

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DEL MOLISE  
FACOLTA' DI GIURISPRUDENZA

---



TESI DI DOTTORATO IN DIRITTO DELL'ECONOMIA  
(CICLO XXVII)  
SSD IUS 04

# LA POSTERGAZIONE DEL CREDITO

COORDINATORE DEL DOTTORATO:  
Chiar.mo Prof. Gianmaria PALMIERI

**TUTOR:**  
Chiar.mo Prof.  
Francesco Fimmanò

**CANDIDATO:**  
Dott.  
Antonino Restuccia

---

ANNO ACCADEMICO 2014-2015

## **INDICE**

### **Introduzione**

### **CAPITOLO I**

#### **(Ipotesi rilevanti e schema del lavoro)**

### **CAPITOLO II**

#### **(La c.d. postergazione volontaria)**

- 2.1 Le due modalità di postergazione volontaria.
- 2.2. Il riconoscimento del diritto ad esser pagato prima del *junior* come effetto tipico della postergazione.
- 2.3. Ancora sugli effetti della postergazione. Sull'indifferenza di essa riguardo ai creditori estranei al patto.
- 2.4. La postergazione non coincide con i versamenti a fondo perduto.
- 2.5. L'art. 62 l. fall. come esempio di utilizzo della tecnica del *double dividends system* nella legge fallimentare.
- 2.6. La postergazione volontaria non è un'ipotesi di cessione del credito in garanzia.
- 2.7. La postergazione non è un *pactum de non petendo*.

2.8. La postergazione non è una forma di limitazione della responsabilità del creditore.

2.9. Il ricorso al meccanismo condizionale per spiegare il funzionamento della postergazione. Critica.

2.10. La prestazione di garanzia come fattispecie ad effetto immediato, anche nel caso di garanzia per obbligazioni future. Analogie con la fattispecie della postergazione.

2.11. Natura ed effetti degli accordi di postergazione; caratteri del credito postergato e ricostruzione del relativo rapporto obbligatorio.

2.12. (...segue) La postergazione non determina la deviazione dallo schema diritto-obbligo e vive dentro la figura dell'obbligazione.

2.13 La postergazione come limite esterno al diritto di credito del *junior*. Le altre situazioni soggettive da postergazione.

2.14. La postergazione come vicenda del rapporto obbligatorio fra debitore e *junior* produttiva di effetti favorevoli in capo al *senior*; la modifica del rapporto obbligatorio fra *senior* e debitore è un effetto della convenzione di postergazione, ma non secondo lo schema del contratto a favore del terzo. Individuazione del profilo causale della postergazione.

## Capitolo III

### (La postergazione come fattispecie unitaria)

3.1. Le classificazioni correnti in dottrina.

3.2. La differenza, in ambiente nordamericano, fra *subordination debt doctrine* e tecnica dell'*equitable subordination*.

3.3. Rilevazione dei caratteri differenziali fra la soluzione legislativa dell'art. 2467 c.c. italiano e l'esperienza dell'*equitable subordination*.

3.4. (...segue) le differenze fra i rimedi giurisprudenziali dell'*equitable subordination* e la soluzione italiana. Il concetto di eccessivo squilibrio di cui all'art. 2467 c.c. ed il ruolo del Giudice.

3.5. Rilevazione dei diversi interessi perseguibili con la postergazione, convenzionale o legale, relativa o assoluta. Se a tali differenze corrispondano differenti funzioni. Critica. Sulla medesima funzione svolta dalla postergazione, pur a fronte della realizzazione di interessi variegati.

3.5. Risultati dell'indagine ed ulteriori prospettive.

## Introduzione

Lo scopo di questo lavoro è di verificare se esista un minimo comune denominatore delle varie ipotesi ove si assiste al fenomeno della postergazione, per ora genericamente inteso come degradazione del credito funzionale alla preventiva soddisfazione di uno o più creditori.

Sono consapevole che l'opinione più diffusa sia nel senso di negare la riconducibilità dei vari fenomeni di postergazione ad un unico concetto<sup>1</sup>, e tuttavia mi sembra che molti dei problemi applicativi, riscontrati specialmente in tema di postergazione delle pretese creditorie dei soci di srl, non possano trovare adeguata soluzione sinché non si individui in cosa consista, sotto il profilo strettamente giuridico, la regolamentazione del rapporto giuridico, nel senso che la soddisfazione della pretesa del titolare della situazione attiva dipenda dalla capienza del patrimonio del debitore, di modo che vengano prioritariamente soddisfatti i creditori beneficiari di essa

---

<sup>1</sup> Ciò che invero viene affermato in maniera quasi apodittica, più a mo' di premessa del discorso che come esito dell'indagine; ma v. per l'enunciazione esplicita, A. TULLIO, *La postergazione*, Padova, 2009, p. 286 ss.

postergazione. Va da sé che se fosse possibile individuare caratteri comuni delle varie ipotesi ove ricorra il fenomeno, si sarebbe così individuato un nucleo minimo di fattispecie, con la conseguente smentita della posizione poco sopra richiamata. La questione non è, all'evidenza, concettualistica, o, peggio, incline al dogmatismo, bensì prodromica alla risoluzione di diversi problemi di disciplina; ovviamente, porrò massima attenzione a non cadere in forme di inversione logica, come avverrebbe qualora si volesse costruire un concetto unitario a tutti i costi in nome della uniformità di disciplina; per tenere fede a ciò, e così preservare le obiettive differenze di interessi e di situazioni, si è iniziato dalla mappatura delle ipotesi rilevanti. Un'ulteriore precisazione: il fenomeno indagato trova fonte tanto in previsioni di legge che in regolamenti negoziali, ma ciò non può costituire in alcun modo ostacolo alla sua ricostruzione unitaria; lo dimostra l'evoluzione interpretativa di tante figure, come per esempio è avvenuto per la prelazione<sup>2</sup>, e la consapevolezza che la fonte dell'effetto giuridico non vale mai a determinare di per sé la fattispecie, atteso che altro è la norma altro è la fattispecie che viene assunta ad oggetto della qualificazione giuridica<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Su cui v. il fondamentale contributo di G. BONILINI, *La prelazione volontaria*, Milano, 1984, p. 10 e 38 ss.

<sup>3</sup> L. MENGONI, *Successioni per causa di morte* (successione legittima), in *Trattato del diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger, Milano, 1990, p. 3 s.

## CAPITOLO I

### (Ipotesi rilevanti e schema del lavoro)

Il concetto che sta alla base del fenomeno della postergazione o subordinazione<sup>4</sup> è semplice: un creditore accetta che il suo credito venga pagato dopo che sia stato soddisfatto un altro credito, venendosi così a creare almeno due classi di creditori verso il comune debitore<sup>5</sup>, una delle quali appunto postergata all'altra. Le occasioni per l'utilizzo di un tale schema sono diverse, tanto di fonte negoziale che legale, e di esse si impone una prima ricognizione al fine di circoscrivere l'ampiezza del discorso.

a) Cominciamo dalla postergazione del credito da finanziamenti soci di srl disposta per legge dall'art. 2467 c.c. quando ricorrano le condizioni ivi indicate, ritenuta dai più la risposta del legislatore

---

<sup>4</sup> In via stipulativa si assumono i termini postergazione o subordinazione, e così gli aggettivi postergato o subordinato, come sinonimi, pur nella consapevolezza che solo nel codice civile compaiono i termini "postergazione" o "postergati" (art. 2467, 2843 c.c.), mentre "subordinazione" è di chiara derivazione dalla terminologia finanziaria (es. la *subordination debt doctrine* nordamericana o la subordinazione prevista dalla normativa bancaria), peraltro utilizzata anche nel codice civile all'art. 2411.

