con riferimento a due punti fondamentali: la possibilità per i finanziamenti "anomali" di essere ammessi a far parte del concordato e, in secondo luogo, di votare sulla proposta di accoglimento dello stesso.

Secondo una prima opinione, ai finanziamenti rientranti nell'ambito di applicazione dell'art. 2467 non dovrebbe essere riconosciuta alcuna percentuale di soddisfazione nel concordato; ed essi, di conseguenza, non potrebbero costituire una

---

<sup>216</sup> Per il dibattito concernente la competenza, nell'ambito delle società di capitali, a richiedere il fallimento, si v. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. 3. Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, a cura di M. Campobasso, 4, Torino, 2008, 404, s. e nt. 65.; NIGRO, *Il fallimento del socio illimitatamente responsabile*, Milano, 1974, 123 ss.

<sup>217</sup> PRESTI, (nt. 1), 121; v. anche PORTALE, (nt. 184), 373.

classe ai sensi e per gli effetti dall'art. 160<sup>218</sup>. Si sostiene, più nel dettaglio, che, nel caso in cui venga formulata una proposta di un concordato preventivo senza la formazione di classi, i crediti "anomali" non potrebbero ottenere alcun tipo di pagamento in ogni caso in cui il piano non preveda la soddisfazione integrale dei chirografari. Ai sensi dell'art. 2467, infatti, i finanziamenti dei soci possono essere rimborsati solo dopo l'integrale pagamento di tutti gli altri creditori: con la conseguenza che, se il concordato elide parte della quota dei chirografari, verrebbe necessariamente meno il diritto dei creditori legalmente postergati. Lo stesso orientamento perviene a conclusioni analoghe nell'ipotesi di un concordato che contempli la formazione di classi. Sul punto si sostiene che seppur l'accentuata natura privatistica assunta dal concordato fallimentare possa indurre a pensare che i soci-creditori, con il consenso delle altre classi<sup>219</sup>, siano in grado di ottenere una qualche percentuale di soddisfazione, alcuni rilevanti indizi normativi porterebbero a non ritenere accettabile questa soluzione. È noto, infatti, come il legislatore abbia previsto che, una volta formate le classi, si debba procedere, secondo i dettami del piano, al pagamento dei creditori; e che, per il malaugurato caso in cui, in un secondo momento, la società fallisca, quanto pagato possa scampare all'esercizio dell'azione revocatoria ai sensi dell'art. 67, comma 3, l. fall. Ora - si osserva -, considerato che, generalmente, la regola della restituzione del rimborso nell'anno precedente alla dichiarazione di fallimento prevista dall'art. 2467 c.c. non viene equiparata alla revocatoria ex art. 67, l. fall, si dovrebbe concludere che l'esenzione da revocatoria prevista al comma 3 dell'art. 67, non è in grado di inibire la regola codicistica appena richiamata. Ma se così è, si potrebbe allora essere legittimamente indotti a pensare che la diversità nel trattamento fra prestiti ordinari e prestiti legalmente subordinati palesi l'intento del legislatore di escludere la possibilità che i soci finanziatori possano rappresentare una classe<sup>220</sup>.

Una seconda opinione, partendo dall'assunto secondo cui l'art. 2467 qualifica le pretese in esame come crediti che, in quanto tali, non possono essere completamente

---

<sup>218</sup> AMBROSINI, (nt. 194), 45; M. CAMPOBASSO, (nt. 4), 453 s.; PANZANI, *La postergazione dei crediti nel nuovo concordato preventivo*, in *Fall.*, 2006, 683. In giurisprudenza, Trib. Messina, 30 dicembre 2005, in *Giur. it.*, 2006, 1635; la decisione è stata pubblicata anche in *Dir. fall.*, 2007, II, 77 ss., con nota di MORAMARCO, *La postergazione del finanziamento dei soci nelle società a responsabilità limitata ed il concordato preventivo*.

<sup>219</sup> Salvo poi discutere se tale voto debba essere espresso all'unanimità o a maggioranza: v. PRESTI, (nt. 1), 122.

<sup>220</sup> In particolare, PANZANI, (nt. 218), 684.

esclusi dalla proposta di concordato (verificandosi, altrimenti, un'espropriazione ingiustificata degli stessi), ritiene che sia *necessario* procedere alla formazione di un concordato per classi: così da consentire ai titolari degli stessi di votare, ma senza trascurare l'esigenza di un trattamento differenziato rispetto ai chirografari<sup>221</sup>. Raggiunto questo risultato, si sostiene inoltre che sarebbe possibile fornire ai soci-creditori una qualche forma di soddisfazione, salvo capire se l'espressione del consenso a questa proposta debba essere dato all'unanimità (opzione considerata senz'altro possibile)<sup>222</sup> o anche a maggioranza dei voti delle classi<sup>223</sup>.

Nei confronti di questa proposta, rimangono, invero, due dubbi. Il primo riguarda il fatto che la legge fallimentare in vigore non impone l'adozione di un concordato per classi, ma ne prevede solo la possibilità<sup>224</sup>. Il secondo, concerne invece l'argomento circa l'impossibilità di superare, grazie all'esenzone contemplata dall'art. 67, comma 3, l. fall., l'obbligo di restituzione previsto dall'art. 2467. Ed il conseguente sospetto che, alla luce di questa norma, si possa legittimamente ritenere che il legislatore volesse escludere a priori la possibilità per i soci titolari di finanziamenti "anomali" di partecipare al concordato.

Analoga obiezione si potrebbe sollevare anche nei confronti di un terza tesi, sostenuta di recente in una sentenza della Cassazione, in base alla quale sarebbe possibile, ma non obbligatorio, formare una classe di crediti legalmente subordinati; ed agli stessi si potrebbe anche concedere una qualche forma di soddisfazione quando la maggioranza delle classi sia favorevole<sup>225</sup>.

