

Maurizio Sciuto

RECENSIONE A
DANIELE VATTERMOLI
**CREDITI SUBORDINATI
E CONCORSO TRA CREDITORI**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

DANIELE VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori* (con Prologo di Angel Rojo), Milano, Giuffrè, 2012, pp. XIII-487.

1. — Le « forme » che la subordinazione dei crediti — e cioè il vincolo giuridico che obbliga il debitore a non soddisfare un certo credito (*junior*) fino a quando non ne sia stato soddisfatto un altro, ovvero tutti gli altri, a lui imputabili (*seniores*) — sono talmente numerose e varie, nell'esperienza degli affari e delle legislazioni dei paesi più avanzati, da rappresentare un « arcipelago » la cui estensione e complessità rende sorprendente, e per certi aspetti « assordante », il silenzio quasi totale che il nostro legislatore serba sulla complessiva materia. La ricca monografia di Daniele Vattermoli costituisce, grazie anche all'ampissima indagine comparatistica, uno dei massimi e più riusciti tentativi, nella nostra letteratura, volti a censire ed ordinare l'intera materia; nonché, poi, ad enuclearne i principi fondamentali da cui ricavare le *regulae juris* applicabili alle molte questioni che, inevitabilmente, anche nella nostra esperienza emergono, pur a dispetto delle molteplici lacune normative (che, anzi, per tal via risultano spesso colmate).

2. — Nella parte introduttiva del suo lavoro, per certi aspetti la più densa, l'a. individua, evidenziando le coppie più rilevanti, le principali distinzioni interne al *genus*. Quelle che, anche guardando al prosieguo della trattazione, risultano più importanti sono: (i) quella fondata sulla fonte del vincolo di subordinazione, che potrà essere la legge o il contratto, dando allora vita alla subordinazione legale (o involontaria) ovvero, rispettivamente, convenzionale (o volontaria); coppia alla quale devesi poi aggiungere un terzo esemplare, per vero assente nel nostro sistema eppure rintracciabile altrove, costituito dalla subordinazione « giudiziale », disposta cioè in via pretoria (così negli USA); e poi (ii) quella fondata sul perimetro dei crediti *seniores*, che se saranno tutti quelli riferibili al debitore comune daranno vita ad una subordinazione assoluta, detta anche generale o universale (e che solitamente è anche involontaria); mentre se sarà soltanto uno, o alcuni, ad una subordinazione *relativa*, detta anche particolare, o specifica (e che di solito è anche convenzionale).

Ma la subordinazione può anche qualificarsi, sotto altro rispetto, condizionata, « scattando » soltanto al verificarsi di un certo evento (c.d. *trigger event*), ovvero incondizionata, vincolando sin da subito il debitore a non pagare lo *junior* prima che sia soddisfatto il *senior*. Può poi afferire all'intero credito o solo a una sua parte (magari la quota interessi), ed allora essere totale o parziale. E, se convenzionale, essere frutto di un accordo concluso solo fra debitore e creditore, ovvero solo fra più creditori (c.d. *intercreditor agreement*), ed allora essere bilaterale; ovvero coinvolgere il debitore e i creditori su cui il vincolo si riflette, ed allora essere plurilaterale.

Può poi essere — e qui già si apprezza un tema che condiziona l'architettura dell'intera opera — extraconcorsuale, consentendo al debitore di opporre in ogni momento allo *junior* il mancato soddisfacimento del *senior*. Il che, contrariamente a quanto ritiene la maggioritaria dottrina nostrana, non dev'essere inteso quale « condizione » apposta al credito, ma solo quale clausola che, differendo l'adempimento, incide sul termine del credito (che però è certo nell'*an*) e dunque sulla sua esigibilità. Inquadramento, questo, che comporta conseguenze pratiche significative: si pensi così, qualora si apra un concorso e le scadenze si abbiano quindi per maturate, al trattamento del credito subordinato non già quale credito condizionale (senza dunque la necessità di accantonamenti), ma quale credito concorrente al pari degli altri, benché postergato in fase distributiva.