<sup>5</sup> Nel linguaggio finanziario internazionale viene indicato come *subordinated debt* o *junior debt* l'indebitamento verso chi ha diritto ad essere soddisfatto solo dopo la soddisfazione dei creditori c.dd. *senior*, cui corrisponde un *senior* (o *superior* o *prior*) *debt*. Ovviamente la priorità non riguarda il termine di esigibilità della prestazione in senso temporale.

italiano al problema della c.d. sottocapitalizzazione nominale<sup>6</sup>, ossia del fenomeno di società ove i soci, pur valendosi della limitazione di responsabilità, cercano in vario modo di beneficiare dei risultati positivi dell'attività<sup>7</sup> senza sopportare del tutto il

---

6 G.B. PORTALE, *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 663 ss.; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, p. 56 ss.; M. CAMPOBASSO, *I finanziamenti dei soci*, Torino, 2004, p. 1 ss.; G. TERRANOVA, *sub art. 2467*, in *Comm. Niccolini-Stagno d'Alcontres*, III, Napoli, 2004, p. 1449 ss.; G. FERRI JR, *In tema di postergazione legale*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, I, p. 969 ss.; M. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, p. 1 ss.; G. BALP, *sub art. 2467*, in *Comm. Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008, p. 227 ss.; G. DE FERRA, *La postergazione del credito del socio finanziatore*, in *Giur. Comm.*, 2010, I, p. 187 ss.; G. ZANARONE, *sub art. 2467*, in *Comm. Schlesinger-Busnelli*, Milano, 2010, p. 441 ss.; N. ABRIANI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, 2010, in *associazionepreite.it*. Per una portata della nuova disposizione non prettamente sanzionatoria ma di promozione di nuovi finanziamenti di terzi alle srl, in ragione dell'effetto portato dalla postergazione di trasformare (nella sostanza) il debito in una voce di patrimonio netto, v. A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, p. 641 ss.

Prima della Riforma il tema venne affrontato specialmente da A. PAVONE LA ROSA, *La teoria dell'imprenditore occulto nell'opera di Walter Bigiavi*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1967, I, p. 671 ss.; G. B. PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1970, p. 33 ss.; P. ABBADESSA, *Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 1988, I, p. 497 ss.

7 G. TERRANOVA, *sub art. 2467*, cit., p. 1471; come noto, il caso paradigmatico è rappresentato dalla società che opera con un capitale insufficiente allo svolgimento delle programmate attività di impresa, spese volte coincidente con il minimo legale, ma che riesce comunque a "restare sul mercato", non di rado garantendo agli investitori utili cospicui, proprio in ragione del fatto che gli stessi soci o dotano direttamente la società di risorse attraverso operazioni di finanziamento ovvero si fanno garanti con il proprio patrimonio personale verso le banche al fine di fare ottenere prestiti che diversamente, viste le consistenze patrimoniali della società, non verrebbero in alcun modo concessi. Dissente, tuttavia, G. B. PORTALE, *op. ult. cit.*, p. 672, nt. 21, il quale porta l'argomento, tratto dall'esperienza tedesca, della applicabilità della regola di contrasto alla sottocapitalizzazione anche ad enti senza scopo di lucro, con ciò volendo evidenziare che il problema non è quello della proporzione fra rischio e partecipazione agli utili. Ora, al di là della questione se nel nostro diritto possa dirsi applicabile la regola del 2647 c.c. anche ai prestiti concessi ad un ente del primo libro del codice civile, non c'è dubbio che il legislatore abbia inteso contrastare il ricorso allo strumento dei finanziamenti soci come momento di ulteriore limitazione del rischio di impresa. Ciò posto, può anche convenirsi nell'individuazione di un principio generale di postergazione dei finanziamenti soci, ma non sembra che un tale trattamento possa riservarsi a chi, per non avere alcuna interessenza nella attività collettiva, abbia concesso un prestito con



rischio connesso all'investimento<sup>8</sup>. Sostanzialmente due sono le tendenze di massima alle quali possono riportarsi le interpretazioni sinora proposte: i) una posizione c.d. processualistica <sup>9</sup> riduce l'operatività della regola della postergazione alle sole procedure esecutive, individuali o concorsuali, sulla base dell'assunto per cui una regola incidente sulla responsabilità patrimoniale, come la postergazione legale, non può che funzionare nei soli casi in cui sia possibile stabilire preferenze fra i creditori di un medesimo debitore<sup>10</sup>; ii) una posizione c.d. sostanzialistica argomenta dalla postergazione per ricostruire la disciplina del rapporto da finanziamento, specialmente in ordine alla azionabilità della pretesa di rimborso ed agli specifici obblighi in capo alla società debitrice ed ai suoi amministratori<sup>11</sup>. A queste deve aggiungersi iii) la ricostruzione

---

l'eguale scopo altruistico con il quale aveva conferito risorse nell'ente non lucrativo; ovviamente il discorso cambia -potendosi applicare la regola della postergazione- nei casi in cui la dotazione ed il finanziamento dell'ente risponda ad un interesse egoistico del socio (es. consorzio fra imprese).

<sup>8</sup> Secondo M. CAMPOBASSO, *I finanziamenti dei soci*, cit., p. 4 s., il rischio connesso al fenomeno della sottocapitalizzazione nominale è duplice e consiste, da una parte, nell'aggravamento del dissesto e, dall'altra nello sfruttamento da parte dei soci del vantaggio informativo onde ottenere la soddisfazione del credito "fuori concorso".

<sup>9</sup> Avverte dei rischi di fraintendimento legati a tale terminologia il suo principale fautore, G. TERRANOVA, *sub art. 2467*, cit., p. 1470.

<sup>10</sup> G. TERRANOVA, *sub art. 2467*, cit., p. 1463 ss.