---

<sup>221</sup> STANGHELLINI, *L'approvazione dei creditori nel concordato preventivo: legittimazione al voto, maggioranze e voto per classi*, in *Fall.*, 2006, 1059 ss.; PRESTI, (nt. 1), 121.

Per MAUGERI, (nt. 29), 138 il socio può votare nella proposta di concordato preventivo formulata dalla società, al pari di quanto accadeva per i creditori postergati convenzionalmente.

Secondo TERRANOVA, (nt. 1), 1464 s., i soci potrebbero essere ammessi al concordato, ma non al voto (l'opinione è stata espressa prima della riforma); esclude che i soci-creditori possano votare M. CAMPOBASSO, (nt. 4), 453.

In giurisprudenza, sembrerebbe ammettere che i creditori legalmente postergati possano formare una classe ed ottenere un parziale pagamento, Trib. Bologna, 26 gennaio 2006, in *Fall.*, 2006, 676.

<sup>222</sup> PRESTI, (nt. 1), 122; GUERRERA, *Il «nuovo» concordato fallimentare*, in *Banca borsa*, 2006, I, 538.

<sup>223</sup> BOATTO, (nt. 5), 258 ss.; secondo BALP, (nt. 4), 383, la possibilità che nel concordato fallimentare di approvare una suddivisione in classi che preveda il soddisfacimento non integrale dei creditori privilegiati sembrerebbe deporre a favore della tesi più permissiva; soluzione poi estendibile anche al concordato preventivo (v. p. 383, nt. 83).

<sup>224</sup> Ma v., per una replica a questo argomento, PRESTI, (nt. 1), 121, nt. 78.

<sup>225</sup> Si v. la recente decisione della Cassazione, citata a nt. 163.

Le incongruenze che si sono poste in evidenza hanno spinto qualcuno ad affermare che, allora, pur a fronte del dettato legislativo, sia difficile «negare che la tesi sostanzialista abbia colto il nucleo essenziale delle implicazioni che le regola di postergazione/restituzione porta con sé»<sup>226</sup>. E l'affermazione richiamata induce allora a chiedersi se sia pensabile giungere ad una diversa soluzione circa il significato da attribuire al termine “postergazione”.

L'impressione che si ricava, infatti, è quella secondo cui le difficoltà che si sono incontrate derivino essenzialmente dal fatto che la disciplina pensata per un determinato tipo contrattuale (il mutuo, pur subordinato) risulta parzialmente dis-allineata rispetto alla fattispecie concreta che si propone di regolare (il finanziamento “anomalo”). In questa prospettiva di analisi, rimane allora da chiedersi in che cosa esattamente consistano, sul piano funzionale, le differenze tra subordinazione legale e convenzionale; e se tali differenze siano sufficientemente ampie da giustificare l'attribuzione di un diverso significato al termine “postergazione” nei due diversi ambiti.

*5. Differenze funzionali tra postergazione legale e convenzionale.* Dal punto di vista funzionale, la subordinazione convenzionale viene generalmente considerata, sia sul piano della riflessione giuridica che di quella economica, una particolare forma di garanzia: per i giuristi, una garanzia in senso “atecnico”<sup>227</sup>; per gli economisti, una garanzia “interna”<sup>228</sup>.

Il punto necessita, naturalmente, di un ulteriore approfondimento.

Sul piano economico, il tema delle garanzie viene affrontato operando inizialmente una suddivisione delle garanzie in due sotto-insiemi: le garanzie dirette e le garanzie indirette<sup>229</sup>. Più nel dettaglio, nell'ambito del primo gruppo vengono ricompresi tutti quei casi in cui un creditore diviene titolare di un diritto su di un bene non riconducibile al patrimonio della società debitrice. L'esempio più semplice, a riguardo, è

---

<sup>226</sup> PRESTI, (nt. 1), 122.

<sup>227</sup> G.F. CAMPOBASSO, (nt. 206), 137 s.; VANONI, (nt. 206), 17 e 61 ss. (ed, in particolare, nt. 66 dove ulteriore bibliografia).

<sup>228</sup> *Ex multis*, BAGLIONI, (nt. 121), 1 s.; BELCREDI, *A che servono le garanzie*, in *Le garanzie nel credito alle imprese*, a cura di Caprio e Presti, Torino, 2001, 34 ss.

<sup>229</sup> Per la discussione economica si v., fra molti, BAGLIONI, (nt. 121), 1 s.; BELCREDI, (nt. 228), 34 ss.

rappresentato dal socio che offre a garanzia del debito della società partecipata uno o più dei suoi beni personali. Di fatto, un'operazione di questo genere contribuisce ad ampliare il novero delle risorse a disposizione dei creditori e rappresenta, per il socio, una parziale (e volontaria) deroga della responsabilità limitata di cui gode con riferimento ai debiti della società.

Nel secondo insieme, ricadono invece tutte quelle ipotesi in cui, diversamente dallo scenario precedente, l'ammontare complessivo delle attività su cui si possono soddisfare i creditori rimane inalterato, e il singolo creditore ottiene un beneficio dall'acquisizione di un diritto di prelazione su alcuni dei beni già presenti nel patrimonio della società debitrice.

I prestiti convenzionalmente subordinati si trovano all'interno di questa seconda categoria in quanto, di per sé, si sottolinea, la subordinazione non aumenta l'ammontare complessivo dei beni su cui si possono soddisfare i creditori, ma modifica solamente l'ordine secondo cui gli stessi vengono pagati<sup>230</sup>.