Spesso però — ed anzi per lo più — la postergazione risulta essere concorsuale, operando cioè soltanto se e a partire da quando si apra una procedura concorsuale a carico del debitore. In tal caso, se la subordinazione è assoluta, il credito subordinato risulterà postergato, nella distribuzione dell'attivo, rispetto a tutti gli altri poziori: così incidendosi sullo stesso ordine di graduazione dei crediti secondo un meccanismo che, a ben vedere, si rivela analogo e simmetrico a quello per cui, in senso opposto, le cause legittime di prelazione « elevano » taluni crediti a rango antergato rispetto ai chirografi. In questa prospettiva, allora, può ben dirsi, ed anzi con particolare efficacia descrittiva, che la subordinazione opererà quale « antiprivilegio » (o « ipoprivilegio »).

Quando invece la subordinazione concorsuale sia relativa, e cioè operante solo a favore di taluni crediti, un generale arretramento di rango finirebbe ingiustamente per beneficiare anche i creditori che non dovrebbero goderne. La soluzione operativa più acconcia, in tal caso, sarà allora — secondo indicazioni che l'a. trae mettendo a frutto l'ampia indagine comparatistica — quello di mantenere bensì al credito il suo naturale rango, e tuttavia — per mantenere al contempo il beneficio del *senior* — applicando in sede di riparto il c.d. *double dividend system*: lo *junior*, cioè, andrà trattato secondo il suo rango naturale (chirografario, ma al limite anche privilegiato); e tuttavia, quanto da esso ottenuto in sede di riparto dovrà essere rivolto a vantaggio del *senior* sino a sua completa soddisfazione.

Può darsi poi il caso che un credito, che « nasca » o che diventi postergato in via assoluta, si trovi altresì nella condizione di godere, per legge o per convenzione anteriore, di una certa causa di prelazione: così generandosi un'antinomia che reclama una soluzione, essendo evidente che gli *status* di subordinato e quello di privilegiato rappresentano « gradi » antipodici, e pertanto giuridicamente ma già logicamente incompatibili. In questo caso dovrà allora ritenersi che sia la subordinazione a prevalere sulla prelazione, non potendo che esser questo il senso della postergazione, che sia imposta dalla legge o pattuita fra le parti. Se però la subordinazione fosse soltanto relativa, è chiaro invece, secondo quanto poc'anzi ricordato, che vi sarà interesse e senso a che il privilegio continui ad operare, benché a beneficio del solo *senior*, secondo il meccanismo del doppio dividendo sopra descritto: quanto ottenuto grazie al privilegio, dunque, sarà rivolto a beneficio del *senior*.

Altra questione che in principio può porsi, come talora si è posta, e che per la sua rilevanza generale e preliminare diventa inevitabile affrontare se se si vogliono analizzare i rapporti fra subordinazione e concorso dei creditori, è quella della sua compatibilità con il principio generale della *par condicio*. Ci si può infatti chiedere — come talora si è fatto — se l'operatività del principio della *par condicio* posta dall'art. 2741 c.c. possa essere limitata o neutralizzata pur al di là del caso in cui operi una delle cause legali di prelazione previste dallo stesso art. 2741 c.c., ovvero se questa ipotesi, essendo l'unica prevista dalla legge, escluda altre deroghe al principio generale. A ben vedere, tuttavia, si tratta di uno pseudo-problema. Già a tutta prima potrebbe infatti notarsi come l'operare della subordinazione realizzi una vicenda per certi aspetti analoga a quella di una rinuncia al privilegio, della cui ammissibilità certo nessuno dubiterebbe. Ma, più in generale, deve rilevarsi (come sempre più sovente avviene, pur lamentandone i sempre più ristretti margini di applicazione concreta) che la *par condicio* è una regola residuale di distribuzione dell'attivo, la cui operatività risulta però condizionata, pregiudizialmente e a monte, dalla perdurante operatività, anche all'interno del concorso, delle condizioni che già prima e fuori di esso impongono un trattamento differente dei crediti anteriori. Da questo punto di vista, occorre constatare come i principi e le regole concorsuali restino neutrali rispetto alla « questione distributiva ». E del resto, che la posizione

assunta *ex ante* dal creditore possa e debba essere confermata anche in seno alla procedura, risulta confermato anche dalle poche ipotesi tipizzate dalla legge, come ad esempio quella prevista per le obbligazioni subordinate previste dall'art. 2411, comma 2°, c.c.