<sup>11</sup> Con diversità di accenti circa le condizioni alle quali è rimborsabile il prestito postergato, v. F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Tr. Galgano*, Padova, 2003, p. 474; G. B. PORTALE, *I «finanziamenti»*, cit., p. 679; M. CAMPOBASSO, *I finanziamenti dei soci*, cit., p. 53 ss.; A. BARTALENA, *I finanziamenti dei soci nelle s.r.l.*, in *Anal. Giur. Econ.*, 2003, p. 394 s.; M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 88 ss.

proposta da G. Ferri jr<sup>12</sup>, il quale, pur riconducendo la regola della postergazione al funzionamento della garanzia patrimoniale, ritiene di poterne ricavare una indicazione per la ricostruzione delle regole sostanziali del rapporto, tanto nel senso di individuare nel creditore postergato e rimborsato un garante *ex lege* della società nei limiti di quanto ricevuto<sup>13</sup>, tanto nel senso di ritenere operante in sede di liquidazione la regola per la quale intanto possono rimborsarsi i soci-finanziatori in quanto siano già stati soddisfatti tutti gli altri creditori non postergati<sup>14</sup>.

b) Altro rilevante ambito di utilizzo della tecnica della postergazione è quello dei prestiti bancari subordinati<sup>15</sup>, secondo le previsioni dell'art. 12, 7° c., TUB e della normativa regolamentare<sup>16</sup>. Le tipologie che fanno uso di una clausola di postergazione sono in realtà diverse e vanno dagli "strumenti innovativi di capitale" agli "strumenti ibridi" ed alle "passività subordinate". Tuttavia, esse vengono individuate in sede regolamentare al precipuo fine di enunciare le condizioni alle quali possono esser considerate come componenti del patrimonio di

---

12 G. FERRI JR, *op. cit.*, spec. p. 987 ss.

13 G. FERRI JR, *op. cit.*, p. 987.

14 G. FERRI JR, *op. cit.*, p. 990 ss.

<sup>15</sup> Sul tema resta fondamentale il contributo di G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti postergati nel diritto italiano*, in *Giur. Comm.*, I, 1983, p. 121 ss.

V. inoltre D. GALLETI, «Elasticità» della *fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *BBTC*, 1997, I, p. 239 ss.

<sup>16</sup> La principale fonte di regolamentazione è costituita dalle Istruzioni di Vigilanza contenute nella circolare di Banca d'Italia n. 299 del 21 aprile 1999 e successive modifiche (titolo IV, cap. 1, spec. Sez. 2), consultabile su [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

vigilanza<sup>17</sup>, così che anche le condizioni di postergazione vanno interpretate nel senso che la loro presenza consente di ottenere il richiesto nulla osta a tal fine da parte di Bankitalia, o l'autorizzazione nel caso degli strumenti innovativi. La scelta di accedere a meccanismi postergativi resta, pertanto, in questi casi, squisitamente volontaria, tanto da parte della banca che ad essi ricorre che da parte di chi li sottoscrive accettandone le condizioni<sup>18</sup>, così da poter essere considerati nel calcolo del patrimonio di vigilanza. Quanto, invece, alla dinamica di tali rapporti assume particolare significato la previsione che gli strumenti postergati concorrono alla formazione del patrimonio di vigilanza nella sola misura in cui siano ancora a disposizione della banca, di modo che il loro rimborso alle scadenze previste determina la corrispondente decurtazione del patrimonio di

---

<sup>17</sup> La costruzione del patrimonio di vigilanza risponde alle esigenze di controllo della stabilità e solidità delle istituzioni finanziarie, di tal che viene delineato un patrimonio di base, che è per così dire il pilastro di maggiore solidità, composto dal capitale versato, dalle riserve patrimoniali, dal fondo per i rischi bancari generali e dagli strumenti innovativi di capitale (nella misura massima del 15 %), al netto di azioni proprie, avviamento, immobilizzazioni immateriali e perdite. Parallelamente, vi è un patrimonio supplementare che a va a formare il patrimonio di vigilanza ma nella misura massima corrispondente all'entità del patrimonio di base; esso è costituito da riserve di rivalutazione, strumenti ibridi di patrimonio, passività subordinate (nella misura massima della metà del patrimonio di base), fondo rischi crediti nettato delle minusvalenze, aumentato o diminuito delle plusvalenze o minusvalenze su partecipazioni.

<sup>18</sup> Considera le forme di postergazione bancaria su base volontaria D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012, p. 242; *contra* A. TULLIO, *La postergazione*, cit., p. 5 e 217, che discorre di postergazione legale per il sol fatto che vi sia una regolamentazione di contenuto, omettendo però di tenere nel debito conto che la disciplina è dettata a mo' di onere per accedere alla ricomprensione di tali strumenti nel patrimonio di vigilanza ma che nulla impone alle banche di farvi ricorso o impedisce loro di adottare regolamentazioni di diverso contenuto.

vigilanza, risultandone così un quadro pienamente coerente nel quale vengono considerati elementi patrimoniali proprio in forza della clausola che rende operativa la postergazione in caso di scioglimento dell'ente mentre per il loro rimborso fisiologico le esigenze di solidità del patrimonio bancario vengono rispettate con l'automatismo sopra descritto.

Resta da precisare che solo le passività subordinate meritano di essere certamente prese in considerazione nella prospettiva di questo lavoro, perché tanto gli strumenti innovativi che quelli ibridi partecipano, sebbene con un grado ed a condizioni diverse, alle perdite della società bancaria, mentre la loro remunerazione può essere sospesa o limitata a seconda dell'andamento dell'attività; ciò che ne fa strumenti assimilabili più alle forme di partecipazione al capitale di rischio che non al rapporto debito-credito <sup>19</sup>, con la conseguenza che il riferimento alla loro postergazione nel diritto al rimborso in caso di liquidazione, per come previsto nella disciplina regolamentare, sembra da intendersi più come un modo di graduazione rispetto alle azioni ordinarie, di risparmio e così via, che come un meccanismo di subordinazione

---

<sup>19</sup> In realtà la questione è più complicata di come rappresentata nel testo perché esiste la categoria degli strumenti ibridi, rispetto ai quali potrebbe invero astrattamente allargarsi il discorso sulla postergazione, soprattutto se la si dovesse ritenere una forma di partecipazione ai risultati dell'attività, tale cioè da ricondurla nell'alveo dell'associazione in partecipazione. Sul punto si tornerà più approfonditamente nel prosieguo dell'indagine; intanto, per una convincente differenziazione delle ipotesi considerate nelle istruzioni di vigilanza v. G. B. PORTALE, "Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili" (appunti), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 1 ss.

alle pretese creditorie ordinarie. Diversamente, la postergazione delle passività subordinate opera nella fase di liquidazione dell'ente bancario, da qualunque causa essa dipenda, a favore di tutti gli altri creditori non subordinati.

c) L'art. 2411 c.c. espressamente contempla la possibilità di emissione di obbligazioni postergate senza sostanziali vincoli di contenuto, così confermando le analoghe posizioni espresse in dottrina<sup>20</sup> prima della riforma del diritto societario. L'ampiezza della previsione normativa, e l'assenza di limitazioni tanto in ordine alla durata del prestito che della misura e delle condizioni alle quali opera la postergazione, costituiscono già un'importante indicazione circa la natura prettamente negoziale di un tale tipo di previsione, fondata appunto sulla compatibilità normativamente riconosciuta fra rapporto obbligatorio e clausola di postergazione<sup>21</sup>.

d) Con l'espressione *mezzanine finance* si designa un vero e proprio settore finanziario nel quale uno degli elementi distintivi è proprio rappresentato dal ricorso alla tecnica della postergazione al fine di individuare canali alternativi a quelli tradizionali di finanziamento dell'impresa; la sua appetibilità nel mercato del credito è data dal

---

<sup>20</sup> G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 1988, p. 390 ss.