Con una singolare convergenza di opinioni, anche gli scritti giuridici che si sono occupati del tema tendono a fornire un'analoga descrizione della funzione della subordinazione del credito. In particolare, si è detto che i creditori beneficiari non sono destinatari diretti di una specifica attribuzione patrimoniale, ma risultano avvantaggiati "indirettamente" e, cioè, dalla riduzione del numero dei soggetti che avrebbero diritto ad essere pagati (in concorso con o) prima di loro<sup>231</sup>.

Dal punto di vista degli interessi in gioco, quindi, una società potrebbe decidere di emettere debito subordinato per evitare, ad esempio, che, là dove sia difficile (o troppo costoso) comunicare all'esterno le informazioni riguardanti i flussi di cassa attesi, i creditori ordinari si attivino per richiedere il rimborso o la rinegoziazione delle condizioni del prestito precedentemente concesso, in modo da tenere nella giusta considerazione il più elevato rischio finanziario<sup>232</sup>. Si tenga conto, peraltro, che un'operazione del genere è del tutto ragionevole anche sul versante del soggetto terzo il quale decida di divenire titolare di debito subordinato: là dove, per esempio, il maggior rischio corso rispetto al

---

<sup>230</sup> BAGLIONI, (nt. 48), 2.

<sup>231</sup> Cfr. nt. 47.

<sup>232</sup> BELCREDI, (nt. 228), 26.

creditore ordinario sia remunerato da un vantaggioso tasso di interesse, egli avrà tutto l'interesse ad acquisire tale posizione.

Pur a fronte di una diversa strutturazione dell'operazione rispetto ad un creditore "ordinario", è importante evidenziare, però, che l'aspettativa del primo rimane quella propria di un creditore. Per essere più chiari, il creditore subordinato, nel negoziare i termini e le condizioni del prestito (in particolare il tasso di interesse), considera la situazione complessiva della società e, *in modo particolare*, la più o meno elevata possibilità che la società intraprenda, con le risorse acquisite da lui a titolo di prestito, progetti di investimento che le consentano di ottenere una redditività tale da coprire tutti i debiti ordinari, più il suo credito (comprensivo del tasso di interesse)<sup>233</sup>. Egli, in altre parole, non trae alcun vantaggio da tutto ciò che la realizzazione dell'investimento posto in essere alla società potrà fruttare *dopo* aver pagato tutti i creditori (c.d. *upside opportunity*). Questo, semmai, è un profilo che lo preoccupa e che, come detto, potrà spingerlo a richiedere un tasso di interesse più alto, nel caso in cui sussistano elementi tali da indurlo a ritenere che la società possa decidere di correre rischi eccessivi per ottenere un profitto maggiore. Ma proprio la mancanza di un'aspettativa al guadagno residuale continua ad identificarlo come un creditore, ed a legittimare una qualificazione del contratto posto in essere in termini di mutuo. Rimanendo un'operazione di mutuo, poi, non sussistono remore eccessive nei confronti della possibilità che il titolare di un prestito subordinato possa partecipare alla procedura fallimentare. Certo, le particolari caratteristiche del contratto (ovviamente: l'aver accettato la possibilità di una subordinazione) dovranno necessariamente riflettersi sulle modalità procedurali della soddisfazione della sua pretesa; ma ciò non toglie che tale credito sarà ammesso al passivo, di esso sarà necessario tener conto nella valutazione di insolvenza della società compiuta dal tribunale fallimentare, come anche in un'eventuale procedura di concordato (dove potrà votare sulla relativa proposta)<sup>234</sup>.

---

<sup>233</sup> Si ricorderà l'autorevole opinione, FERRO-LUZZI, (nt. 123), 673, secondo cui l'investitore professionale, al momento della concessione del prestito, valuta «non tanto la consistenza patrimoniale, quanto la capacità reddituale del finanziamento a rimborsare il prestito, anche in dipendenza degli investimenti da effettuarsi con il finanziamento ricevuto».

<sup>234</sup> Con riferimento ai prestiti convenzionalmente subordinati, RICCI ARMANI, *La postergazione di crediti privilegiati nel concordato preventivo*, in *Riv. dir. comm.*, II, 1999, 325 s.; BONSIGNORI, *Del concordato preventivo*, in *Commentario Scialoja-Branca*, (art. 160-186 l. fall.), Bologna-Roma, 1979, 51. In

La descrizione di questo scenario, tuttavia, mette in risalto alcune differenze rispetto alla “postergazione” prevista dell’art. 2467, la quale fa riferimento ad un assetto di interessi abbastanza diverso da quanto descritto fino ad ora; e ciò soprattutto se si segue l’interpretazione qui proposta della fattispecie applicativa della norma ora richiamata. Se, infatti, la disciplina della subordinazione convenzionale risponde ad un’operazione strutturalmente di credito, l’assetto di interessi sottostante alla postergazione legale è chiaramente quello del capitale di rischio.

Come si è cercato di dimostrare in precedenza, un’interpretazione della fattispecie applicativa dell’art. 2467 che aspiri a tratteggiare un’efficiente protezione dei creditori dovrebbe essere costruita attorno al concetto di valore attuale netto positivo. Se si decide di procedere in questa direzione, però, è necessario accettare alcune implicazioni. In particolare, si deve ammettere che il socio che concede il prestito e persegue un progetto di investimento a valore attuale netto positivo, tiene una condotta che certamente punta a massimizzare il suo ritorno individuale di socio, ma *non solo*<sup>235</sup>. L’essere diretta all’aumento del valore complessivo della società, infatti, implica il rispetto delle aspettative dei creditori *al pari* di quanto accadrebbe in un’impresa in normali condizioni patrimoniali e finanziarie. E se tale politica di finanziamento, puntando a massimizzare il valore complessivo dell’impresa, preserva l’aspettativa di rimborso dei creditori esterni - pur incrementando l’aspettativa di guadagno del socio -, necessariamente rispetta *anche* la pretesa a titolo di credito dello stesso<sup>236</sup>. È proprio questo allineamento di interessi, d’altra parte, che permette di rispettare la qualificazione del contratto operata dal socio come credito, e di ritenere non necessario l’intervento dell’art 2467.

