

Ammissione al passivo

Obbligazioni e titoli di debito nel fallimento delle società

di Valerio Sangiovanni

L'Autore analizza la particolare disciplina delle obbligazioni e dei titoli di debito nel contesto del fallimento delle società.

1. Introduzione

La legge fallimentare, con disposizione breve e per certi versi scarna, prevede che «i crediti derivanti da obbligazioni e da altri titoli di debito sono ammessi al passivo per il loro valore nominale detratti i rimborsi già effettuati; se è previsto un premio da estrarre a sorte, il suo valore attualizzato viene distribuito tra tutti i titoli che hanno diritto al sorteggio» (art. 58 l.fall.) (1).

La disposizione fa riferimento a obbligazioni (2) e titoli di debito (3). L'appropriata comprensione della norma presuppone dunque un esame della disciplina di obbligazioni e titoli di credito nei vari tipi societari in cui tali strumenti finanziari sono consentiti. Le obbligazioni sono previste nella S.p.a. (art. 2410 c.c.) (4), mentre i titoli di debito nella S.r.l. (art. 2483 c.c.) (5). Dal momento che alla S.a.p.a. si applicano le norme relative alla società per azioni, in quanto compatibili (art. 2454 c.c.), anche a tale tipo societario è consentito emettere obbligazioni. Le società di persone non possono invece utilizzare gli strumenti delle obbligazioni e dei titoli di debito.

Il codice civile non dà una definizione né di obbligazioni né di titoli di debito.

L'espressione «obbligazioni» richiama però i titoli emessi dalla S.p.a., mentre l'espressione «titoli di debito» richiama i titoli emessi dalla S.r.l. Inoltre, al di là della denominazione tecnica degli strumenti finanziari («obbligazioni» piuttosto che «titoli di debito») cui si riferisce l'art. 58 l.fall., la disposizio-

pola, *Commento all'art. 58*, in *La riforma del diritto fallimentare*, a cura di A. Nigro - M. Sandulli, vol. I, Torino, 2006, 348 ss.; N. Dal Cero, *Commento all'art. 58*, in *Codice del fallimento*, fondato da P. Pajardi, a cura di M. Bocchiola - A. Paluchowski, VI ed., Milano, 2009, 630 ss.; F. Di Girolamo, *Le obbligazioni e gli altri titoli di debito nel fallimento dell'emittente, con uno sguardo alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1109 ss.; M. Ferrari, *Commento all'art. 58*, in *Commentario breve alla legge fallimentare*, a cura di A. Maffei Alberti, V ed., Padova, 2009, 291 ss.; M.R. Grossi, *Commento all'art. 58*, in *La riforma della legge fallimentare*, II ed., Milano, 2008, 478 ss.; B. Inzitari, *Commento all'art. 58*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, diretto da A. Jorio, coordinato da M. Fabiani, I vol., Bologna, 2006, 826 ss.; M. R. Schiera, *Commento all'art. 58*, in *La legge fallimentare*, a cura di M. Ferro, Padova, 2007, 403 ss.

(2) In tema di obbligazioni societarie v. A. Audino, *Commento all'art. 2410*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2007, 704 ss.; F. Bruno - E. La Sala, *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, in *Società*, 2009, 689 ss.; P. Ferro-Luzzi, *Il limite all'emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, lett. a, l. n. 262 del 2005)*, in *Riv. soc.*, 2007, 252 ss.; S. Rizzini Bisinelli, *Inesistenza della delibera dell'assemblea degli obbligazionisti*, in *Società*, 2007, 45 ss.; M. Sarale, *Obbligazioni di serie diverse, assemblea degli obbligazionisti e questioni in tema di invalidità delle deliberazioni*, in *Giur. comm.*, 2007, II, 159 ss.; V. Sangiovanni, *Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario*, in *Società*, 2007, 547 ss.

(3) Sulla disciplina dei titoli di debito nella S.r.l. cfr. P. Casali, *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2005, 1489 ss.; E. Corso - M. Dolzani, *Titoli di debito: regime di responsabilità e limiti alla circolazione*, in *Contr. impr.*, 2006, 786 ss.; A. Laudonio, *Un'organizzazione collettiva per i possessori di titoli di debito ex art. 2483 c.c.?*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2005, 429 ss.; M. Stella Richter jr, *I titoli di debito della società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2005, 987 ss.; D. Tommasini, *La garanzia per la solvenza nel trasferimento dei titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 209 ss.

(4) Si noti tuttavia che alle S.i.ca.v., nonostante debbano costituirsi in forma di S.p.a. (art. 43, primo comma, T.u.f.), non è consentito emettere obbligazioni (art. 45, ottavo comma, T.u.f.). Per quanto riguarda poi le obbligazioni emesse da banche valgono le disposizioni speciali dell'art. 12 T.u.b.

(5) Con riferimento ai riflessi che la riforma della S.r.l. ha avuto sul diritto fallimentare cfr. G. Lo Cascio, *La riforma della società a responsabilità limitata e le procedure concorsuali*, in questa *Rivista*, 2005, 237 ss.

Note:

(1) In materia di obbligazioni e titoli di debito nel fallimento cfr. F. Abate, *Commento all'art. 58*, in *Codice commentato del fallimento*, diretto da G. Lo Cascio, Milano, 2008, 477 ss.; A. Cop-

ne riguarda - più in generale - il rapporto debitorio che si instaura fra i soggetti terzi finanziatori della società e la società medesima, prenditrice del finanziamento e obbligata alla restituzione.

Le società, per svolgere l'attività d'impresa cui sono chiamate, hanno necessità di risorse. Si parla di "auto-finanziamento" quando tali risorse sono fornite dai soci, sotto forma di conferimenti originari (o in sede di successivi aumenti di capitale) oppure sotto forma di finanziamenti erogati dai medesimi soci (6). Anche se cambia il titolo della prestazione effettuata nei confronti della società (in un caso a titolo di capitale, nell'altro a titolo di finanziamento), non cambia l'origine dei fondi, che provengono sempre dai soci. Può tuttavia capitare che i soci non possano oppure non vogliano finanziare la società e in questo caso è necessario trovare un finanziatore esterno (fattispecie dell'«etero-finanziamento»).

Tipicamente i mezzi per la gestione dell'impresa verranno reperiti accedendo al credito bancario, del resto largamente diffuso nella prassi.

Un'alternativa al credito bancario consiste però per le società nell'ottenere finanziamenti da soggetti diversi, sotto forma di emissione di obbligazioni oppure di titoli di debito.

L'art. 58 l.fall., essendo collocato nel contesto fallimentare, concerne il trattamento di obbligazioni e titoli di debito nel fallimento delle società: in particolare viene disciplinata l'ammissione al passivo (7). Nel presente articolo seguiremo questo schema di esposizione: dapprima ci occuperemo dell'emissione di obbligazioni nella S.p.a.; poi passeremo a esaminare la disciplina dei titoli di debito nella S.r.l. Infine esamineremo la disciplina fallimentare di tali strumenti finanziari, con particolare riguardo alla loro ammissione al passivo.