Quando all'interno di una procedura concorsuale operi una postergazione assoluta, dunque, si subisce (o si accetta) l'arretramento ad un certo rango, e soltanto dopo che si sia assestato in tal modo l'ordine di graduazione dei crediti, potrà operare, all'interno dei diversi ranghi, la *par condicio*. Deve così concludersi che la nostra « reticente » legge (l'art. 2741 c.c., nel caso di specie) è da interpretarsi come se fra le eccezioni al principio della *par condicio* essa prevedesse, oltre alle cause di prelazione (per così dire verso l'alto), anche (verso il basso) le ipotesi di postergazione, volontaria o involontaria che sia. Scelta, questa, che trova del resto piena conferma, e nessuna eccezione, nell'amplessimo panorama comparatistico, di *common law* e di *civil law*, anche sotto questo rispetto esaminato.

E in ultimo, fra le problematiche di rilevanza generale, se ne delinea una legata alle dinamiche circolatorie del credito subordinato, dunque dell'eventuale efficacia esterna del meccanismo subordinativo: *quid*, quando il credito venga ceduto dallo *junior* ad un terzo? Ora, se si tratti di subordinazione legale, è la fonte stessa che sembra « marcare » *ab origine* il credito, imprimendogli uno statuto che non potrà essere neutralizzato da un qualsiasi accordo fra privati. Se invece la fonte sia puramente convenzionale, allora sarà il contratto a condizionare la persistenza, o meno, del meccanismo subordinativo, tanto più se esso impegni direttamente il debitore e non sia oggetto, invece, di un mero *intercreditor agreement*.

3. — Le fattispecie di subordinazione legale, o involontaria, presenti nel nostro ordinamento sono ben poche, molte meno di quante possono riscontrarsene in altre esperienze giuridiche, pur vicine alla nostra. L'ipotesi principale, nel nostro ordinamento, è quella dei c.d. « finanziamenti soci » nella s.r.l. prevista dall'art. 2467 c.c. (insieme a quella, assimilata, prevista dall'art. 2497-*quinquies* c.c., in materia di finanziamento infragruppo).

Si tratta di fattispecie che, in quanto tipizzata, risulta ampiamente indagata nella nostra recente letteratura, anche se raramente nel quadro del più generale sistema dei crediti subordinati, come invece l'a. fa muovendo innanzitutto da una rassegna delle diverse soluzioni che, nell'esperienza straniera, si trovano ad oscillare fra « riqualificazione » e « postergazione » del finanziamento soci (potendosi in particolare riscontrare un influsso dominante dell'esperienza renana sul nostro legislatore). Quella prevista dall'art. 2467 c.c., è, secondo l'a. (insieme ad una parte significativa della nostra dottrina), una postergazione concorsuale, destinata cioè ad operare solamente a séguito dell'apertura della procedura fallimentare, e certamente iscrivibile fra i mezzi di reintegrazione della massa attiva, pur se con uno statuto *sui generis*, in buona misura avvicicabile all'inefficacia *ex lege* dei pagamenti anticipati *ex art. 65 l. fall.* (operando *ex lege* e per pagamenti) e solo in minor parte accostabile alla revocabilità degli atti anormali di gestione prevista dall'art. 67 l. fall. (con cui condivide il termine, ma non la necessità del presupposto soggettivo, dovendosi altresì escludere l'operatività del relativo regime di esenzioni). Essa ha carattere assoluto, a prescindere dall'esistenza e dall'individuazione di creditori danneggiati, è totale, e — applicando il criterio generale già innanzi focalizzato — in caso di circolazione opera anche nei confronti del cessionario. Più che uno strumento a tutela di singoli creditori, o di sanzione verso il socio che sfrutti un vantaggio informativo, pertanto, essa deve intendersi come un più generale strumento di correzione dell'ingiusta esternalizzazione del rischio di impresa a favore

di chi, comunque, si trovi in condizione di godere anche dell'eventuale risultato positivo di quel rischio, appropriandosi degli eventuali utili.