<sup>21</sup> Così P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2009, p. 622. Sulla base di analoghe considerazioni lo stesso A., *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 806, si pronuncia per la piena compatibilità della clausola di postergazione con l'emissione di titoli di debito da parte della srl.

fatto che a fronte della rinuncia ad esser garantiti dal patrimonio del debitore come gli altri creditori si ottiene una remunerazione del credito molto più alta, facendola in questo senso assomigliare più a forme di partecipazione all'investimento che di finanziamento *tout court*. Più avanti si vedrà, infatti, come una delle questioni interpretative più ardue in quest'ambito riguardi l'individuazione dei criteri in base ai quali operare la qualificazione dei singoli contratti, che presentano normalmente, in forma più o meno accentuata, tanto elementi tipici dell'investimento che del finanziamento.

La sua concreta operatività<sup>22</sup> passa attraverso l'emissione di prestiti subordinati (art. 2411 c.c.) ovvero di azioni correlate ai risultati dell'attività o di un comparto di essa (art. 2350 c.c.), o ancora attraverso la concessione di un mutuo con clausola di subordinazione, che potrà a sua volta essere oggetto di attività di cartolarizzazione e collocamento sul mercato. Ciò che intanto può dirsi in via di prima approssimazione è che si tratta di forme di subordinazione volontaria, per le stesse ragioni viste a proposito dell'emissione di obbligazioni postergate *ex art. 2411 c.c.*, e

---

<sup>22</sup> Per una panoramica v. intanto V. LEMMA, "Mezzanine finance": nuova generazione di prestito subordinato?, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, p. 93 ss., il quale annovera anche i c.dd. *mezzanine funds*, che si caratterizzano per la loro operatività nel settore, ma pur sempre utilizzando uno degli strumenti indicati nel testo; non se ne terrà perciò conto nel corso dell'analisi, dal momento che le pur presenti peculiarità rilevano nel diverso ambito della regolamentazione dei fondi di investimento e della individuazione dell'entità del livello di rischio.

normalmente a vantaggio di tutti i creditori del comune debitore (c.d. postergazione assoluta).

e) Fermo restando quanto si è sopra detto in ordine alla necessità di considerare volontarie tutte quelle forme di subordinazione che originano da libere scelte delle parti e che non siano di fonte legale, la postergazione volontaria in senso stretto si ha in quelle ipotesi in cui, alternativamente, creditore e debitore o più creditori tra loro stipulano un patto in maniera tale che gli effetti di tale negoziazione ricadano a favore di uno o più creditori determinati ma non a favore della massa indistinta dei creditori del comune debitore. Esse rappresentano, peraltro, le forme primigenie di postergazione.

Si distingue, poi, tra *complete o inchoate subordination agreement*<sup>23</sup> a seconda dell'immediata operatività della postergazione e fin

---

<sup>23</sup> Tale terminologia si deve a M. D. CALLIGAR, *Subordination Agreements*, in 70 *Yale L. J.*, 1961, p. 377 ss., mentre D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, in 38 *Vand. L. Rev.*, 1985, p. 983, preferisce parlare, in luogo di *inchoate*, di *contingent subordination* per le ipotesi in cui l'operatività della postergazione dipenda dal verificarsi di eventi ulteriori rispetto alla mera enunciazione della promessa di non ricevere pagamenti prima del creditore *senior*, adducendo l'improprietà terminologica di *inchoate* in quanto sinonimo di *unenforceable*. Contestano l'appropriatezza del termine, in quanto suggerirebbe la necessità che si compia qualcos'altro per rendere efficace la postergazione, anche P. F. COOGAN, H. KRIPKE, F. WEISS, *The outer fringes of article 9: subordination agreements, security interests in money and deposits, negative pledge clauses, and participation agreements*, in 79 *Harv. L. Rev.*, 1965, p. 234, che parlano invece di *insolvency subordination*. Tale questione terminologica non sembra, tuttavia, rilevante nel nostro sistema una volta che si chiarisca che l'unico elemento differenziale –sotto il profilo qui considerato– attiene alla immediata efficacia del patto di subordinazione o invece al verificarsi di eventi determinati, venendo in supporto tutta la teorica degli atti condizionati, soprattutto in punto di tutela interinale assicurata in pendenza della condizione, di cui agli art. 1356 ss. c.c., al di là –diremmo in questa fase– se un tale tipo di patto debba essere qualificato fra le ipotesi di condizione in senso tecnico.

quando il creditore *senior* non venga soddisfatto (*complete*), o solo in certi casi, come ad es. insolvenza o liquidazione del debitore (*inchoate* o *contingent*), restando inteso che possono concretamente darsi forme intermedie fra le due.

La tecnica di subordinazione del credito, già utilizzata verso la fine degli anni trenta negli Stati Uniti nel comparto delle imprese petrolchimiche, consente così di ampliare le possibilità di finanziamento dell'impresa, tanto attraverso l'emissione di obbligazioni subordinate (cfr. ora il nostro art. 2411 c.c.) che attraverso l'accesso ad un finanziamento di terzi (normalmente: bancario) che altrimenti non sarebbe stato concesso. È, infatti, evidente che per il finanziatore non è indifferente dover subire o meno il concorso su un dato (e limitato) patrimonio di un certo numero di creditori e per un certo importo. Inoltre, almeno nell'ambiente statunitense, ai fini dell'ottenimento del finanziamento bancario (specialmente a breve termine), l'esistenza di *subordinated debt* a favore della banca è persino preferibile al possesso delle medesime risorse da parte dell'impresa finanziata come capitale proprio, dal momento che in caso di fallimento dell'impresa finanziata il creditore *senior* può contare sui c. dd.



“double dividends”, ossia parteciperà al riparto tanto per la sua parte che per quella che sarebbe spettata al postergato<sup>24</sup>.

\*\*\*

Ai fini della corretta impostazione dell'indagine, occorre subito rilevare come alcuni interpreti assegnino rilievo dirimente<sup>25</sup> alla distinzione fra postergazione assoluta o generale, ossia in favore di tutti i creditori del comune debitore, e postergazione relativa o specifica, quando a favore solo di taluni, nel senso che solo nel primo caso sarebbe possibile enucleare uno statuto di tali creditori nell'ambito di una procedura concorsuale<sup>26</sup>. Che una tale distinzione sia davvero dirimente non può certo dirsi in questa fase dell'indagine ma dipenderà dal ruolo che dovrà assegnarsi alla circostanza che i benefici della postergazione vadano a favore di una massa indistinta di creditori (ma certamente determinabili al momento in cui la postergazione dovrà operare) o invece di alcuni (individuati) creditori soltanto.

Si può ora delineare con precisione lo schema del lavoro: in una prima parte si affronterà il tema della struttura e della qualificazione della c.d. postergazione volontaria relativa mentre nella seconda parte si verificherà la compatibilità dei risultati con

---

<sup>24</sup> M. D. CALLIGAR, *Subordination Agreements*, cit., p. 376 s.; ID., *Purposes and Uses of Subordination Agreements*, in *23 Bus. Law.*, 1967, p. 35 s.

<sup>25</sup> J.L. GOLDENBERG, *Los negocios de subordinación particular*, in *ADCo*, 2011, p. 113; D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 11 s.

<sup>26</sup> D. VATTERMOLI, *loco ult. cit.*

le altre forme di postergazione c.d. assoluta, volontaria o legale, al fine di stabilire se possa delinarsi una fattispecie unitaria di postergazione.