La situazione cambia, però, non appena si guardi a che cosa succede quando si verificano le condizioni previste dalla fattispecie dell’art. 2467.

---

giurisprudenza: App. Firenze, 16 giugno 1998, in *Riv. dir. comm.*, 1999, II, 311 ss.; App. Trieste, 13 maggio 1986, in *Fall.*, 1987, 398 ss.

<sup>235</sup> Condotta da qualificarsi in termini oggettivi, avendo cioè riferimento alla condizione patrimoniale finanziaria della società: v. MAUGERI, (nt. 29), 128 ss.

<sup>236</sup> Per comodità si riporta l’esempio già citato a nt. 103. Prendiamo il caso della società A: essa è titolare di una ammontare di debiti pari a € 10.000, mentre nel suo patrimonio è presente un attivo di € 8.000. Gli amministratori hanno la possibilità di perseguire - *alternativamente* - due progetti di investimento. Il primo ha il 100% di possibilità di incrementare l’attivo sociale fino a € 8500. Il secondo, invece, ha il 10% di possibilità di portare l’attivo a € 50.000 e il 90% di possibilità di ridurlo a € 200. Il valore atteso del patrimonio della società se persegue il secondo progetto di investimento (B) è pari a € 5180 (.10 x € 50,000 + .90 x € 200), mentre è di € 8500 se sceglie il primo (A). Se, quindi, si persegue il progetto A con un prestito, *nulla quaestio*.

In queste circostanze, infatti, il socio pone in essere una condotta, sotto il profilo finanziario, che, *complessivamente considerata*, è esclusivamente funzionale alla massimizzazione del ritorno sull'investimento a titolo di capitale di rischio<sup>237</sup>. Ma se così è, la norma si applica perché l'operazione, in quanto pensata *esclusivamente* sulla redditività di questo investimento, esclude ogni altra valutazione: e, nello specifico, qualsiasi aspettativa di rimborso delle somme date a prestito alla scadenza.

Insomma, mentre nel primo caso, il socio, pur potendosi non comportare *tipicamente* come un creditore terzo (in particolare, per la compresenza della qualità di creditore e socio<sup>238</sup>), rispetta comunque l'aspettativa di rimborso della categoria dei creditori sociali di cui è parte, e proprio per la comunanza di questo aspetto rimane estraneo alla postergazione; nel secondo caso, egli, qualora conceda un prestito rientrante nella fattispecie applicativa dell'art. 2467, trascura totalmente il ceto creditorio e si focalizza esclusivamente sul suo interesse di socio, *pur essendo titolare (e per mezzo) di una pretesa formalmente riconducibile ad un contratto di mutuo*. In queste circostanze, è proprio l'art. 2467 ad intervenire, ponendo in linea sostanza dell'operazione (capitale di rischio e non di credito, come invece nella subordinazione convenzionale) e trattamento normativo: grazie, appunto, alla "postergazione". E lo fa, si badi bene, non guardando alla volontà della parti, ma sulla base di criteri «rigorosamente *oggettiv(i)*», quali sono appunto quelli fino ad ora considerati. Non si tratta infatti di andare alla ricerca di un intento soggettivo del socio, ma, al contrario, «di qualificare il suo comportamento sulla base di uno *standard* di tipicità sociale»<sup>239</sup>. *Dal punto di vista del soggetto che concede il*

---

<sup>237</sup> STANGHELLINI, (nt. 7), 24 nt. 10. Nell'esempio precedente, quando la società si avvicina all'insolvenza, i soci non compiranno più necessariamente la scelta che massimizza il valore della società, ma esclusivamente il loro ritorno personale: essendo chiaro che godono dei vantaggi e, in una situazione di crisi, non subiscono le eventuali perdite che finiscono - come nell'esempio - con il ricadere sui creditori. In altre parole, tra le due alternative: 100% di possibilità di non ricevere nulla con il progetto A (perché tutti gli € 8500 vanno ai creditori) e il 10% di possibilità di ricevere € 40,000 con il progetto B, gli azionisti sceglieranno *ragionevolmente* B.

<sup>238</sup> Questo aspetto è ben evidenziato da M. CAMPOBASSO, (nt. 1), 55 ss.

<sup>239</sup> ANGELICI, (nt. 25), 45 (corsivo nel testo); MAUGERI, (nt. 29), 128 ss. La differenza rispetto a questi due autori, quindi, non è nel metodo seguito, ma nella descrizione della fattispecie tipica, dello «*standard* di tipicità sociale» a cui fare riferimento per l'applicazione dell'art. 2467. Il fenomeno dell'*overinvestment*, e il fatto che il socio lo realizzi con un prestito, non è, infatti, problema di individuazione della volontà delle parti, quanto la descrizione di una situazione che si verifica *tipicamente* in certe circostanze. Sotto questo profilo non vi è differenza alcuna tra lo *standard* del creditore terzo e del socio di una società alle soglie dell'insolvenza. I comportamenti di entrambi questi soggetti sono infatti elaborati partendo da due premesse generali ed oggettive: da un lato, il socio e il creditore, corrispondentemente, come agenti economici razionali; dall'altro, le modalità secondo cui in *determinate situazioni di mercato* questi soggetti

*prestito*, infatti, nel primo caso siamo di fronte ad un'operazione che è e rimane un prestito; nella seconda, ad un'operazione a titolo di capitale di rischio, a cui pare difficile applicare la disciplina pensata per il primo caso, senza causare delle difficoltà interpretative.