La subordinazione involontaria svolge dunque una finalità redistributiva, analogamente a quanto avviene, all'estremo opposto della scala dei crediti, per effetto delle cause di prelazione di origine legale: in entrambi i casi ne deriva infatti uno spostamento di « valore » da un credito (appartenente ad una tipologia ritenuta meno meritevole) ad un altro, realizzando così gli effetti di quella condotta che la società avrebbe dovuto tenere, se avesse operato « correttamente ».

Funzione, questa, che allora dovrebbe comportare, almeno secondo ragione, l'applicazione del medesimo regime anche ai finanziamenti (di tutti i) soci di s.p.a., a prescindere dal loro profilo di « socio imprenditore », o del fatto che profitino di particolari vantaggi informativi. Sennonché, *de jure condito* e in mancanza di una norma *ad hoc*, neppure può negarsi che quella posta dall'art. 2467 c.c., è norma che, incidendo su diritti soggettivi, difficilmente può ritenersi applicabile, per via analogica o estensiva, ad una fattispecie non espressamente regolata.

Altra ipotesi, seppur meno evidente, di postergazione legale è poi quella — raramente avvertita in tale prospettiva — dell'art. 62 l. fall. (creditore di più coobbligati parzialmente soddisfatto), che infatti prevede l'operatività del c.d. *double dividend system*, così realizzando (*ex lege*), quantomeno *quoad effectum*, il tipico meccanismo di subordinazione (in tal caso *relativa*, ma pur sempre involontaria) fra i creditori del fallito, e in particolare fra quello coobbligato col fallito, che assume la veste di postergato, e quello creditore di entrambi, beneficiario della postergazione.

Le ipotesi appena considerate perimetrano l'*hortus conclusus* del nostro ordinamento. E tuttavia uno sguardo al panorama comparatistico rivela una ricchissima tipologia di subordinazione legale, essenzialmente concorsuale. Possono allora venire in questione i crediti per sanzione (che andrebbero postergati per non far ricadere ingiustamente il peso della sanzione sui creditori); quelli per interessi maturati durante il concorso; quelli dei soggetti « specialmente relazionati » con il debitore; quelli per danni connessi ad operazioni di sottoscrizione/o vendita di strumenti finanziari; e poi i casi — pur contemplati nel nostro ordinamento, ma in diversa prospettiva — dei crediti tardivi, di quelli derivanti dall'inefficacia di atti a titolo gratuito, di quelli spettanti al terzo revocato (in mala fede).

4. — Oltre che legale (o, in altri ordinamenti, giudiziale, che pure è involontaria), la subordinazione dei crediti può essere, come detto in premessa, convenzionale o volontaria. Gli accordi di subordinazione sono generalmente compatibili con l'ordinamento concorsuale, ed anche se la legge solo sporadicamente se ne occupa, amplissimo, e risalente nella prassi, è il ricorso che ad essi si fa, proprio nella prospettiva della sottoposizione del debitore ad una procedura concorsuale. Del perché si ricorra a questo genere di accordi si può cercare risposta innanzitutto in alcune teorie economiche sulla struttura finanziaria ottimale di un'impresa. Tuttavia — conclude l'a. con un sano scetticismo — quella della struttura finanziaria ottimale resta un *puzzle* composto da troppe variabili per addivenire a risultati certi, o almeno sufficientemente costanti da consentire un utile grado di prevedibilità nel caso specifico. Quel che soltanto può dirsi, limitandosi ai prestiti assistiti da clausola di subordinazione, è che essi possono svolgere un'importante funzione per un'impresa in stato di crisi finanziaria: in primo luogo, ed è ovvio, perché contribuiscono a rafforzare, in termini relativi, i crediti preesistenti; ma poi anche perché finiscono col ribaltare i costi di monitoraggio del debitore sui soli creditori subordinati (che infatti spesso risultano essere investitori professionali); ed infine anche perché essi, pretendendo un maggior tasso di interesse a fronte del

maggior rischio, contengono la propensione all'indebitamento dell'imprenditore, e quindi il suo *moral hazard*.