2. Le obbligazioni nella S.p.a.

Se gli azionisti non dispongono in proprio delle risorse necessarie per la gestione dell'impresa, la S.p.a. si vede costretta a finanziarsi all'esterno.

Una delle modalità di finanziamento esterno è costituita dall'emissione di obbligazioni.

Rivolgendosi l'emissione obbligazionaria al pubblico dei risparmiatori, essa potrebbe essere parificata all'attività di raccolta del risparmio. L'esercizio dell'attività bancaria è però riservato alle banche (art. 11, secondo comma, T.u.b.). Per risolvere questo problema il legislatore ha previsto un'eccezione espressa stabilendo che il divieto di raccolta del risparmio fra il pubblico non si applica «alle società,

per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari» (art. 11, quarto comma, lett. c, T.u.b.).

La disciplina delle obbligazioni è contenuta negli artt. 2410-2420ter c.c.

Con riguardo alla competenza a emettere le obbligazioni, essa è rimessa agli amministratori (art. 2410, primo comma, c.c.). Questa circostanza può avere riflessi in termini di responsabilità dei gestori (8), laddove dovesse risultare che l'emissione è

Note:

(6) In materia di finanziamenti dei soci v. G. de Ferra, *La postergazione del credito del socio finanziatore*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 187 ss.; R. Guglielmo, *L'allocatione in bilancio dei "finanziamenti" e dei "versamenti": una questione in via di risoluzione?*, in *Riv. not.*, 2009, I, 365 ss.; M. Maugeri, *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 133 ss.; A. Nigro, *Finanziamenti dei soci "postergati" e loro compensazione*, in *Notariato*, 2008, 521 ss.; V. Sangiovanni, *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in *Giur. mer.*, 2008, 421 ss.; V. Sangiovanni, *Finanziamenti dei soci di s.r.l. e fallimento della società*, in questa *Rivista*, 2007, 1393 ss.

(7) Sull'ammissione al passivo cfr. M. Cataldo, *L'ammissione allo stato passivo del credito di regresso del fideiussore verso il fallito*, in questa *Rivista*, 2008, 542 ss.; R. Conte, *Effetti dell'ammissione al passivo del fallimento del debitore tornato in bonis alla luce dell'art. 120 l. fall.*, in questa *Rivista*, 2008, 534 ss.; C. Ferri, *Impugnazione del decreto di ammissione non conforme alla dichiarazione tardiva di credito*, in questa *Rivista*, 2005, 807 ss.; A. Fici, *Sull'ammissibilità al passivo del credito di regresso del fideiussore adempiente dopo il fallimento del debitore garantito*, in questa *Rivista*, 2008, 929 ss.; G. Lo Cascio, *Chiusura del fallimento in pendenza di opposizioni a stato passivo ed insinuazioni tardive di credito*, in *Giust. civ.*, 1996, I, 97 ss.; A. Stesuri, *L'ammissione al passivo fallimentare del credito regresso per rimborso anticipato dell'iva*, in questa *Rivista*, 2006, 948 ss.; C. Trentini, *Insinuazione al passivo dei crediti condizionali e credito da restituzione del convenuto in revocatoria*, in questa *Rivista*, 2007, 77 ss.

(8) Fra i numerosi contributi in materia di responsabilità degli amministratori cfr., a titolo esemplificativo, D. Carminati, *La responsabilità degli amministratori di s.r.l. e il divieto di concorrenza*, in *Società*, 2009, 1143 ss.; M. Fabiani, *L'azione di responsabilità per le operazioni successive allo scioglimento nel passaggio fra vecchio e nuovo diritto societario*, in questa *Rivista*, 2004, 292 ss.; D. Fico, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori nella s.r.l.*, in *Società*, 2008, 1401 ss.; R. Giuffrè, *Su c.t.u. ed accertamento di responsabilità di amministratori di società*, in *Società*, 2009, 902 ss.; C. Pallaoro, *Profili della responsabilità degli amministratori di s.r.l. tra vecchia e nuova disciplina*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 698 ss.; A. Patti, *Azione di responsabilità dei creditori sociali e decorrenza della prescrizione*, in questa *Rivista*, 1999, 402 ss.; R. Rordorf, *La responsabilità civile degli amministratori di s.p.a. sotto la lente della giurisprudenza (I parte)*, in *Società*, 2008, 1193 ss.; R. Rordorf, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a. sotto la lente della giurisprudenza (II parte)*, in *Società*, 2008, 1325 ss.; V. Salafia, *Il concreto esercizio dell'azione di responsabilità sociale*, in *Società*, 2008, 1061 ss.; V. Salafia, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori delle società di capitali*, in *Società*, 2008, 162 ss.; L. Salvato, *Profili della disciplina della responsabilità degli amministratori della s.r.l.*, in *Società*, 2009, 705 ss.; V. Sangiovanni, *Responsabilità degli amministratori e corresponsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Danno resp.*, 2008, 13 ss.; V. Sangiovanni, *La responsabilità* (segue)

stata effettuata in assenza delle condizioni che la legittimano.

Si deve però tenere conto che, pur rimanendo ferma la competenza degli amministratori a emettere le obbligazioni, la relativa deliberazione «deve risultare da verbale redatto da notaio ed è depositata ed iscritta a norma dell'articolo 2436» (art. 2410, secondo comma, c.c.). L'intervento del notaio altera i profili di eventuale responsabilità degli amministratori. Essendo difatti il notaio assoggettato al dovere di controllo della legalità degli atti, la mancanza delle condizioni per l'emissione delle obbligazioni gli potrebbe essere contestata.

I diritti degli obbligazionisti sono quelli alla restituzione del capitale e al pagamento degli interessi (art. 2411, primo comma, c.c.).

Con riferimento alla *restituzione del capitale*, si tratta di un diritto al quale gli obbligazionisti non possono rinunciare, caratterizzando nella sua essenza il prestito obbligazionario (al più può essere postergato rispetto alla soddisfazione di altri creditori) (9). Si tratta della differenza principale rispetto ai soci, i quali non hanno alcun diritto di ottenere la restituzione dei conferimenti effettuati in società. Questa distinzione si riflette nella tempistica del rimborso in sede di liquidazione ordinaria e di fallimento: gli obbligazionisti vengono soddisfatti prima dei soci, con la conseguenza che - qualora non dovessero residuare risorse sufficienti - i soci non riuscirebbero a ottenere la restituzione di un valore corrispondente al proprio conferimento originario.

Ai sensi della legge l'importo di cui l'obbligazionista ottiene la restituzione è dato dal valore nominale delle obbligazioni, che deve essere indicato nel titolo obbligazionario (ad esempio: 1.000 euro). Di norma si tratta del medesimo importo originariamente versato dall'obbligazionista alla società. Tuttavia esistono dei casi in cui non vi è coincidenza fra il valore nominale delle obbligazioni e la somma che l'obbligazionista ha pagato.

Tale differenza si realizza in due ipotesi: quando vi è uno «sconto» iniziale di emissione oppure quando vi è un «premio» finale di rimborso.