## CAPITOLO II

### (La c.d. postergazione volontaria)

#### 2.1 Le due modalità di postergazione volontaria.

Come già anticipato, due sono le modalità alternative di postergazione volontaria individuate in dottrina: una prima, che potremmo provvisoriamente definire parziale o relativa, consistente nell'attribuzione, da parte di un creditore (che si definisce *junior*) ad un altro creditore (che si definisce *senior*), del diritto di essere soddisfatto prioritariamente sul patrimonio del debitore comune mercé l'impegno da parte del *junior* di non pretendere o ricevere pagamenti prima che il credito *senior* venga soddisfatto; una seconda, assoluta, nella quale il creditore postergato rinuncia alla propria posizione a favore di tutti gli altri creditori di pari rango (normalmente chirografari).

Mentre c'è sostanziale unanimità fra gli interpreti circa la validità dei patti di postergazione <sup>27</sup>, esiste più d'una teoria di inquadramento di tali patti, con conseguenze diverse circa i limiti ai quali è soggetta la pretesa di creditori *senior* in seno ad una procedura fallimentare.

Iniziando da quella conosciuta come *Equitable Lien Theory*, essa consiste nell'individuare l'effetto proprio della postergazione nella creazione di un vincolo, a favore del creditore *senior* ed a carico del *junior*, legittimante il giudice fallimentare a disporre le distribuzioni dell'attivo destinando prioritariamente alla soddisfazione del creditore favorito la parte che sarebbe spettata al *junior* in mancanza del patto di postergazione. A questa se ne affianca un'altra (la *Equitable Subordination Assignment*), per qualcuno coincidente con la prima<sup>28</sup>, in base alla quale le somme oggetto dell'accordo di postergazione dovrebbero essere riconosciute in sede di riparto al creditore beneficiario del medesimo accordo anche in assenza dell'esplicita attribuzione al medesimo di uno specifico titolo sulla cui base reclamarle<sup>29</sup>.

---

<sup>27</sup> M. D. CALLIGAR, *Subordination Agreements*, cit., p. 383.

<sup>28</sup> D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 1004 (nt. 106), il quale per vero ritiene le prime tre teorie esposte nel testo accomunate dalla medesima (fuorviante) idea di ritenere la postergazione un fenomeno tutelabile in *equity*, in realtà così finendo per rinunciare ad un preciso inquadramento della postergazione sul piano negoziale, CARLSON, *op. cit.*, p. 1001 ss.

<sup>29</sup> Tale impostazione, che dovrebbe divergere dalla prima in ordine all'oggetto dell'accordo di postergazione, è stata delineata da M. D. CALLIGAR, *Subordination*

Una terza impostazione, nota come *the Constructive Trust Theory*, si fonda sul riconoscimento della funzione di *trustee* in capo al creditore subordinato, da esercitarsi nell'interesse del beneficiario della postergazione. Più nel dettaglio, la Corte che ha propugnato tale teoria<sup>30</sup> era stata investita, nell'ambito di una procedura di risanamento della società debitrice, della questione circa la legittimità della rinuncia al credito da parte del creditore subordinato e della idoneità di tale rinuncia a paralizzare la pretesa di *double dividends* in capo al beneficiario; scartate tuttavia entrambe le teorie sopra riportate, sul rilievo della mancanza di volontà tanto nel senso della creazione di un vincolo che dell'attribuzione del titolo al beneficiario, la Corte ha ritenuto la rinuncia in violazione degli obiettivi del patto di postergazione, per l'ovvia ragione che così facendo il subordinato –che era anche il principale socio ed amministratore della società debitrice- mirava a ridurre la percentuale di soddisfazione del beneficiario, così trattenendo nel patrimonio sociale maggiori risorse, donde l'individuazione di un *Constructive Trust*<sup>31</sup>.

---

*Agreements*, cit., p. 385 s., il quale cita come unico precedente giurisprudenziale *In re Handy-Andy Community Stores, Inc.*, 2 F. Supp. 97 (W.D. La. 1932).

<sup>30</sup> *Dodge-Freeman Poultry Co. v. Delaware Mills, Inc.*, 244 F.2d 314 (1st Circ. 1957).

<sup>31</sup> L'imposizione di un *trust* da parte del giudice a beneficio della parte ingiustamente privata dei diritti spettantegli è anch'esso un rimedio di *equity*.

Fra tutte, la teoria che sembra riscuotere maggior successo tra gli interpreti è quella che va sotto il nome di *Contract Theory*<sup>32</sup>, basata sulla considerazione che la determinazione fatta dalle parti nell'accordo di postergazione circa la distribuzione delle risorse loro rispettivamente spettanti in caso di insolvenza sarebbe di per sé sufficiente a legittimare il giudice ad adottare tutti i provvedimenti necessari al fine di ottenere il conseguimento dei risultati fissati. In particolare la possibilità che uno dei creditori "ceda" i benefici a lui spettanti in sede di liquidazione concorsuale del patrimonio dell'impresa non è in contrasto con le finalità delle procedure concorsuali<sup>33</sup>, e segnatamente con la regola della *par condicio*, dal momento che nulla vieta alle parti di disporre come meglio credano dei propri diritti. D'altra parte, in linea generale, nulla vieterebbe ad uno dei creditori di ottenere la sua parte di liquidazione concorsuale per poi utilizzarla in pagamento della parte del credito di un terzo rimasta insoddisfatta in seno alla procedura.

Tale ultima ricostruzione è stata, invero, sottoposta a critica perché, nel riferire genericamente al contenuto contrattuale le

---

<sup>32</sup> Vedila ben dettagliata in M. D. CALLIGAR, *Subordination Agreements*, cit., p. 388 ss.

<sup>33</sup> Così in *Bird & Sons Sales Corp. v. Tobin*, 78 F.2d 371, 373 (8th Cir. 1935), ove la precisazione che la c.d. regola del *pro rata* è previsione che non preclude alle parti di disporre legittimamente di ciò che a loro spetterebbe in virtù di tale principio, senza che ciò valga a porre la disposizione (e di conseguenza il potere di *enforcement* della Corte) in contrasto con interessi pubblici o con lo *spirit of the bankruptcy law*.

ragioni dell'intervento giudiziale a supporto del beneficiario della subordinazione, in realtà non spiega il meccanismo di funzionamento della postergazione stessa e non qualifica i diritti delle parti<sup>34</sup>. Una teoria alternativa è, infatti, quella che origina dalla rilevazione della quasi naturale deficienza dei *subordination agreements* circa la previsione dei casi rilevanti oggetto di regolazione, dovuta tanto all'utilizzo di formule standardizzate che al poco tempo normalmente a disposizione per redigere tali accordi. A cui si aggiunge il fatto che il contenuto principale di tali accordi è la regolamentazione dei rapporti per un'ipotesi obiettivamente remota (al momento della loro redazione), com'è quella dell'incapienza patrimoniale del comune debitore. In una tale situazione, poi, il giudice chiamato a redimere i conflitti non dispone di previsioni contrattuali tali poter fondare legittime aspettative di una parte verso l'altra<sup>35</sup>, dovendo comunque evitare decisioni che pregiudichino ingiustamente una delle parti, oltre al fatto che è necessario tenere conto come spesso i riflessi della pur concreta decisione siano tali da influenzare la valutazione di mercato di analoghi strumenti già negoziati. Ovviamente, restando preclusa l'individuazione delle legittime aspettative delle parti,

---

<sup>34</sup> D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 977.