Una tale utilità, dunque su diversi fronti, pare essere stata percepita, oltre che dalla prassi, anche dal legislatore italiano quando, nella riforma societaria di dieci anni fa, ha previsto (in primo luogo e tipicamente, all'art. 2411 c.c., e più di recente all'art. 34 della l. n. 134 del 2012) specifiche forme di finanziamento che si avvalevano di strumenti finanziari (correttamente inquadrati dall'autore come « di debito », e dunque da iscriversi fra le passività reali) il cui rimborso possa essere subordinato rispetto a tutti o ad alcuni degli altri creditori sociali. Subordinazione volontaria, questa, che potrà allora atteggiarsi — in particolare — come assoluta o relativa, concorsuale o extraconcorsuale, totale o parziale.

Ma un'articolata regolamentazione legale della subordinazione convenzionale si ravvisa altresì, seppure solo a livello di « ordinamento di settore », con riferimento alle imprese bancarie (per le quali anzi l'esperienza è più risalente, spesso fungendo da laboratorio per soluzioni che poi diventano di uso o diritto comune), assicurative e finanziarie: secondo una varietà di strumenti, in buona parte considerati dalla normativa regolamentare di settore, di cui l'a., sempre nella prevalente ottica del sistema della subordinazione, fornisce un'analitica rassegna.

Oltre che nelle ipotesi appena considerate, e verificabili nel corso della normale operatività dell'impresa (finanza ordinaria), i crediti subordinati possono poi operare come strumenti di « finanza straordinaria », per la realizzazione di operazioni, dette appunto straordinarie, volte al superamento di particolari condizioni di tensione o comunque di fabbisogno finanziario: operazioni di *leveraged buy out*, di cartolarizzazione, di *project finance*, di partenariato pubblico-privato. In tali casi, spesso, la subordinazione viene pattuita come relativa e soggettiva, volta ad apprestare una sorta di garanzia per singoli i creditori *seniores* mediante il meccanismo del c.d. doppio dividendo, e così promettendo, in caso di insolvenza, una sorta di cessione di riparti endoconcorsuali. In questo quadro si iscrive anche la c.d. *mezzanine finance*, nella quale appunto i creditori subordinati vengono ad occupare una posizione intermedia nella struttura finanziaria dell'impresa finanziata, compresa fra debito *senior* e capitale dell'impresa finanziata. E ciò, come detto, sia per realizzare operazioni di LBO o di *project finance*, soprattutto da parte di operatori di *private equity*; sia, e soprattutto, per tentare una soluzione della crisi di impresa, allorché il creditore veda il proprio credito, magari originariamente privilegiato, arretrare a subordinato. Ma ciò, beninteso, sempre col consenso del creditore, non potendo una tale subordinazione venire imposta a maggioranza, pur all'interno di un percorso concordatario, stante il divieto di alterare l'ordine delle cause di prelazione, fra cui, come già rilevato, anche il grado dei subordinati merita di essere computato. Tale è la rilevanza della pattuizione di prestiti subordinati, che proprio da ultimo essa è stata oggetto di espressa considerazione legislativa nell'art. 182-*quinquies* l. fall., che come noto consente di pagare crediti anteriori all'apertura del concorso anche senza autorizzazione del tribunale, se allo scopo vengano impiegate risorse tratte (tra l'altro) da finanziamenti subordinati.

Volendo trarre delle conclusioni sulla funzione della subordinazione volontaria sul mercato del credito, dovrà allora dirsi che — così come la subordinazione legale opera sullo stesso piano, anche se in senso inverso, alle cause legali di prelazione (in quel caso, come visto, con funzione redistributiva del valore del credito) — quella convenzionale opera analogamente, ma inversamente, alle cause di prelazione di origine convenzionale: consentendo, al pari di queste ultime, di ottenere finanziamenti altrimenti « impossibili » da parte del beneficiario. Permettendo così di incrementare, insieme ai complessivi mezzi finanziari a disposizione del debitore, le sue stesse *chances* di sfuggire all'insolvenza e così di portare a

termine i progetti imprenditoriali intrapresi, traendone quanto necessario a rimborsare tutti i debiti assunti.