Il primo caso in cui non vi è coincidenza fra il valore nominale delle obbligazioni e la prestazione dell'obbligazionista si ha quando vi è uno sconto di emissione: le obbligazioni sono state pagate meno (ad esempio: 1.000 euro) del loro valore nominale (per esempio: 1.010 euro). In questo caso le obbligazioni incorporano il diritto alla restituzione di una somma maggiore rispetto a quella versata: nell'esempio fatto il titolo incorpora il diritto alla restituzione di 1.010 euro nonostante ne siano stati pa-

gati originariamente solo 1.000. L'emissione con sconto rappresenta un meccanismo mirante a incentivare la sottoscrizione delle obbligazioni. Chi presta oggi 1.000 euro sa già che, in aggiunta agli interessi, otterrà in futuro la restituzione di una somma superiore al capitale originariamente investito.

Il secondo caso in cui non vi è coincidenza si ha nell'ipotesi di premio finale. L'obbligazionista sottoscrive le obbligazioni al loro valore nominale (si immagini 1.000 euro), ma - alla fine - ottiene un premio (si supponga di 10 euro, cosicché l'importo che riceve di 1.010 euro è superiore al valore nominale delle obbligazioni).

Con riferimento al secondo dovere derivante dall'emissione di obbligazioni societarie (la *corresponsione degli interessi*), questi svolgono due funzioni: eliminazione degli effetti negativi della svalutazione e remunerazione del prestito.

Da un lato gli interessi consentono di evitare che il sottoscrittore subisca una perdita per effetto della svalutazione. Si supponga che le obbligazioni sottoscritte da una certa persona valgano 100.000 euro e che il capitale debba essere restituito dopo 10 anni. I 100.000 euro che vengono restituiti 10 anni dopo non hanno lo stesso valore reale che avevano inizialmente, bensì un valore inferiore. Vi deve pertanto essere un meccanismo che consenta di evitare questo risultato negativo per i sottoscrittori. Tale sistema consiste nella previsione di un tasso d'interesse idoneo quantomeno a coprire la perdita di valore dovuta alla svalutazione. In alternativa il rischio svalutazione è combattuto mediante la previsione del già citato sconto di emissione: il prezzo di emissione (effettivamente pagato dall'obbligazionista) è inferiore al valore nominale (cioè la somma di cui otterrà la restituzione). Tale differenza può essere idonea a coprire la perdita da svalutazione succedutasi nel corso degli anni. Infine la svalutazione può essere combattuta con il meccanismo del premio: se, alla fine del prestito obbligazionario,

Note:
(segue nota 8)

degli amministratori di s.r.l. verso la società, in *Contr. impr.*, 2007, 698 ss.; M. Spiotta, *Perimetro della responsabilità ex art. 2395 c.c.: dall'incidenza del danno alla violazione della par condicio tra i soci*, in *Giur. it.*, 2009, 879 ss.; A. Zanardo, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci "cogestori": luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, 498 ss.

(9) Sul meccanismo della postergazione dei crediti cfr. G. Lo Cascio, *Giudizio di ammissibilità e di omologazione e crediti postergati*, in questa *Rivista*, 2006, 1423 ss.

viene riconosciuto un pagamento addizionale rispetto alla restituzione del capitale, tale pagamento aggiuntivo produce l'effetto di eliminare (o, almeno, ridurre) gli effetti della svalutazione.

Da un altro lato la corresponsione degli interessi costituisce il compenso dovuto per il fatto che l'obbligazionista ha prestato danaro alla società. Mentre la restituzione del capitale altro non è che l'adempimento dell'obbligo di restituire quanto è stato prestato (fra l'altro con la perdita dovuta alla svalutazione), la corresponsione degli interessi aggiunge la remunerazione dovuta. Del resto l'obbligazionista si priva per il periodo della durata del prestito obbligazionario della disponibilità di certe somme ed è giusto che, anche solo per tale ragione, venga remunerato.

Si è visto sopra che le obbligazioni implicano sempre il diritto alla restituzione del capitale. Lo stesso non vale per gli interessi: teoricamente potrebbe essere prevista anche l'emissione di obbligazioni infruttifere. Bisogna peraltro dire che - nella prassi - è improbabile che ciò si verifichi, considerando che difficilmente si troverebbero soggetti disposti a sottoscrivere obbligazioni prive di rendimento. Chi sottoscrivesse obbligazioni infruttifere sarebbe esposto, da un lato, a una perdita causa svalutazione e, dall'altro, a un mancato guadagno causa non corresponsione di interessi.

La legge specifica che il diritto alla restituzione del capitale e agli interessi «può essere, in tutto o in parte, subordinata alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società». Si tratta della figura delle obbligazioni postergate (o subordinate): nella parte finale di questo articolo ci occuperemo del loro trattamento nel fallimento della società.

La prassi evidenzia come le emissioni obbligazionarie possano presentare caratteristiche del tutto diverse a seconda dei singoli casi concreti. Il legislatore del resto prevede che «i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società» (art. 2411, secondo comma, c.c.). Il legislatore è flessibile in relazione sia alla tempistica della corresponsione degli interessi sia alle modalità di determinazione del *quantum* degli interessi dovuti. Non è detto che gli interessi debbano essere fissi; essi, al contrario, possono variare in relazione a parametri. Il più suggestivo di tali parametri è l'andamento della società. Un buon andamento della società consente la realizzazione di proventi che permettono di remunerare meglio gli obbligazionisti. Viceversa, un cattivo andamento fa calare le possibilità di soddisfare gli

obbligazionisti (fino al caso estremo della insolvenza, cioè della incapacità di far fronte ai pagamenti dovuti).

3. I limiti all'emissione di obbligazioni

Disposizione molto importante (anche perché legata direttamente al rischio d'insolvenza dell'emittente) è quella che pone limiti all'emissione di obbligazioni. La società può emettere obbligazioni «per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato» (art. 2412, primo comma, c.c.). La legge intende qui riferirsi al capitale effettivamente versato (e non a quello, che può essere maggiore, meramente sottoscritto): questa interpretazione è preferibile se si vuole rendere efficace la disposizione. L'art. 2412, primo comma, c.c. indica il rapporto che deve sussistere fra le risorse che vengono prese a prestito da terzi e quelle proprie della società. Più alto è tale rapporto, più rischiosa è l'emissione di obbligazioni. Il legislatore, in un'ottica di tutela degli obbligazionisti (ma anche - più in generale - dei terzi creditori), non consente alla società di indebitarsi eccessivamente. Altrimenti la società potrebbe essere portata a correre rischi eccessivi con un investimento dei soci minimo. Al fine di evitare questo possibile risultato la legge impone di effettuare un calcolo: da un lato vanno posti il capitale sociale, la riserva legale e le riserve disponibili; dall'altro il valore delle obbligazioni. La somma di capitale e riserve deve essere almeno la metà del valore delle obbligazioni. Ad esempio se la somma di capitale e riserve è di 1.000.000 di euro, si possono emettere obbligazioni fino a 2.000.000 di euro.