Sembra, quindi, di poter individuare delle differenze fra il significato da attribuire alla postergazione risultante dall'apposizione convenzionale di una clausola ad un contratto di mutuo e la subordinazione nel senso legale del termine. Diversità funzionali che spiegano le incongruenze sul piano della disciplina, e inducono ad andare alla ricerca di una diversa qualificazione del termine postergazione per il secondo caso.

*6. Una diversa proposta di interpretazione del termine "postergazione" ed il conseguente trattamento fallimentare dei prestiti "anomali".* Sulla base di quanto detto fino ad ora, si tratta di capire se sia possibile trovare una definizione del termine postergazione che, senza forzare eccessivamente il dato letterale, sia comunque in grado di adattarsi comodamente alla fattispecie da regolare, evitando così quelle possibili incongruenze di cui si è detto.

Più nel dettaglio, si ritiene opportuno chiarire meglio le caratteristiche che contraddistinguono la postergazione legale. Si è detto di come la norma interviene nel momento in cui vi è un dis-allineamento effettivo fra i rischi ed i vantaggi associati alla partecipazione, rispettivamente, al capitale di credito e di rischio; e di come lo faccia togliendo ai soci finanziatori la possibilità di porsi sullo stesso piano dei creditori terzi nel concorso fallimentare.

La postergazione legale, insomma, punta a risolvere il "conflitto di interessi" tra soci e creditori rendendo del tutto indifferente, rispetto a questi ultimi, la distinzione tra capitale di rischio e capitale di credito di titolarità dei soci<sup>240</sup>. In sostanza, quindi, la regola della postergazione si concretizza in una inefficacia relativa del diritto di credito dei soci nei confronti dei creditori esterni<sup>241</sup>.

---

massimizzano il loro benessere individuale. Si tratta, quindi, di valutazioni generali e oggettive che per definizione ricorrono tipicamente e, di certo, non possono considerarsi soggettive.

<sup>240</sup> PRESTI, (nt. 1), 114 s.

<sup>241</sup> *Ibidem*.

Ma se questo è vero, le particolari caratteristiche della fattispecie applicativa possono forse aiutare nell'opera di ricostruzione dell'esatta estensione di questa inefficacia relativa: puntando l'attenzione, più nel dettaglio, su quel particolare, ed oggettivo, assetto di interessi al concretizzarsi del quale prende corpo la postergazione legale. A questo riguardo, la fattispecie applicativa dell'art. 2467 si realizza quando i soci sono disposti a rinunciare prospetticamente all'*aspettativa* di rimborso del prestito, in quanto ciò - sulla base di una valutazione di rischio rendimento rapportata *alla loro situazione finanziaria complessiva* - gli consenta di ottenere un ritorno atteso positivo sul solo investimento a titolo di capitale di rischio, sufficientemente ampio da compensare l'aumento del rischio corso con riferimento alla propria pretesa creditizia.

Riandando all'origine del dibattito sulla subordinazione convenzionale, ed in particolare nell'ambito delle postergazione giudiziale, si era originariamente affermata l'opinione che la postergazione assoluta fosse da considerare come una rinuncia al credito da parte del creditore subordinato, sospensivamente o risolutivamente condizionata, rispettivamente, al mancato pagamento o, in alternativa, al pagamento degli altri creditori beneficiari (o, anche, al «supero dell'attivo di liquidazione»)<sup>242</sup>.

A questa ricostruzione, in quel contesto, si replicava che, procedendo nell'opera di interpretazione sulla base dei normali canoni ermeneutici, era ben difficile scorgere dietro l'apposizione di una clausola di postergazione la volontà di raggiungere l'effetto indicato. E che, anche nel caso in cui si fosse comunque ritenuto corretto procedere in questa direzione, si sarebbe ottenuto un effetto «esorbitante rispetto alla finalità perseguita di preferenziare gli altri creditori nel riparto dell'attivo patrimoniale del debitore»<sup>243</sup>. I rilievi riportati erano certamente da condividersi in quel particolare contesto: a prescindere dall'utilizzazione di criteri oggettivi o soggettivi, rimane che ben difficilmente - a fronte di un'operazione che come visto ha proprio nel diritto di restituzione della somma la sua caratteristica principale - si sarebbe potuto qualificare la clausola in esame come un rinuncia, seppur «eventuale», al credito.

---

<sup>242</sup> L'opinione risale a: Cass., 30 giugno 1959, n. 2062, in *Foro it.*, 1959, I,1093. In dottrina sostengono quest'opinione: FERRARA JR.-BORGIOLI, *Il fallimento*, 1997, 207, nt. 2; LO CASCIO, *Le garanzie nel concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, 1976, I, 843; ID., *Il concordato preventivo*<sup>2</sup>, Milano, 1979, 331. s. La definizione fra parentesi è di G.F. CAMPOBASSO, (nt. 206), 133.

<sup>243</sup> G.F. CAMPOBASSO, (nt. 206), 134 s.; conforme VANONI, (nt. 206), 45.

Lo scenario cambia, però, se la fattispecie sottostante all'operazione finanziaria non è più quella propria della subordinazione convenzionale, come appunto si è riscontrato nell'ambito della postergazione *ex art. 2467*. Ecco allora che la proposta interpretativa sopra descritta può forse tornare utile, nella sostanza, con riferimento a quest'ultima norma.

Certo, la prudenza è d'obbligo nel suggerire una soluzione di questo tipo, e si tratta di procedere con cautela. A riguardo, si può notare che - in primo luogo - la lettera dell'art. 2467 non sembrerebbe rappresentare un ostacolo insuperabile, atteso che, "storicamente", è proprio cercando di dare un significato al termine postergazione che si è giunti all'inquadramento della stessa nell'ambito della rinuncia condizionata al credito.