5. — Nella seconda parte della monografia — quella più ricca di risultati applicativi — l'a. si occupa della posizione e del trattamento dei crediti subordinati in ambito concorsuale, ricavando per via interpretativa — a muovere dai principi generali enucleati nella parte introduttiva e guardando alle soluzioni adottate in altri ordinamenti — molte risposte, originali e convincenti, a problemi applicativi sui quali la nostra legge fallimentare tace.

L'esperienza di altri ordinamenti, invece, offre una disciplina *ad hoc* molto ricca, riflettendo il largo rilievo che la materia assume nella prassi. Una considerazione sinottica di tali esperienze consente di ricavarne alcune costanti: nessun ordinamento contiene una disciplina specifica della postergazione relativa; la subordinazione assoluta, invece, viene costantemente disciplinata in termini di arretramento di rango; i subordinati sono, per lo più, ritenuti crediti concorsuali e ammessi a proporre istanza per l'apertura della procedura e a parteciparvi, benché normalmente marginalizzati quanto al loro ruolo decisionale, e per lo più esclusi dal voto. L'articolazione delle fattispecie di subordinazione legale, invece, risulta molto ampia, eppure discordante, nelle diverse legislazioni, sia quanto alla gerarchia adottata (e dunque quanto alla stessa scala assiologia « percepita » a monte), sia — e persino — quanto alla stessa relazione fra subordinazione volontaria e involontaria.

Alla ricerca di uno statuto legale (evidentemente implicito) dei crediti subordinati nel sistema concorsuale italiano, l'a. muove dall'esposizione e dalla condivisione della c.d. *residual owner doctrine*, e dal ruolo che in questa prospettiva gioca il concetto di « valore relativo » dei crediti: quello che cioè che esprime il suo effettivo valore tenendo conto sia, sul piano quantitativo, della generale falcidia concorsuale, sia, su un piano qualitativo, dell'arretramento che il credito è destinato a subire, nella distribuzione della massa attiva, per effetto della graduazione. Tener conto di tali fattori conduce a prendere atto che il « valore relativo » del credito subordinato (almeno quando lo sia assolutamente) è spesso pari o prossimo allo zero, giustificandone una considerazione ridotta, allora, anche in termini di potere « amministrativo » (molto prossimo a quello, anch'esso tendenzialmente nullo, riservato agli aventi diritto alla restituzione del capitale).

L'analisi si occupa separatamente dei crediti subordinati nel fallimento e nelle soluzioni concordatarie.

6. — Nel fallimento, lo statuto dei subordinati merita di essere ricostruito con riferimento alle diverse fasi della procedura: (a) nella fase di avvio della procedura, i subordinati dovranno essere compresi fra i legittimati a proporre istanza, trattandosi pur sempre di crediti concorsuali; tuttavia se la subordinazione (solitamente volontaria) operasse già in sede extraconcorsuale, potrebbe accadere che la clausola pattuita preveda una rinuncia anticipata alla richiesta o alla partecipazione al concorso d'altro canto, dovendosi in tal caso il credito ritenere inesigibile, esso sarebbe sì computato ai fini dell'indebitamento complessivo previsto dall'art. 1 l. fall., ma resterebbe fuori dal calcolo della soglia di procedibilità dei trentamila euro prevista dall'art. 15, comma 9°, l. fall.; (b) quanto alla « gestione » della procedura, spicca soprattutto l'art. 40 l. fall. che, nel disciplinare la formazione del comitato dei creditori, dà rilievo, fra l'altro, alla « possibilità di soddisfacimento » dei crediti i cui titolari dovrebbero trovare rappresentazione nel comitato (il che è tendenzialmente da escludersi per i subordinati assoluti); (c) quanto agli effetti del fallimento,