Esistono peraltro eccezioni al limite indicato all'emissione di obbligazioni sulle quali è opportuno soffermarsi, anche perché esse presentano analogie con quanto previsto per i titoli di debito nella S.r.l. Anzitutto il limite «può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali» (art. 2412, secondo comma, c.c.). L'eccezione si giustifica con la natura dei soggetti che sottoscrivono le obbligazioni: investitori professionali. L'investitore professionale, diversamente da quello al dettaglio, è esperto dei mercati finanziari ed è in grado di valutare i rischi connessi con gli investimenti. Per questa ragione, se decide d'investire in una società che presenta un rapporto sbilanciato fra mezzi propri e finanziamento esterno, si deve assu-

mere che lo faccia consapevolmente. Dal momento che l'investitore professionale mira a ottenere un guadagno dall'investimento, se è pronto a investire in una società altamente indebitata, deve farsi carico anche delle possibili conseguenze negative.

La seconda ipotesi in cui il legislatore consente il superamento del rapporto di uno a due fra mezzi propri e valore delle obbligazioni si ha nel caso di «emissioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi» (art. 2412, terzo comma, c.c.).

La *ratio* della disposizione è doppia. Da un lato essa intende affrontare il pericolo che corre chi sottoscrive le obbligazioni di non ottenere il pagamento degli interessi e la restituzione del capitale. Questo rischio viene meno se tali pagamenti sono adeguatamente garantiti. La ipoteca su immobili di proprietà della società costituisce una delle garanzie più sicure in assoluto. Nel caso l'emittente non faccia fronte ai propri doveri di pagamento, gli obbligazionisti possono aggredire l'immobile oggetto d'ipoteca, ottenendo la dovuta soddisfazione. Da un altro lato la possibilità d'ipotecare l'immobile consente di evitare che si raggiunga un livello di indebitamento verso terzi eccessivamente elevato.

L'immobile deve essere di proprietà della società e, dunque, concorre a formare il suo patrimonio (messo a disposizione dei soci in occasione della costituzione della società o, successivamente, in sede di aumento del capitale). A fronte dell'indebitamento assunto verso terzi vi è tale patrimonio e ciò impedisce che il rapporto mezzi propri/mezzi di terzi sia eccessivamente sbilanciato verso i mezzi di terzi. Proprio per questa ragione il terzo comma deroga al primo (che prevede come limite generale il doppio del capitale quale limite per l'emissione di obbligazioni): altrimenti gli amministratori della società (nominati dai soci) avrebbero la possibilità di gestire ingenti risorse di terzi rischiando un capitale diverso da quello messo a disposizione dagli azionisti.

La legge specifica poi che «al computo del limite di cui al primo comma concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere» (art. 2412, quarto comma, c.c.). Il capitale sociale e le riserve costituiscono un'importante garanzia per i creditori, fra cui rientrano gli obbligazionisti: questi, al fine di essere certi di ottenere il pagamento degli interessi e la restituzione del capitale inizialmente prestatato, possono fare affidamento su tali risorse. Peraltro la garanzia di cui dispongono gli obbligazionisti sarebbe intaccata se capitale sociale e riser-

ve fossero già destinati a garantire altre obbligazioni. Di conseguenza viene statuito che le garanzie già prestate per obbligazioni di altre società concorrono nel computo del limite entro cui si possono emettere obbligazioni.

Un'eccezione importante ai limiti all'emissione è sancita dal quinto comma dell'art. 2412 c.c., secondo cui «il primo e il secondo comma non si applicano all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati» (art. 2412, quinto comma, c.c.). L'eccezione riguarda il caso delle obbligazioni quotate. Se, oltre alle azioni, vengono quotate anche le obbligazioni, non è necessario rispettare il rapporto sopra esaminato fra mezzi propri e indebitamento. Per la quotazione delle azioni e delle obbligazioni è necessario seguire una procedura che implica certi controlli sulla società emittente. Inoltre le azioni sono dotate di una quotazione ufficiale dei prezzi, e il loro prezzo indica l'andamento - più o meno positivo - della società. L'obbligazionista ha pertanto la possibilità di seguire l'andamento della società mediante l'andamento dei prezzi; nel caso in cui le variazioni non fossero di sua soddisfazione, egli ha la possibilità di cedere le obbligazioni. Il fatto che le obbligazioni sono quotate dovrebbe garantire una certa loro liquidità. Per questo complesso di ragioni il legislatore ritiene non necessario rispettare il rapporto di uno a due fra mezzi propri e obbligazioni.

4. I titoli di debito nella S.r.l.

Oltre che alle obbligazioni, l'art. 58 l.fall. si riferisce ai «titoli di debito». Tale espressione deve intendersi come generica, comprendendo tutti i titoli che incorporano il diritto alla restituzione di una determinata somma prestata alla società (letteralmente, il titolo «di debito» è un titolo che attesta la sussistenza di un debito).

Pur essendo l'espressione «titoli di debito», come utilizzata nell'art. 58 l.fall., generica (e dunque idonea a comprendere fattispecie diverse), ci si vuole qui di seguito soffermare sulla figura dei titoli di debito nella S.r.l., introdotta con la riforma del diritto societario del 2006. Nella S.r.l. non è consentita l'emissione di obbligazioni, ma esiste l'istituto dei titoli di debito che presenta diverse affinità con le obbligazioni di S.p.a. La similitudine economica fra le due figure è evidente, in quanto ambedue consentono alla società di ricorrere a un finanziamento esterno diverso dal canale bancario.

Secondo la previsione legislativa «se l'atto costitutivo lo prevede, la società può emettere titoli di debito. In tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione» (art. 2483, primo comma, c.c.). Anzitutto è necessaria una previsione apposita dell'atto costitutivo, in assenza della quale non è consentita l'emissione di titoli di debito. Bisogna peraltro dire che, qualora non fosse stato originariamente previsto, è sempre possibile modificare successivamente l'atto costitutivo al fine di inserire la clausola che consente l'emissione di titoli di debito. Con riferimento alla competenza, il legislatore lascia facoltà di scelta ai soci, i quali possono determinare nell'atto costitutivo se spetti ai soci medesimi o agli amministratori decidere sull'emissione. Anche con riferimento alle limitazioni quantitative all'emissione, non paiono emergere dal testo della legge dei limiti, essendo rimessa ogni decisione al riguardo all'atto costitutivo (e, successivamente, alla disponibilità dei terzi a effettuare gli investimenti).

Una significativa limitazione all'utilizzabilità dei titoli di debito è data dal fatto che essi «possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali» (art. 2483, secondo comma, c.c.).

Dunque non qualsiasi soggetto giuridico, ma solo determinate categorie possono sottoscrivere i titoli di debito: si tratta degli investitori professionali. L'investitore professionale, diversamente dall'investitore al dettaglio, ha gli strumenti di competenza ed esperienza per valutare in modo appropriato gli investimenti che effettua. In particolare siffatto investitore è in grado di valutare a priori la rischiosità di un investimento. Tale valutazione gli consente alternativamente di evitare gli investimenti che ritiene troppo rischiosi oppure di effettuarli, essendo però pienamente consapevole della loro intrinseca rischiosità. Nel caso degli investitori professionali vi è, in altre parole, formazione consapevole del consenso all'investimento. A queste condizioni il legislatore ammette che si sottoscrivano titoli di debito. Nei confronti invece degli investitori non professionali, l'approccio seguito dalla legge è di estrema prudenza: tali investitori non sono abilitati a investire nella S.r.l. a mezzo titoli di debito. Si deve dunque rilevare una significativa differenza fra la disciplina prevista per le obbligazioni di S.p.a. (che non pone limiti con riguardo alla natura dell'investitore) e quella prevista per i titoli di debito di S.r.l. (che esclude gli investitori non professionali).