Dal punto di vista della fattispecie, poi, si è già detto di come sia forse possibile evidenziare alcune somiglianze tra quanto accade con riferimento all'ambito di applicazione dell'art. 2467 ed una «rinuncia eventuale» al credito. Prescindendo, come appunto richiesto dal secondo comma della norma, dall'utilizzazione di qualsiasi criterio soggettivo attinente alla volontà delle parti, rimane che, dal punto di vista oggettivo, il socio che effettua un prestito per perseguire un progetto di investimento a valore attuale netto negativo, intraprende un'operazione che trascura *oggettivamente* le aspettative di soddisfacimento dei creditori, tra cui vi è anche quella di cui *lui stesso risulta titolare*, al fine di ottenere, nel caso di specie, un potenziale ritorno *sul valore del solo investimento a titolo di capitale di rischio*; il che permette - forse - di intravedere, fattualmente, un collegamento con una possibile "rinuncia" della pretesa al rimborso delle somme data a mutuo. La stessa rinuncia, poi, è solamente eventuale in quanto, seppur il rischio di non ottenere nulla possa essere particolarmente elevato per il ceto creditorio, c'è comunque una possibilità che il rimborso non sia definitivamente precluso.

Si pensi, infine, agli effetti di una tale ricostruzione e, in particolare, alla possibilità di raggiungere, grazie all'inquadramento suggerito, un assetto di interessi maggiormente conforme ad un'ipotesi di inefficacia relativa nei confronti dei creditori. In una decisione risalente nel tempo, la Cassazione, con riferimento alla postergazione, sosteneva fosse un «errore ritenere che esista un diritto attuale al riparto solo rimandato ad un'epoca successiva, laddove, al contrario, deve riconoscersi una riduzione del passivo mediante rinuncia attuale dei creditori, con riserva di realizzare successivamente quello

che possa eventualmente residuare dopo il pagamento delle percentuali spettanti agli altri creditori chirografari, vale a dire a quello che, in caso di rinuncia pura e semplice, sarebbe rimasto a beneficio del debitore»<sup>244</sup>.

L'osservazione riportata può, probabilmente, condividersi ancor oggi con riferimento al caso dell'art. 2467. Seppure sia da precisare che, come puntualizzato da parte di qualcuno, sia più corretto parlare di remissione risolutivamente condizionata del credito, risultando altrimenti difficile spiegare perché una rinuncia pensata per operare in futuro precluda al momento presente e l'esercizio del credito e la partecipazione al concorso<sup>245</sup>, l'inquadramento proposto sembrerebbe in grado di superare parte dei problemi che si è visto sussistere qualora si reputi la subordinazione convenzionale alla stregua di una rinuncia (non al credito, ma) al concorso al pari degli altri creditori.

Così inquadrato l'istituto della postergazione *ex art.* 2467, infatti, si potrebbe giungere a reputare ragionevoli le seguenti conclusioni.

In primo luogo, si dovrebbe concludere che i finanziamenti “anomali” non dovrebbero essere ammessi al passivo, agevolando la soluzione dei problemi che si sono visti sussistere con riguardo al caso in cui invece fossero ammessi e, senza che, nella sostanza, sia compromessa la possibilità per loro di soddisfarsi dopo che tutti i creditori (esterni/ordinari) sono stati pagati<sup>246</sup>. Di conseguenza, gli effetti della postergazione non si paleserebbero sul piano della graduazione dei crediti che compongono il passivo, ma influirebbero sull'entità dello stesso: con il risultato che la sede rilevante per il riconoscimento di queste pretese si avrebbe a livello di accertamento del passivo e non, come accade invece per i prestiti convenzionalmente postergati, al momento della ripartizione dell'attivo<sup>247</sup>.

---

<sup>244</sup> Si v. la decisione della Cassazione citata a nt. 241, 1094.

<sup>245</sup> G.F. CAMPOBASSO, (nt. 206), 134.

<sup>246</sup> Questa scelta permetterebbe di risolvere il problema della priorità tra creditori convenzionalmente e legalmente subordinati. Se si estende la disciplina dei primi ai secondi, infatti, risulta poi difficile spiegare perché gli uni debbano essere preferiti agli altri o viceversa: ed, a riguardo, sono state sostenute tutte e due le opinioni (BALP, (nt. 4), 376, nt. 60; MAUGERI, (nt. 29), 134 s.; BONFATTI, (nt. 162), 308). Seguendo l'itinerario concettuale proposto, sarebbe possibile spiegare le differenze che corrono fra i due modelli e, nel contempo, fornire un trattamento normativo ad essi adeguato.

Non sussistono problemi per quel che concerne la compensazione tra prestiti legalmente postergati e debiti che il socio abbia nei confronti della società, la quale è da escludersi pena la violazione dell'ordine di priorità del rimborso stabilito, così, MAUGERI, (nt. 29), 136.

<sup>247</sup> Per l'opposta ricostruzione: MAUGERI, (nt. 29), 137, nt. 144; BONFATTI, (nt. 162), 290.

Proprio per questa ragione, nel caso in cui si verifichi la situazione in cui la società sia in grado di adempiere regolarmente tutte le proprie obbligazioni nei confronti dei creditori esterni, ma non quelle nei confronti dei soci finanziatori, la postergazione legale comportando una riduzione dello stesso passivo per una somma pari all'ammontare dei crediti subordinati, consentirebbe al tribunale di non dichiarare il fallimento della società.