si pone l'arduo dilemma della compensazione, rispetto al quale l'a. — pur scostandosi dai percorsi interpretativi seguiti dall'opinione prevalente della nostrana letteratura, contraria alla compensabilità — arriva comunque a negarla in relazione alla subordinazione legale, essendo la *ratio* delle norme che la prevedono quella di impedire che in qualunque modo lo *junior* possa trovare soddisfazione prima dei crediti poziori: potendosi allora una tale regola annoverare fra quei « divieti stabiliti dalla legge » che proprio l'art. 1246, n. 5, c.c. enuncia fra le cause che impediscono l'operatività della compensazione. Con riferimento poi all'esercizio dell'azione revocatoria fallimentare, deve riconoscersi che se la subordinazione è concorsuale, sarà stato legittimo il pagamento del credito prima dell'apertura del concorso, ma esso potrà comunque, dopo l'apertura della procedura, essere sottoposto a revocatoria ovvero, nel caso particolare di cui all'art. 2467, c.c., essere recuperato nei particolari termini da esso previsti; mentre se la subordinazione fosse extraconcorsuale, rendendo pertanto il credito inesigibile *ab origine*, la sua soddisfazione prima del fallimento (e ovviamente del pagamento del *senior*) non potrà che intendersi quale pagamento anticipato, ed allora esposto alla disciplina di cui all'art. 65 l. fall.; (d) in fase di accertamento del passivo, i crediti subordinati, in quanto concorsuali a tutti gli effetti, potranno certo chiedervi l'ammissione: quelli assolutamente subordinati dovendo però indicare il loro particolare rango; e quelli relativamente subordinati specificando la clausola di subordinazione che li riguarda, per dare così àdito al ricorso al meccanismo del *double dividend system*; (e) in fase di liquidazione, può in particolare interferire con la tematica della subordinazione l'ipotesi delle c.d. « cessioni aggregate »: ed allora del rischio — da scongiurarsi — che il cessionario che si accoli tutte le passività finisca per soddisfarle (seppure in parte) senza rispettare l'ordine di graduazione dei crediti; (f) e infine, in fase di ripartizione dell'attivo — che poi è quella di elezione del fenomeno postergativo, dove il suo meccanismo tipicamente si rivela — si tratterà, per i crediti assolutamente subordinati, di mera (sub)graduazione: pertanto, non trattandosi di crediti condizionali, non dovrà procedersi ad alcun accantonamento. Ardua è poi la soluzione del quesito — affrontato e risolto in altri ordinamenti — del concorso fra subordinati volontari e involontari: in questo caso, nonostante che, secondo i più, la subordinazione *ex lege* dovrebbe reputarsi più forte, e quindi « precipitare » i relativi creditori al grado più basso, è piuttosto da ritenersi che essa debba operare — se gli accordi di subordinazione, che certo non incontrano limiti “verso il basso”, non prevedano nulla di diverso — in via equiordinata rispetto ai crediti volontariamente subordinati.

7. — Nelle soluzioni negoziate (principalmente, concordato preventivo) le problematiche connesse ai crediti subordinati tendono a prospettarsi in termini ancor più complessi che nel fallimento, e ancor più inopportuno risulta, allora, il silenzio serbato dalla nostra legge fallimentare. Il principio da cui muovere è, ancora una volta, quello della tendenziale neutralità delle procedure concorsuali rispetto al « valore relativo » che i crediti concorrenti abbiano acquisito per effetto di fatti giuridici precedenti all'apertura della procedura.

Problema preliminare risulta essere quello se la postergazione concorsuale — spesso prevista (dalla legge o dagli accordi) con riferimento alla sola procedura fallimentare — valga, implicitamente o analogicamente, anche per quelle concordatarie (quesito al quale l'a. dà una risposta tendenzialmente affermativa). Quando comunque la postergazione operi, e sia assoluta, non si direbbe ammissibile una proposta senza classi (o « monoclasse »), posto che ciò si risolverebbe in un'altezzazione dell'ordine di prelazione. Inoltre, suddivisi i creditori per classi, v'è da chiedersi se i creditori subordinati possano essere resi destinatari di alcunché: il

che però — secondo una stretta interpretazione (che, personalmente, chi scrive non condivide) del divieto di alterare l'ordine della cause di prelazione — pare da escludersi, salvo il caso, ovvio, in cui prima di loro abbiano trovato integrale soddisfazione i creditori *seniores*, oppure il caso in cui questi ultimi, pur non integralmente soddisfatti, abbiano prestato, ma all'unanimità, il loro consenso; ovvero, infine, il caso in cui intervenga un terzo che soddisfi i crediti postergati con risorse ulteriori rispetto a quelle attingibili dalla massa attiva.