Il legislatore non può peraltro fissare un divieto (di sottoscrizione da parte di investitori non professionali) senza determinare le conseguenze della inosservanza di esso. Per tale evenienza la legge stabilisce che «in caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della medesima società» (art. 2483, secondo comma, c.c.). Da questa disposizione si ricava anzitutto che i titoli di debito sono trasferibili.

Tali titoli possono essere trasferiti a investitori professionali oppure a soci della società oppure a terzi. Analizziamo i tre diversi casi.

Nel primo caso, il trasferimento è libero: a un primo investitore professionale se ne sostituisce un secondo. Il nuovo investitore ha la medesima natura professionale del primo: è un soggetto che, essendo competente ed esperto di mercati finanziari, sa bene il tipo di investimento che pone in essere. Se la società dovesse risultare insolvente, perderà - almeno in parte - il valore del proprio investimento.

La legge consente poi il trasferimento dei titoli di debito *anche ai soci*. A un investitore professionale si sostituisce pertanto un socio. Il socio assume così una posizione di finanziatore della società simile a quella che risulterebbe se avesse concesso, fin dall'inizio, un finanziamento alla società. Anche per questa fattispecie il legislatore non vede rischi particolari. Il socio che accetta di assumersi il titolo di debito conosce le caratteristiche della società in cui va a investire ulteriormente sotto forma di titolo di debito. Tale conoscenza deriva proprio dal fatto che ne è socio. Se è, oltre che socio, anche amministratore, gestisce in prima persona la società ed è ovvio che ne conosca bene le caratteristiche. Ma anche se fosse solo socio (e non amministratore), si trova in una posizione privilegiata rispetto ai soggetti esterni, disponendo di un diritto di controllo ai sensi dell'art. 2476, secondo comma, c.c. (10).

Nota:

(10) Sul diritto di controllo nella S.r.l. cfr. anzitutto la monografia di R. Guidotti, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, Milano, 2007. V. inoltre S. Bartolomucci, *Configurazione e portata del diritto di controllo del socio non gestore di s.r.l.*, in *Società*, 2009, 1336 ss.; E. Codazzi, *Il controllo dei soci di s.r.l.: considerazioni sulla derogabilità dell'art. 2476, 2° comma*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 685 ss.; C. Di Bitonto, *In tema di modalità di esercizio del diritto di controllo individuale del socio di S.r.l. ex art. 2476 c.c.*, in *Società*, 2009, 206 ss.; R. Grasso, «*Documenti relativi all'amministrazione e diritto di consultazione del socio di s.r.l. non amministratore*», in *Giur. comm.*, 2007, II, 982 ss.; R. Guidotti, *Ancora sui limiti all'esercizio dei diritti di controllo nella s.r.l.: e sul (pre-presso) diritto di ottenere copia dei documenti*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 218 ss.; M. Menicucci, *Il "contenuto" del controllo del socio* (segue)

Esercitando tale diritto di controllo, può ottenere numerose informazioni sulla società che gli consentono di valutare se sia accettabile o meno investire ulteriormente nella società medesima. Per certi versi similmente a quanto avviene per l'investitore professionale, l'investimento si può considerare consapevole, e così il legislatore non riconosce alcuna particolare tutela al socio.

L'investitore professionale potrebbe però optare per la cessione dei titoli di debito che ha sottoscritto a soggetti che non sono né investitori professionali né soci. *Tali terzi* non godono né dei vantaggi di competenza generica sulla rischiosità degli investimenti (investitori professionali) né dei vantaggi di conoscenza specifica della società (soci). Conseguentemente il legislatore li reputa degni di protezione. La tutela consiste in ciò, che l'investitore professionale che cede il titolo di debito risponde della solvenza della società.

Infine la legge prevede che «la decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso» (art. 2483, terzo comma, c.c.). Al riguardo è ragionevole assumere che la decisione di emissione disponga di ampia libertà.

In particolare - così come può avvenire per le obbligazioni - si potrebbero prevedere titoli di debito postergati (o subordinati), in cui la soddisfazione dei possessori dei medesimi è possibile solo previo soddisfacimento degli altri creditori della società. In tal caso i titoli vengono ammessi al passivo condizionatamente ai sensi dell'art. 55, terzo comma, l.fall. Il credito deve considerarsi condizionale in quanto dipende dal fatto che vengano previamente soddisfatti gli altri creditori. I crediti condizionali sono ammessi al passivo con riserva (art. 96, terzo comma, c.c.). Se si dovesse far luogo a una ripartizione parziale, sarebbe peraltro necessario trattenere e depositare le quote assegnate ai possessori dei titoli di debito postergati, in quanto ammessi al passivo con riserva (art. 113, primo comma, l.fall.). Infine «quando si verifica l'evento che ha determinato l'accoglimento di una domanda con riserva... il giudice delegato modifica lo stato passivo, con decreto, disponendo che la domanda deve intendersi accolta definitivamente» (art. 113bis l.fall.). Nel caso dei titoli di debito postergati l'evento consiste nella soddisfazione degli altri creditori.

5. La dichiarazione di fallimento e l'ammissione al passivo

Le società che hanno emesso obbligazioni o titoli di debito possono incontrare difficoltà finanziarie

fino a giungere all'insolvenza. In un certo senso proprio il fatto di dover ricorrere all'emissione di obbligazioni o titoli di debito è indice delle difficoltà in cui versa l'emittente: altrimenti non vi sarebbe necessità di fare ricorso a finanziamenti esterni. È però del tutto usuale che le imprese ricorrano a meccanismi di finanziamento: l'importante è che il finanziamento sia virtuoso e finalizzato ad accrescere il valore della società che vi fa ricorso. In quest'ottica si genereranno futuri flussi di cassa sufficienti a pagare gli interessi e a restituire il capitale. Talvolta tuttavia, nonostante il finanziamento erogato dai possessori di obbligazioni e titoli di debito, la situazione della società non migliora e si giunge - infine - alla dichiarazione d'insolvenza.

Secondo la nota definizione legislativa «lo stato di insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni» (art. 5, primo comma, l.fall.) (11).

La parola «obbligazioni» usata in questo contesto non va ovviamente confusa con il termine «obbligazioni» di cui all'art. 2410 c.c.: nel primo caso il riferimento è a doveri in senso lato del debitore, nel secondo caso alle obbligazioni societarie. Tuttavia dalle «obbligazioni societarie» (come dai titoli di debito) derivano delle «obbligazioni pure e semplici»: quelle di pagare gli interessi e di restituire il capitale. L'inadempimento che può far ritenere sussistente uno stato d'insolvenza può coincidere proprio con il mancato pagamento degli interessi e del capitale ai possessori di obbligazioni e titoli di debito.