Analogamente, al verificarsi di una possibilità per la società di usufruire dell'esercizio provvisorio dell'impresa, il tribunale potrebbe disporlo contestualmente alla dichiarazione di fallimento della società stessa anche nel caso in cui la continuazione «arrechi pregiudizio ai creditori» legalmente subordinati.

Essi, d'altronde, non potrebbero poi considerarsi legittimati a richiedere la dichiarazione di fallimento della società, perché *attualmente* non titolari di un diritto di credito.

Infine, si tratta di affrontare la questione della possibile partecipazione dei soci finanziatori a una soluzione concordataria. A questo riguardo, si può rilevare come l'opinione prescelta porti a sostenere che, là dove la proposta preveda che i creditori chirografari vengano pagati solo in percentuale, non sarà possibile per i soci finanziatori ottenere alcun tipo di soddisfacimento: in quanto, per l'appunto, essi sono postergati ai creditori chirografari. E, ciò, anche nel contesto di un concordato per classi: atteso che l'impossibilità di ritenere possibile un'esenzione dall'obbligo di restituzione entro l'anno previsto dall'art. 2467 c.c. ai sensi dell'art. 67, comma 3, l. fall., conferma l'impressione secondo cui il legislatore ha inteso lasciare fuori dal concordato i finanziamenti dei soci<sup>248</sup>.

La proposta interpretativa qui formulata sembra insomma poter soddisfare, sul piano fattuale, il requisito principale fissato dal principale fautore della tesi della riqualificazione per far sì che l'art. 2467 operi efficacemente ed in modo «lineare» nell'ambito del fallimento: ovvero creare due classi nel rimborso del capitale

---

<sup>248</sup> Tra l'altro, seppur da una diversa prospettiva, si può ricordare quanto sostenuto da GALEOTTI FLORI, (nt. 177), 81, secondo cui, dall'inammissibilità del credito "anomalo" allo stato passivo, discenderebbe l'inapplicabilità delle disposizioni in tema di concordato fallimentare.

(*sostanzialmente*) di rischio<sup>249</sup>; pur senza giungere, probabilmente in contrasto con il dato letterale, a *riqualificare* il prestito in un conferimento.

7. *La regola della restituzione del rimborso nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento.* Se l'inquadramento concettuale della postergazione solleva problemi alquanto delicati, di non minore difficoltà risulta la spiegazione dell'altra regola prevista dall'art. 2467, ovvero l'obbligo di restituire il rimborso del finanziamento "anomalo" ottenuto dal socio nell'anno precedente alla dichiarazione di fallimento della società.

Le difficoltà interpretative sollevate in riferimento all'inserimento dell'obbligo di restituzione in esame nell'ambito del sistema revocatorio, unitamente alla lettura della postergazione quale rinuncia al credito risolutivamente condizionata alla capacità della società di soddisfare regolarmente i creditori esterni, sembrerebbero portare verso l'accoglimento della configurazione dell'obbligo in esame quale restituzione di un indebito<sup>250</sup>.

Dal primo punto di vista, si sottolinea infatti come l'obbligo di restituzione fissato dall'art. 2467 si ricollega alla presenza di una particolare situazione patrimoniale e finanziaria presente *al momento della concessione del prestito* da parte del socio<sup>251</sup>; e non ad un'anomalia sussistente al momento del rimborso: sia essa rappresentata dall'anticipazione di un pagamento, come accade con riferimento all'art. 65, l. fall.; o alla conoscenza dello stato di insolvenza del debitore, presupposto applicativo dell'art. 67, comma 2, l. fall.

Per l'applicazione dell'obbligo restitutorio in esame, insomma, è sufficiente che il curatore si limiti a provare che il prestito è stato concesso da un socio, in un momento di "crisi" della società partecipata e che il rimborso è avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento. Non altro. E sicuramente, non che queste condizioni

---

<sup>249</sup> PORTALE, (nt. 11), 675.

<sup>250</sup> Così, se ben s'intende, RESCIGNO, *Rapporti e interferenze tra riforma societaria e fallimentare*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, diretto da Jorio e coordinato da Fabiani, Bologna, 2006-2007, 2137 s.; PRESTI, (nt. 1), 116 ss.; MAUGERI, (nt. 29), 113.

<sup>251</sup> Si dice, infatti, che è oggetto del rimborso anche quello effettuato nel tempo programmato al momento della concessione, e da parte di una società che si trova in situazione normale a favore di un socio ignaro dell'eventuale situazione di difficoltà della stessa, PRESTI, (nt. 1), 116.

sussistevano al momento del rimborso, come, invece, impone la logica della revocatoria fallimentare.

Convincenti paiono, altresì, alcuni rilievi più specifici.

Ad uno sguardo veloce, infatti, l'art. 2467 si discosta da entrambe le disposizioni con riferimento sull'estensione del lasso temporale di applicazione: più lungo rispetto all'art. 67, comma 2, (un anno invece di sei mesi); più breve rispetto alla prima (un anno invece di due).

Ma c'è dell'altro. In primo luogo, l'inquadramento della regola in esame nell'ambito dell'art. 67, comma 2, sarebbe giustificato dall'idea per cui l'art. 2467 incorporerebbe una presunzione assoluta di conoscenza dello stato di insolvenza. Ma l'osservazione solleva dei dubbi, perché allora non si spiegherebbe il perché del suo riferirsi solo ai finanziamenti "anomali" e non, invece, a tutte le tipologie di crediti dei membri della compagine sociale<sup>252</sup>.

Per quel che concerne - in secondo luogo - il riferimento all'art. 65, l. fall.<sup>253</sup>, è possibile, per vero, rinvenire una spiegazione corretta della diversa estensione del "periodo sospetto": sostenendo, ad esempio, che, risolvendosi l'intervento legislativo in una riduzione dell'autonomia dei privati, si sia voluto limitare l'operatività della regola e giungere ad un più equilibrato bilanciamento degli interessi coinvolti<sup>254</sup>.