<sup>35</sup> Nota D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 980, come in questi casi le regole interpretative a disposizione del giudice non dovrebbero essere diverse da quelle generali in materia di contratti, con le conseguenti priorità di protezione delle legittime aspettative delle parti.

dovuta come si è detto all'insufficienza della previsione negoziale, il Giudice ricorre normalmente al rimedio pratico di addossare in capo all'attore l'onere di produrre un contratto scritto che fondi specificamente la propria pretesa, così evidentemente rinunciando a verificare le reali pattuizioni intervenute. A volte anche quando il testo effettivamente sottoscritto consentirebbe un tale tipo di indagine<sup>36</sup>. La soluzione proposta da Carlson muove, invece, dalla individuazione della funzione economica del patto di subordinazione per concludere che, anche in mancanza dell'espressa previsione di una o più azioni normalmente correlate ad un patto del genere, le stesse spettano comunque alle parti del contratto, normalmente al creditore *senior*, proprio perché esse

---

<sup>36</sup> Come esempio notevole di tale rischio, D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 981, porta il caso *First Nat'l Bank v. American Foam Rubber Corp.*; 530 F.2d 450, 456, (2nd Cir.), 429 U.S. 858 (1976), ove la pretesa dell'attore di far valere il suo grado *senior* anche rispetto alla trasformazione del credito in azioni da parte del *junior* è stata respinta in mancanza di espressa previsione contrattuale; per la soluzione opposta in una situazione simile v. invece *Dodge-Freeman Poultry Co. v. Delaware Mills*, cit. Lo stesso Carlson auspica quindi la opportunità di dotarsi di un patrimonio comune di regole, con chiara finalità sistematica, valevoli in tutti i casi di accordi di subordinazione, posta la ricorrenza di comuni obbiettivi, e quindi semmai disapplicabili solo nel caso in cui sia chiaro che la volontà delle parti sia stata rivolta in altra direzione. Un tale tipo di tensione sistematica merita di essere sottolineata, ad ulteriore riprova del fatto che l'opera di elaborazione tipica del diritto è uguale ed insostituibile al di là del sistema giuridico di riferimento ed assolve all'essenziale funzione di creare un apparato di regole adeguate. In direzione opposta sembrerebbero invece muoversi molti contributi italiani in tema di postergazione del credito, fra cui v. A. TULLIO, *La postergazione*, cit., p. 286 ss., tutti genericamente concordi nel ritenere il fenomeno non riducibile ad unità, così rinunciando quasi *a priori* all'individuazione di caratteri propri di una fattispecie unitaria ed al suo inquadramento sistematico.

azioni dipendono dalla stessa stipulazione del patto e sono strumentali al raggiungimento dei comuni obiettivi negoziali<sup>37</sup>.

Invero la proposta costruttiva di tale autore è tutta basata sulla rilevazione dell'attribuzione al *senior* del corrispondente diritto di ottenere il pagamento prima del *junior* quale "minima unità effettuale"<sup>38</sup> del patto di postergazione, con importanti conseguenze già sul piano della distinzione fra *complete* e *contingent subordination*. Se, infatti, la postergazione dà luogo ad un trasferimento a favore del *senior* tale effetto si verifica immediatamente anche nel caso della subordinazione destinata ad operare nel solo caso di fallimento o di liquidazione del comune debitore, nel senso cioè che l'acquisto si verifica subito anche in tal caso<sup>39</sup>, dovendosi allora concludere che è il contenuto del diritto attribuito ad essere diverso nei due casi considerati, non il momento dell'efficacia attributiva.

## **2.2. Il riconoscimento del diritto ad esser pagato prima del *junior* come effetto tipico della postergazione.**

---

<sup>37</sup> D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 982 s.

<sup>38</sup> Per il relativo concetto v. R. CICALA, *L'adempimento indiretto dell'obbligo altrui*, Napoli, 1968, p. 75, che sembra perfettamente aderente alle argomentazioni utilizzate dall'autore americano citato *supra*, nonostante le differenze fra i rispettivi sistemi.

<sup>39</sup> D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 1001 s.



Altro punto da evidenziare è che l'unico effetto della postergazione del credito compatibile con il sistema dei doppi dividendi è quello del riconoscimento in capo al *senior* del diritto di ottenere la parte che sarebbe spettata al *junior* in sede di liquidazione concorsuale del patrimonio del debitore comune<sup>40</sup> (*assignment of Bankruptcy Dividend*). Senza la produzione di un tale minimo effetto non sarebbe, infatti, nemmeno a parlarsi di postergazione, dal momento che la posizione del *senior* è tale, ed acquista senso rispetto alle altre categorie di creditori, solo se vi corrisponde un effettivo incremento delle possibilità di soddisfazione attraverso la tecnica del *double dividend system*. Alla necessità su un piano logico di far discendere tale effetto minimo dall'accordo di postergazione, si accompagnano considerazioni di tipo economico, tanto in riferimento alla incidenza della postergazione circa la determinazione del costo del credito che del rispetto di eventuali impegni assunti dal debitore circa la futura assunzione di nuovi debiti (normalmente a mezzo *covenant*). La postergazione è, infatti, strumentale o a beneficiare il nuovo finanziatore, che senza di essa non avrebbe concesso credito o lo avrebbe fatto a condizioni più onerose, o a consentire il rispetto di impegni eventualmente assunti dal debitore circa l'assunzione di nuovi obblighi attraverso la postergazione delle pretese del nuovo creditore alla

---

<sup>40</sup> D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 983 ss.

soddisfazione dei beneficiari di tali impegni, di talché in entrambi i casi consente un più facile accesso al credito da parte del debitore.

Una prima analisi costi/benefici consente di mettere in evidenza come l'attribuzione del doppio dividendo al *senior* (c. d. *assignment*) determini un sensibile miglioramento della posizione di quest'ultimo a fronte di un costo limitato in capo al *junior*, mentre sia sostanzialmente indifferente per la posizione dei creditori estranei. Diversamente, qualora si ritenesse operante nella postergazione un diverso meccanismo di degradazione del *junior* (c. d. *general demotion*), si avrebbe un costo maggiore per il *junior* stesso ma senza un sostanziale miglioramento della posizione del *senior*, a ragione della polverizzazione degli effetti favorevoli della postergazione in un *parterre* più ampio di beneficiari, comprensivo oltre che del *senior* anche dei creditori estranei. Una tale impostazione aumenterebbe, inoltre, i rischi di *free riding*. Più nel dettaglio: se l'effetto della postergazione è l'attribuzione al *senior* del diritto a percepire la parte che sarebbe spettata al *junior* in sede di liquidazione concorsuale del patrimonio del debitore comune, fino alla soddisfazione del suo credito, ciò costituisce un sensibile miglioramento rispetto alla situazione di partenza tale da determinare, in corrispondenza, un abbassamento del costo del credito ovvero l'indifferenza della nuova operazione di finanziamento in capo ai beneficiari della