Accertato lo stato d'insolvenza della società, il tribunale dichiara il suo fallimento. Si tratta a questo punto di comprendere cosa accada delle obbligazioni e dei titoli di debito. Il credito vantato dai pos-

Nota:

(segue nota 10)

nella società a responsabilità limitata, in *Giur. comm.*, 2007, II, 160 ss.; A. Pisapia, *Il controllo del socio nella S.r.l.: oggetto, limiti e rimedi*, in *Società*, 2009, 505 ss.; L. Renna, *Il diritto di controllo del socio non amministratore di s.r.l.*, in *Giur. it.*, 2008, 124 ss.; E. Ricciardiello, *L'inerenza del potere gestorio del diritto al controllo del socio non amministratore di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 228 ss.; V. Sangiovanni, *Diritto di controllo del socio e autonomia statutaria*, in *Notariato*, 2008, 671 ss.; V. Sangiovanni, *Il diritto del socio di s.r.l. di estrarre copia dei documenti relativi all'amministrazione*, in *Giur. mer.*, 2008, 2274 ss.; V. Sangiovanni, *Das Kontrollrecht der GmbH-Gesellschafter und die Satzungsautonomie in Italien*, in *GmbHR (GmbH-Rundschau)*, 2008, 978 ss.; F. Torroni, *Note in tema di poteri di controllo del socio nelle s.r.l.*, in *Riv. not.*, 2009, II, 673 ss.

(11) Sul rapporto fra stato d'insolvenza e dichiarazione di fallimento cfr. A. Patti, *La dichiarazione dello stato d'insolvenza e la dichiarazione di fallimento: prassi, questioni dibattute, novità legislative*, in questa *Rivista*, 2001, 245 ss.

essori di obbligazioni e titoli di credito è chirografario e autorizza la soddisfazione di tali creditori solo dopo la soddisfazione dei creditori privilegiati.

Come si è già accennato, la disciplina legislativa in materia di obbligazioni e titoli di debito nel fallimento è scarna, consistendo nell'affermazione che essi sono ammessi al passivo (art. 58 l.fall.).

La domanda di ammissione al passivo è disciplinata in generale dall'art. 93 l.fall.

Secondo la previsione legislativa la domanda «si propone con ricorso da depositare presso la cancelleria del tribunale almeno trenta giorni prima dell'udienza fissata per l'esame dello stato passivo» (art. 93, primo comma, l.fall.).

Il soggetto che deve presentare la domanda è il titolare dell'obbligazione o del titolo di debito. Il ricorso può essere sottoscritto anche personalmente dalla parte (art. 93, secondo comma, l.fall.). Chi possiede anche solo un'obbligazione o un titolo di credito deve pertanto presentare domanda di ammissione al passivo se vuole partecipare alla procedura e ottenere, seppur parziale, soddisfazione.

Secondo la disposizione generale, al ricorso sono allegati i documenti dimostrativi del diritto del creditore (art. 93, sesto comma, l.fall.). Nel caso delle obbligazioni o dei titoli di debito si tratta, di norma, del corrispondente documento cartaceo. Bisogna peraltro evidenziare che le obbligazioni, se negoziate sui mercati regolamentati, sono dematerializzate (in questo senso dispone l'art. 28 d.lgs. n. 213/1998). Ne consegue che chi chiede l'ammissione al passivo non potrà depositare le obbligazioni, ma dovrà preventivamente farsi rilasciare una certificazione del fatto di essere titolare delle obbligazioni. Tale certificazione viene rilasciata dall'intermediario (art. 31 d.lgs. n. 213/1998). La legge prevede in particolare che l'esercizio dei diritti «è attribuita dall'esibizione di certificazioni attestanti la partecipazione al sistema, rilasciate in conformità alle proprie scritture contabili dai depositari e recanti l'indicazione del diritto sociale esercitabile» (art. 85, quarto comma, T.u.f.). La certificazione rilasciata dall'intermediario deve essere allegata alla domanda di ammissione al passivo.

Si accennava sopra al fatto che anche chi è possessore di una sola obbligazione o titolo di credito deve presentare domanda di ammissione al passivo, se non vuole essere escluso dal riparto fallimentare. La legittimazione è dunque in capo al titolare degli strumenti finanziari. Nel caso delle obbligazioni vi è però una previsione speciale secondo cui «il ricorso può essere presentato dal rappresentante comune degli obbligazionisti ai sensi dell'articolo 2418, se-

condo comma, del codice civile, anche per singoli gruppi di creditori» (art. 93, nono comma, l.fall.). Vi sono pertanto due soggetti legittimati a proporre la domanda di ammissione al passivo: il singolo obbligazionista in proprio e il rappresentante comune degli obbligazionisti (non per i singoli obbligazionisti, ma) per gruppi di obbligazionisti.

Con l'art. 93, nono comma, l.fall. si vuole facilitare la presentazione di domande di ammissione al passivo anche da parte di soggetti titolari di un piccolo credito che, considerate le difficoltà tecniche della presentazione della domanda, potrebbero rinunciarvi. Al riguardo si deve riflettere che talvolta le emissioni obbligazionarie comportano la vendita delle obbligazioni a un elevato numero di soggetti, alcuni dei quali - per di più - potrebbero risiedere all'estero. Il fatto che gruppi di obbligazionisti possano essere aiutati dal rappresentante comune nella presentazione della domanda di ammissione al passivo facilita certamente la tutela dei loro diritti.

In generale il ruolo del rappresentante comune degli obbligazionisti è quello di tutelare gli interessi comuni di questi (art. 2418, primo comma, c.c.) ed esso ha la rappresentanza processuale degli obbligazionisti anche nel fallimento (art. 2418, secondo comma, c.c.). Con l'art. 93, nono comma, l.fall. si consente al rappresentante comune di raccogliere le richieste di più creditori (non necessariamente di tutti) e di presentare un'unica domanda di ammissione al passivo. Mentre il rappresentante comune rappresenta di norma la totalità degli obbligazionisti, nel caso in esame viene autorizzato dalla legge a rappresentare anche solo alcuni creditori.

Al fine di presentare la domanda di ammissione al passivo per gruppi di creditori non è necessaria una delibera in tal senso dell'assemblea degli obbligazionisti. A questa conclusione si giunge in considerazione del fatto che tale fattispecie (ammissione al passivo) non rientra fra le competenze dell'assemblea degli obbligazionisti indicate nell'art. 2415, primo comma, c.c. Inoltre proprio il fatto che l'ammissione al passivo possa essere chiesta anche solo «per singoli gruppi di creditori» conduce a ritenere che una deliberazione autorizzativa dell'assemblea degli obbligazionisti non sia necessaria.

In conclusione il rappresentante comune può presentare domanda di ammissione al passivo (non per singoli obbligazionisti, ma) per gruppi di obbligazionisti oppure per la totalità dei medesimi.

6. Il valore ammissibile al passivo

L'ammissione al passivo prescinde dalla data di sca-

denza delle obbligazioni o dei titoli di debito. Il prestito obbligazionario ha una sua durata, che dipende dalle ragioni finanziarie che lo giustificano. In caso d'investimenti a lungo termine, la durata del prestito può essere di diversi anni.