Rimane però una diversità importante quanto al regime degli effetti della revocatoria dei pagamenti. Non si può tralasciare, infatti, che l'inefficacia del pagamento ed il conseguente obbligo restitutorio derivanti dall'applicazione dell'art. 65, l. fall., sono funzionali al ripristino di una situazione di *par condicio* (violata) fra creditori, mentre garantire che i finanziamenti "anomali" siano postergati comporta (anche nell'ambito

---

<sup>252</sup> PRESTI, (nt. 1), 117 s. Ed, infatti, vedi LO CASCIO, *Art. 2467. Finanziamenti dei soci*, in *Società a responsabilità limitata (artt. 2462-2483)*, a cura di Carestia, Di Amato, Iannello, Lo Cascio, Manzo e Pitraforte, Milano, 2003, 80, che propendendo per l'inquadramento della norma in esame nell'ambito dell'art. 67, deve poi sostenere l'illegittimità costituzionale dell'art. 2467 per disparità di trattamento con riferimento alla stato soggettivo.

Per l'irriducibilità dell'obbligo di restituzione contemplato dall'art. 2467 alla revocatoria ex art. 67, comma 2 v. anche la sentenza della Cassazione citata a nt. 163, 27 s.

<sup>253</sup> In questo senso, BONFATTI, (nt. 162), 314 ss.; GALEOTTI FLORI, (nt. 177), 75 ss.; CORSI, *Le nuove società di capitali*, Milano, 2003, 254; FAZZUTTI, (nt. 140), 50; STANGHELLINI, *Società a responsabilità limitata e procedure concorsuali*, in A.G.E., 2003, 436.

<sup>254</sup> M. CAMPOBASSO, (nt. 4), 451.

dell'orientamento che la riconduce, per l'appunto, alla rinuncia della *par condicio creditorum*) un trattamento degli stessi ben più gravoso<sup>255</sup>.

Con riguardo, poi, alla particolare proposta interpretativa precedentemente formulata circa significato ed effetti della subordinazione legale, sembrerebbe corretto concludere che il pagamento effettuato prima che la condizione risolutiva si sia verificata, sia da ritenere non dovuto; con tutto ciò che ne consegue in termini dell'obbligo di restituzione. A questo riguardo, sembrerebbe di poter condividere allora l'opinione secondo cui il legislatore, sulla base dell'*id quod plerumque accidit*, presuppone che nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento la società si trovasse già (o meglio, ancora) in una condizione tale da non ritenere possibile soddisfare prospetticamente i creditori esterni. Con la conseguenza, tra l'altro, che per i rimborsi avvenuti precedenti di più di un anno alla dichiarazione di fallimento, il curatore potrebbe sempre provare che la condizione risolutiva del rimborso non si era concretizzata; e che, quindi, il rimborso deve essere «restituito»<sup>256</sup>.

Sempre con riferimento alla regola in esame, ci si è domandati se la circostanza che la norma faccia riferimento alla sola ipotesi di fallimento precluda la disposizione dal trovare applicazione anche nell'ambito delle altre procedure concorsuali. Seguendo l'opinione della dottrina maggioritaria, è da ritenere che sia possibile un'applicazione analogica della norma, se non altro con riferimento alla procedure che presuppongono l'accertamento dello stato di insolvenza<sup>257</sup>.

8. *Conclusioni.* Il tentativo di risoluzione dei problemi di disciplina sollevati, in ambito fallimentare, dall'art. 2467, rappresenta la terza, ed ultima, tappa del percorso iniziato nel primo capitolo. Ritenendo, infatti, che con la riforma della legge fallimentare fosse necessario dare maggiore spazio all'obiettivo della massimizzazione dell'attivo, ci si è sforzati - nel primo capitolo - di includere nel dibattito circa il significato e

---

<sup>255</sup> PRESTI, (nt. 1), 117 s.

<sup>256</sup> *Ibidem.*

<sup>257</sup> V. BALP, (nt. 4), 379 s. con riguardo alla liquidazione coatta amministrativa e all'amministrazione straordinaria; BONFATTI, (162), 313; *contra* TASSINARI, *Sottocapitalizzazione delle società di capitali e riforma del diritto societario*, in «Corporate governance» e nuovo diritto societario, a cura di AA.VV., Milano, 2003, 144.

l'estensione dell'art. 2467, incentrato quasi solamente sul tema della protezione dei creditori, anche le esigenze del risanamento dell'impresa. Da lì, si è passati, nella seconda parte della ricerca, alla delineazione di un'interpretazione della fattispecie applicativa della norma che tenesse conto di questo profilo: facendo riferimento, nello specifico, al concetto del valore attuale netto positivo. Sulla base dei risultati raggiunti, si è infine cercato di risolvere le questioni interpretative che, dal punto di vista applicativo, si pongono con riferimento all'istituto dei prestiti dei soci nel fallimento; ed, in particolare, su due versanti: da un lato, con riguardo ai casi dei "prestiti ponte", della sussistenza nel diritto italiano di un "*Sanierungsprivileg*" e del trattamento da riservare ai prestiti dei soci concessi nell'ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti, di un piano di risanamento o di un concordato preventivo; dall'altro, in riferimento al significato del termine postergazione ed alla sua "declinazione" nell'ambito della disciplina fallimentare.

Proprio dagli obiettivi che animano questo settore del diritto si era partiti, e trattando di problemi esegetici ad esso connessi si conclude: nella speranza di aver contribuito, magari anche solo parzialmente, alla discussione sui *Gesellshafterdarlehen*.