postergazione; diversamente, se il *junior* rinunciasse semplicemente alla propria posizione (sarebbe questo l'effetto della *demotion theory*), ne beneficerebbero tutti i creditori, sia anteriori che successivi alla postergazione, con l'effetto di veder diluiti fra tutti costoro i relativi benefici, ma senza che ciò possa influire positivamente sul costo del nuovo credito, dal momento che nessuno dei creditori vedrebbe aumentare le sue possibilità di soddisfazione in modo tale da poter concedere condizioni più favorevoli al debitore. Dal punto di vista del *junior*, poi, il costo della postergazione sarebbe ancora maggiore dal momento che la sua degradazione rispetto a tutti gli altri creditori equivarrebbe ad eliminare la possibilità di una sua soddisfazione, diversamente da quanto accade nel caso dell'*assignment* ove, qualora il patrimonio del debitore sia di entità maggiore del totale dei crediti *senior*, è evidente che il *junior* conserva possibilità di soddisfazione, anche perché con tale impostazione è compatibile, e forse maggiormente coerente, un effetto di retrocessione a favore del *junior* da parte del *senior* della propria parte di dividendo che residuasse dopo la sua integrale soddisfazione (c.d. *subrogation*). Guardando, infine, ai creditori estranei, la loro posizione resterebbe inalterata nel caso dell'*assignment*, mentre risulterebbe migliorata in percentuali talmente insignificanti, nel caso della *demotion*, da non aver consistenti effetti positivi né in termini di costo del nuovo credito

né di rispetto degli impegni assunti dal debitore. Inoltre, l'indiscriminata estensione dei (pur pochi) benefici della postergazione tanto ai creditori preesistenti che a quelli posteriori determina un incremento del rischio di *free riding* da parte dei creditori posteriori che non avrebbero alcun incentivo ad abbassare il costo del loro credito, visto che comunque beneficerebbero della postergazione<sup>41</sup>, oltre al fatto che lo stesso debitore potrebbe indiscriminatamente utilizzare l'effetto della postergazione per contrarre nuovi crediti, anche a costi alti, diluendo le possibilità di soddisfazione dei creditori precedenti. Diversamente, l'attribuzione del doppio dividendo al *senior* non dovrebbe creare problemi di *free riding* dal momento che lo stesso viene sostanzialmente pagato (attraverso la concessione del beneficio relativo) per concedere credito o per ottenere il permesso di contrarre nuovi crediti con terzi<sup>42</sup>.

Risulta cioè evidente, anche in punto di analisi economica, che l'interpretazione della postergazione come semplice degradazione delle pretese del *junior* determinerebbe la sostanziale frustrazione delle finalità della postergazione stessa, dal momento che non si otterrebbe né un abbassamento del costo del nuovo credito né il

---

<sup>41</sup> D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 985 s.

<sup>42</sup> D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 986, nt. 37.

rispetto dei patti precedentemente assunti dal debitore a mezzo *covenant*.

In coerenza con il riconoscimento in capo al *senior* del diritto ai doppi dividendi, si ritiene che una volta interamente soddisfatto il credito di quest'ultimo non solo il creditore *junior* riacquisti il diritto a percepire la sua parte di dividendo ma acquisti altresì la parte che sarebbe spettata al *senior* ormai soddisfatto, e ciò come effetto naturale della stipulazione di un patto di postergazione, a prescindere quindi dall'esistenza di una specifica previsione contrattuale in tal senso<sup>43</sup>. Ovviamente una tale surroga nei diritti del *senior* produrrà conseguenze favorevoli per il *junior* nella sola misura in cui il patrimonio del debitore sia superiore per valore al credito *senior*. La evidenziazione di tale caratteristica permette così di escludere che la postergazione determini un trasferimento del credito dall'uno all'altro creditore, mentre si chiarisce come essa miri semplicemente ad assicurare al *senior* il vantaggio che egli venga pagato prima del *junior*, con la conseguenza che la pretesa relativa resta intatta e dovrà essere soddisfatta nei limiti di capienza del patrimonio del debitore. Ciò non significa ovviamente che non vi sia una portata attributiva del patto di postergazione,

---

<sup>43</sup> D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 987 ss., ove la precisazione (p. 989) che la mancata surroga del *junior* determinerebbe un arricchimento dei creditori non partecipanti all'accordo, con la riproposizione dei rischi di *free riding* che il sistema dei doppi dividendi mira ad evitare.

ma soltanto che l'effetto attributivo (e di trasferimento dal *senior* al *junior*) vada più correttamente delineato in coerenza con le finalità della postergazione stessa. Nondimeno, un tale effetto attributivo indica il raggio d'azione dello stesso patto, che nel determinare un trasferimento comporta una variazione del rapporto obbligatorio nel quale si innesta tale da rideterminare il contenuto dell'obbligo in capo al debitore dopo che a questi sia stato notificato il patto<sup>44</sup>, con modalità analoghe alla dinamica che si osserva nella cessione del credito.

### **2.3. Ancora sugli effetti della postergazione. Sull'indifferenza di essa riguardo ai creditori estranei al patto.**

I *circular priority problems*<sup>45</sup> si pongono tutte le volte in cui su un medesimo bene concorrono più creditori e non è chiaro a chi fra questi spetti il diritto di soddisfarsi per primo. In tema di subordinazione volontaria del credito, la maggioranza degli interpreti è, tuttavia, concorde nel ritenere che si tratti di un apparente problema di *circular priority* proprio perché un contratto *inter partes* non può determinare un mutamento

---

<sup>44</sup> D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 997.

<sup>45</sup> Per una panoramica delle varie ipotesi (e delle diverse soluzioni prospettabili) v. R. J. WOOD, *Circular priorities in secured transactions law*, in *47:4 Alberta Law Rev.*, 2010, p. 823.

dell'ordine di priorità dei creditori; in ragione di ciò si parla *Partial Subordination Approach*. In realtà la questione era stata così posta (e risolta) da G. Gilmore<sup>46</sup> negli anni sessanta del secolo scorso; se, infatti, si prende ad esempio la situazione nella quale esistono tre creditori (A, B, C) con priorità decrescente a soddisfarsi sul medesimo bene del comune debitore ed il primo di questi (A) stipuli con l'ultimo (C) un patto di postergazione in base al quale attribuisce il suo grado a C, si pone il problema se tale postergazione convenzionale determini la mera perdita della priorità da parte di A, che degraderebbe così all'ultimo posto (c.d. *Complete Subordination Approach*), o se, invece si assista ad uno scambio di posizioni fra A e C, senza che cioè il contratto produca effetti di alcun genere verso il terzo B<sup>47</sup> (c.d. *Partial Subordination Approach*). Questa seconda soluzione<sup>48</sup>, pur presentata come pressoché unanime<sup>49</sup>, è stata invero contrastata da alcune Corti statunitensi<sup>50</sup>, le quali hanno ritenuto che l'effetto proprio della

---

<sup>46</sup> G. GILMORE, *Security Interests in Personal Property*, Boston: Little, Brown & Co., 1965, § 39.1.

<sup>47</sup> Lo stesso GILMORE, *op. cit.*, § 39.1, p. 1021, ha cura di precisare che nel caso il cui il privilegio di A fosse più capiente della pretesa di C la postergazione opererebbe nei limiti di quanto necessario a consentire la soddisfazione prioritaria di C, continuando A a mantenere, per la parte restante, il privilegio originario, di modo che la posizione del terzo B non verrebbe minimamente scalfita.