Si supponga che il termine per la restituzione del prestito ammonti a 10 anni. L'insolvenza può naturalmente subentrare prima di tale termine, in un momento in cui le obbligazioni non sono ancora scadute (si supponga dopo 5 anni). Ciò nonostante il legislatore, comprensibilmente, consente che abbia luogo l'ammissione al passivo. Dovendosi realizzare la *par condicio* dei creditori e dovendosi liquidare immediatamente l'intero attivo fallimentare al fine di soddisfare - nella misura possibile - i creditori, non si può fare altro che "fingere" che le obbligazioni siano già scadute e ammetterle al passivo. La soluzione alternativa (quella di ritenere che si debba aspettare la scadenza delle obbligazioni) sarebbe impraticabile in un contesto come quello del fallimento, in cui tutte le posizioni debitorie e creditorie della società devono essere trattate unitariamente e celermente.

Il ragionamento appena svolto del resto altro non è che applicazione del principio sancito dall'art. 55, secondo comma, l.fall. al contesto particolare delle obbligazioni e dei titoli di debito: secondo tale disposizione «i debiti pecuniari del fallito si considerano scaduti, agli effetti del concorso, alla data di dichiarazione del fallimento». Come detto, non è vi alcuna alternativa ragionevole a questo principio, se vi vuole assicurare efficienza al procedimento fallimentare. Il debito della società nei confronti dell'obbligazionista è senz'altro un debito pecuniario.

La legge determina la misura in cui obbligazioni e titoli di debito sono ammessi al passivo: l'ammissione avviene *per il valore nominale*. L'art. 2414 c.c. disciplina il contenuto delle obbligazioni, prevedendo che i titoli obbligazionari indichino - fra le altre cose - «il valore nominale di ciascun titolo». Nel caso dei titoli di debito della S.r.l. non vi è una disposizione così specifica; spetta alla decisione di emissione determinare il loro valore nominale.

Il fatto che le obbligazioni debbano avere un valore nominale (e vengano ammesse al passivo per tale valore) non significa che chi le sottoscrive debba necessariamente pagare il medesimo importo. Volendo fare un esempio, si supponga che vengano emesse 1.000 obbligazioni (oppure titoli di debito) del valore nominale di 1.000 euro ciascuna, per un valore nominale complessivo di 1.000.000 di euro. L'importo effettivamente pagato originariamente può essere diverso (si tratta del «prezzo di emissio-

ne», non necessariamente coincidente con il valore nominale). In particolare può darsi uno sconto di emissione, quando l'importo pagato dall'obbligazionista è inferiore al valore nominale: nell'esempio fatto si potrebbe supporre che le obbligazioni vengano vendute a 990 euro ciascuna pur avendo un valore nominale di 1.000 euro (e, dunque, incorporando uno sconto dell'1%). Il fatto che il valore nominale sia più alto del prezzo di emissione implica che l'obbligazionista otterrà, in sede di restituzione del capitale, una somma maggiore di quella originariamente pagata (1.000 euro al posto di 990 euro).

La possibilità che vi sia difformità fra il valore nominale e il prezzo di emissione si riflette in sede di ammissione al passivo: questa va chiesta per il valore nominale (anche se più alto). Viceversa si deve ritenere che non sia consentito chiedere l'ammissione al passivo di un importo inferiore al valore nominale.

Se è vero che l'ammissione al passivo avviene al valore nominale, bisogna tuttavia notare che la legge prescrive che, a tale valore, vengano detratti i rimborsi già effettuati. L'espressione «rimborso» non è a dire il vero univoca, in quanto le obbligazioni e i titoli di debito incorporano il diritto a due tipologie di pagamenti: il capitale e gli interessi.

Se l'operazione è strutturata nel senso che il rimborso del capitale avviene in un'unica soluzione alla fine, il problema non si pone: l'ammissione al passivo avviene per il mero valore nominale e non si verificano detrazioni.

La situazione si complica quando è prevista, già nel corso della durata del prestito obbligazionario, la restituzione progressiva del capitale: fin dalla prima rata ogni rimborso incorpora (oltre agli interessi) una quota di capitale. In un sistema del genere vi è rimborso del capitale già durante il prestito, e mi pare che ne consegua che il valore nominale delle obbligazioni o titoli di debito si riduce nella misura in cui il capitale viene progressivamente rimborsato. Dal punto di vista pratico si dovrà dunque distinguere fra la quota di capitale e la quota di interessi che viene restituita con ogni rata. Decisivo al riguardo è il regolamento del prestito obbligazionario che dovrebbe disciplinare anche tali aspetti. Al riguardo si noti che la legge esige che i titoli obbligazionari indichino, fra le altre cose, «il modo di pagamento e di rimborso» (art. 2414, n. 6, c.c.). Dovrebbe pertanto essere pre-determinato in che misura i pagamenti sono imputabili al capitale e in che misura agli interessi. In assenza di accordi sul punto opera la disposizione generale dell'art. 1194, secondo comma, c.c., ai sensi della quale «il paga-

mento fatto in conto di capitale e interessi deve essere imputato prima agli interessi» (12).

Un discorso diverso va fatto per gli interessi.

La società, in condizioni normali (non fallimentari), dovrebbe pagare gli interessi ai titolari di obbligazioni e titoli di debito. L'art. 58 l.fall. limita però l'ammissione al passivo al valore nominale e il valore nominale non comprende gli interessi (al più esso può comprendere un premio implicito, nel caso il valore nominale sia superiore al prezzo di emissione). La disposizione in esame va correlata con la regola generale dell'art. 55, primo comma, c.c., secondo cui «la dichiarazione di fallimento sospende il corso degli interessi convenzionali o legali, agli effetti del concorso, fino alla chiusura del fallimento, a meno che i crediti non siano garantiti da ipoteca, da pegno o da privilegio». Ne consegue che dalla dichiarazione di fallimento vi è sospensione del corso degli interessi. Normalmente i creditori possono però chiedere gli interessi maturati prima della dichiarazione del fallimento.

Nel caso delle obbligazioni e dei titoli di debito, la posizione dei creditori è invece aggravata dal fatto che possono chiedere l'ammissione solo per il valore nominale dei titoli (con esclusione degli interessi).

Dunque: 1) in generale, non decorrono più gli interessi una volta dichiarato il fallimento; 2) inoltre i possessori di obbligazioni e titoli di debito non sono comunque ammessi a chiedere gli interessi, ma solo il valore nominale.

Bisogna però dire che il danno per i possessori di obbligazioni e titoli di debito di norma è limitato in quanto essi incassano gli interessi già in pendenza del rapporto obbligazionario. Gli interessi maturati sono già stati incassati; quelli futuri non potranno esserlo in quanto la legge limita la soddisfazione dei possessori di obbligazioni e titoli di debito al valore nominale.

7. Il premio da estrarre a sorte

Infine una disposizione particolare è dettata per il caso di premio da estrarre a sorte.

Può capitare che le obbligazioni o i titoli di debito prevedano, oltre alla restituzione del capitale e al pagamento degli interessi (obbligazioni per così dire «tipiche» della società), l'assegnazione di un «premio». Con questa espressione ci si riferisce al fatto che sono previsti dei meccanismi in forza dei quali il fatto di avere prestato del danaro alla società viene remunerato in misura ulteriore rispetto al pagamento degli interessi.