Oltre che sul piano patrimoniale, poi, anche su quello amministrativo i subordinati sono destinati ad essere emarginati: pur non potendo essere esclusi *ex ante* dalla partecipazione alla procedura (come invece si ammette nell'*Insolvenzordnung* tedesca), dovrebbero comunque essere esclusi dalla votazione e dal calcolo delle maggioranze. E ciò, ancora una volta, secondo la logica della rilevanza « concreta » del loro interesse (la stessa che sarebbe alla base della regola — questa però espressa, *n.d.r.* — che dispone l'esclusione dal voto dei privilegiati integralmente soddisfatti, o per la parte soddisfatta), e quindi secondo la logica — condivisa *ex ante* dall'a. — del « valore relativo » del credito e della *residual owner doctrine*, volta a tenere conto del « volume di rischio incorporato nel credito ». Una tale conclusione troverebbe d'altra parte conforto nell'esperienza comparatistica dalla quale si ricava che ai creditori subordinati, pur talora ammessi al voto (come negli USA; dove però — si ricordi — non opera una regola di maggioranza per classi), viene generalmente disconosciuto il potere di condizionare l'approvazione nel concordato. Potrebbe anche ammettersi, in definitiva, una classe di subordinati « a costo zero »; ma ciò non comporterebbe comunque che essa debba essere ammessa a votare; né comporterebbe necessariamente che, seppure fosse ammessa al voto, dovrebbe essere computata ai fini della determinazione delle maggioranze di legge (la quale però, per la verità, non sembra fornire alcun indizio a sostegno di tutte queste prospettate eccezioni alla regola, *n.d.r.*).

Viene contestata, al riguardo, la tesi di chi eccepisce che in tal modo i crediti subordinati vedrebbero, per effetto dell'effetto esdebitatorio del concordato, irrimediabilmente compromesse le loro residue pretese verso il debitore, anche dopo la chiusura della procedura. Ma questa tesi, sempre secondo l'a., non merita pregio, salvo che « si dimostri » che il patrimonio del debitore sarebbe in realtà capiente (ma, allora, verrebbe da controbiettare, la sede e il rimedio appropriati non sarebbero appunto quelli del c.d. *best interest test* concesso ai creditori dissenzienti?, *n.d.r.*), dal momento che il diritto di voto deve essere strettamente correlato all'interesse economico riferito al possibile trattamento endoconcorsuale: sicché, il relativo diritto di credito « affievolisce » in proporzione al rischio di volume assunto.

Con riferimento ai crediti relativamente subordinati, invece, vale discorso diverso e tendenzialmente opposto: essi dovranno certamente essere trattati a tutti gli effetti come concorrenti; la questione essendo piuttosto se essi possano o debbano essere considerati come classe a sé, ovvero possano anche essere collocati nella stessa classe dei *seniores*.

8. — Si pone, in ultimo, il problema dei creditori subordinati dopo la chiusura del fallimento. All'eventuale esdebitazione del fallito non osta di certo la mancata soddisfazione dei subordinati, secondo la prevalente e preferibile interpretazione dell'art. 142 l. fall., per cui la soddisfazione almeno parziale dei creditori può ben essere intesa anche in senso soltanto soggettivo. Se invece esdebitazione non vi sia (e il debitore persona giuridica non sia estinto), si pone l'ulteriore quesito se il credito concorsualmente subordinato torni ad essere esigibile come lo era prima dell'apertura del fallimento, almeno se il contratto non preveda diversa-

mente. Ebbene, al riguardo una risposta negativa sembra maggiormente aderente al meccanismo postergativo, dovendo ritenersi che seppure esso sia stato attivato dall'apertura della procedura, come vicenda che conclama l'insolvenza del debitore, non altrettanto debba valere, simmetricamente e risolutivamente, per la sua chiusura, dovendo piuttosto ritenersi, a tal punto, il *trigger event* come irrevocabilmente avveratosi. [MAURIZIO SCIUTO]