La funzione del premio è quella di rendere particolarmente appetibili le obbligazioni o i titoli di credito, promuovendone la sottoscrizione.

Esistono diversi meccanismi con i quali tali premi possono essere assegnati. Generalmente però il premio non viene riconosciuto a tutti i titolari di strumenti finanziari, ma solo ad alcuni di essi. Lo stesso termine «premio», del resto, pare indicare - dal punto di vista lessicale - che si tratta di un'attribuzione patrimoniale non destinata a tutti, ma ad alcuni soltanto.

Inoltre la legge si occupa solo dei premi estratti a sorte. Se ne può ricavare che quando i premi vengono assegnati in altro modo non si applica il disposto della parte finale dell'art. 58 l.fall. In altre parole il legislatore interviene con una disciplina speciale solo quando il premio è caratterizzato da aleatorietà. La legge non gradisce che, in un contesto - come quello fallimentare - in cui è probabile che i creditori verranno soddisfatti solo in parte, alcuni di essi vengano avvantaggiati senza alcun merito a scapito degli altri. La situazione è diversa se la società non è insolvente: essa soddisfa le obbligazioni principali cui è tenuta (restituzione del capitale + pagamento degli interessi) e nulla osta che possa decidere di «premiare» - anche solo aleatoriamente - alcuni dei possessori di obbligazioni e titoli di debito.

Per il caso in cui sia previsto un premio da estrarre a sorte, la legge fallimentare prevede che «il suo valore attualizzato viene distribuito tra tutti i titoli che hanno diritto al sorteggio».

La legge prevede dunque due distinti passaggi: in un primo momento l'attualizzazione del valore, poi la distribuzione del premio.

Con riferimento all'*attualizzazione*, diversamente da quanto avviene per il valore nominale di obbligazioni e titoli di debito, per il premio si procede - appunto - a un'attualizzazione del suo valore. Si supponga che il premio corrisponda al 2% del valore delle obbligazioni o titoli di debito e che l'insolvenza avvenga dopo cinque anni dall'emissione. Il valore dei titoli va attualizzato tenendo conto del decorso di tale lasso di tempo. L'attualizzazione serve dunque a combattere il fenomeno della svalutazione che riduce il valore del premio (nonché, più in generale, delle obbligazioni e dei titoli di credito). La legge non indica però in che modo debba essere

Nota:

(12) I. Arcuri, *Il pagamento degli interessi cedolari su obbligazioni emesse da società quotate e non quotate in sede di riparto fallimentare. Profili civili e fiscali*, in *Riv. dott. comm.*, 2008, 100 s.

effettuata l'attualizzazione. In assenza di indicazioni specifiche, l'attualizzazione dovrebbe avvenire mediante applicazione del saggio di interessi legali (art. 1284 c.c.).

Con riguardo alla *distribuzione* del premio, la legge prevede che non venga effettuato alcun sorteggio, ma esso (nella misura attualizzata) "si spalma" fra tutti i titoli che hanno diritto al sorteggio. In questo modo si attua la *par condicio* dei creditori, evitando di premiarne - aleatoriamente - alcuni a scapito degli altri. La soluzione appare equa in un contesto, come quello fallimentare, in cui i creditori vengono soddisfatti solo parzialmente. Un conto è la situazione ordinaria di vita della società in cui tutti i creditori vengono soddisfatti (e alcuni di essi ricevono un premio aggiuntivo, che però non incide negativamente sulla soddisfazione degli altri creditori). Un altro conto è la situazione straordinaria del fallimento in cui i creditori vengono soddisfatti parzialmente e appare conseguentemente iniquo premiare solo alcuni di essi sulla base della mera aleatorietà.

8. Le particolarità di alcuni tipi di obbligazioni

Si è accennato sopra al fatto che esistono diverse tipologie di obbligazioni. Alcune di esse meritano particolare attenzione, per il particolare trattamento di cui sono oggetto in sede fallimentare.

Le *obbligazioni postergate* (o «subordinate») sono previste dall'art. 2411, primo comma, c.c., secondo cui «il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società». Di tale circostanza si deve dare atto nello stesso titolo obbligazionario, il quale - fra le altre cose - deve indicare «l'eventuale subordinazione dei diritti degli obbligazionisti a quelli di altri creditori della società» (art. 2414, n. 6, c.c.). Le obbligazioni postergate creano dunque una gerarchia dei creditori, prevedendo che gli altri creditori della società debbano essere soddisfatti prima degli obbligazionisti postergati.

L'art. 2411, primo comma, c.c. sulla obbligazioni postergate si applica nel contesto della liquidazione ordinaria della società: gli obbligazionisti subordinati non possono essere soddisfatti se prima non è garantito il soddisfacimento degli altri creditori. La norma opera però anche in sede fallimentare. Ne consegue che nel fallimento gli obbligazionisti postergati verranno soddisfatti dopo la soddisfazione degli altri creditori. Può ovviamente capitare che

non esistano le risorse sufficienti per soddisfare tali obbligazionisti.

Il credito degli obbligazionisti postergati è un credito condizionale ai sensi dell'art. 55, terzo comma, l.fall., a cui si applicano le disposizioni speciali (gli artt. 96, 113 e 113bis l.fall.) esaminate sopra.

L'art. 58 l.fall. si applica anche alle *obbligazioni convertibili*. Secondo l'art. 2420bis, primo comma, c.c., «l'assemblea straordinaria può deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni, determinando il rapporto di cambio e il periodo e le modalità della conversione». Le obbligazioni convertibili sono obbligazioni particolari caratterizzate dal fatto di consentire all'obbligazionista di ottenere la conversione delle obbligazioni in azioni. Tali obbligazioni incorporano pertanto un diritto di opzione, esercitando il quale l'obbligazionista diventa azionista. Con la conversione il rapporto si modifica da rapporto di credito in partecipazione al capitale della società. I mezzi messi a disposizione dell'obbligazionista per l'esercizio dell'attività imprenditoriale cessano di essere mezzi di terzi per divenire mezzi propri della società.

Appare decisivo il momento in cui si verifica il fallimento. Se il fallimento si verifica dopo la conversione delle obbligazioni in azioni, l'obbligazionista non esiste più (è diventato azionista) e non può chiedere l'ammissione al passivo in tale veste. Il soggetto che partecipa al procedimento fallimentare è un mero azionista, il quale verrà soddisfatto solo dopo che sono stati soddisfatti tutti i creditori.

Se invece il fallimento si verifica prima della conversione delle obbligazioni in azioni, il soggetto creditore che subisce il fallimento è ancora l'obbligazionista. Questi dovrà, come qualsiasi altro obbligazionista, chiedere l'ammissione al passivo. L'obbligazionista, una volta dichiarato il fallimento, non può più chiedere la conversione delle obbligazioni in azioni. D'altra parte tale richiesta sarebbe contraria ai suoi interessi, in quanto consisterebbe nella sostituzione di un titolo di credito con un titolo di partecipazione al capitale della società: è più probabile ottenere soddisfazione (seppure limitata a un certo livello percentuale) per un creditore che per un socio.