<sup>48</sup> Nella Giurisprudenza statunitense v., per tutti, *ITT Diversified Credit Corp. v. First City Capital Corp.*, 737 S.W.2d 803 (Tex. 1987); *Bratcher v. Buckner*, 109 Cal. Rptr. 2d 534 (Ct. App. 2001).

<sup>49</sup> G. GILMORE, *op. cit.*, § 39.1, p. 1041.

<sup>50</sup> *AmSouth Bank v. J & D Fin. Corp.*, 679 So. 2d 695, 698 (Ala. 1996); *Shaddix v. Nat'l Surety Co.*, 128 So. 220, 224 (Ala. 1930); *Old Stone Mortgage & Realty Trust v. New Ga. Plumbing Inc.*, 236 S.E.2d 592, 594 (Ga. 1977); *Ladner v. Hogue*

*subordination* consista nella perdita *tout court* del grado (da parte di A nel nostro caso) con la conseguenza che tutti gli altri creditori (sia B che C) beneficino di tale rinuncia avanzando in corrispondenza. Invero, gli argomenti utilizzati da quest'ultima corrente interpretativa consistono nella valorizzazione linguistica del termine "subordination"<sup>51</sup> e dalla rilevazione della differenza fra *subordination* e *subrogation o assignment*<sup>52</sup>, così riportando la questione ad un problema di corretta interpretazione della volontà dei contraenti e di significato delle espressioni utilizzate<sup>53</sup>. Probabilmente, coglie nel segno chi<sup>54</sup>, scartata ogni astratta soluzione di tipo linguistico, ne fa una questione interpretativa a seconda che gli obiettivi negoziali siano quelli di operare uno scambio fra le posizioni detenute dai privilegiati ovvero di far regredire all'ultimo posto chi era il primo, così beneficiando anche chi non prende parte all'accordo. Evidentemente, in una tale prospettiva entrambe le possibilità sono astrattamente ipotizzabili

---

Lumber, 91 So. 2d 545, 547 (Miss. 1956); *McConnel v. Mortgage Inv. Co. of El Paso*, 292 S.W.2d 636, 638 (Tex. App. 1955).

<sup>51</sup> *AmSouth Bank*, 679 So. 2d 696.

<sup>52</sup> G. A. NATION III, *Circuitry of Liens Arising from Subordination Agreements: Conforting Unanimity No More*, in 83 *B.U. L. Rev.*, 2003, p. 605, riporta le seguenti definizioni tratte dal *Black's Law Dictionary*: *subordination*, the act or any instance of moving something (such as a right or claim) to a lower rank, class or position; *subrogation*, the substitution of one party for another whose debt the party pays, entitling the paying party to rights, remedies or securities that would otherwise belong to the debtor; *assignment*, the transfer of rights or property, non mancando tuttavia di osservare come l'approccio linguistico sia scivoloso, anche a causa dell'uso del termine *subordination* nello stesso senso di *assignment* nel corpo del testo del § 9 dell'UCC.

<sup>53</sup> *Old Stone Mortgage*, 236 S.E.2d 594.

<sup>54</sup> G. A. NATION III, *op. cit.*, p. 613 ss.



e la ricorrenza dell'una o dell'altra andrà verificata sulla base della individuazione della volontà di beneficiare o meno una terza parte, fermo restando che anche nell'ipotesi del semplice scambio di posizioni la terza parte non avrà di che lamentarsi, visto che la sua situazione non peggiora né migliora<sup>55</sup>, in applicazione peraltro del principio giuridico per cui *res inter alia acta tertiis nec prodest nec nocet*.

Sembra, peraltro, assai verosimile ritenere che –in mancanza di espressa previsione in un senso o nell'altro- sarà la valorizzazione delle concrete ragioni pratiche che hanno spinto alla stipulazione del patto ad illuminare quella che -in ambiente italiano- potremmo identificare come causa negoziale. Si può allora provvisoriamente osservare che si avrà postergazione del credito tutte le volte in cui la stipulazione del patto serve a consentire la concessione di un nuovo credito ovvero il sostanziale rispetto di obbligazioni precedentemente assunte (*i.e.: covenant*) di tal che essa sarà da intendersi efficace soltanto fra *junior* e *senior*, in quanto appunto

---

<sup>55</sup> È sempre G. A. NATION III, *op. cit.*, p. 608 ss., a notare che, nonostante i diversi effetti che le due modalità di postergazione produrrebbero in capo al creditore estraneo al contratto, è la rilevazione dell'indifferenza su un piano giuridico che un certo ammontare venga pagato al creditore originariamente privilegiato od invece ad un altro che prende il suo posto e grado, a togliere rilievo ai fini interpretativi alle aspettative che il creditore estraneo al patto potrebbe avere, dal momento che anche quando in concreto vi siano delle aspettative legittime in capo al terzo (per es. quando è verosimile che chi perde il grado verrà comunque pagato in ragione della sua posizione strategica, peggiorando così di fatto la posizione del terzo), ciò non potrebbe valere a superare il rilievo dell'indifferenza, ben potendosi peraltro realizzare le stesse finalità con altri strumenti (un incontestabile *assignment*, per esempio).

idonea a beneficiare soltanto chi, alternativamente, è in procinto di concedere il nuovo credito o può agire in forza dei diritti derivanti dal *covenant*. Analogamente, l'individuazione di un beneficiario determinato costituirà elemento sufficiente ad escludere ogni forma di rinuncia o di posposizione di grado.

#### **2.4. La postergazione non coincide con i versamenti a fondo perduto.**

Il caso oggetto della pronuncia *In re Dodge-Freedman Poultry Co.*, al di là della bontà della teoria del *Constructive Trust* nell'ambiente giuridico di riferimento, e le considerazioni sopra riportate circa la natura e gli effetti degli accordi di postergazione consentono intanto di mettere in evidenza in cosa, in definitiva, il credito postergato differisca dal versamento in capitale o a fondo perduto; se, infatti, si adotta il punto di vista del creditore beneficiario (i.e. il *senior*) è solo attraverso la postergazione che si assicura la possibilità di partecipare in misura maggiore al riparto del patrimonio della debitrice quando questa diventi insolvente o liquidi il suo patrimonio o, ancora, presenti un piano di ristrutturazione del debito o di concordato, mentre qualora il (mancato) *junior* avesse semplicemente rinunciato al suo credito (o, ugualmente, avesse convertito il finanziamento in capitale

proprio della società, o avesse direttamente conferito risorse anziché finanziare il creditore in questione non avrebbe particolari benefici se non un patrimonio un po' più consistente da dividere con tutti gli altri. È per tal via, allora, che si individua un peculiare carattere della postergazione (relativa) del credito, la cui appetibilità è evidentemente connessa alla sua rigorosa distinzione da tutte le forme di apporto alla società debitrice<sup>56</sup>, che pure dal punto di vista di chi è disposto alla postergazione potrebbero coincidere. Bisogna però ora vedere, anche onde verificare l'utilizzabilità di tal ultima importante suggestione nell'ambiente italiano, se ed in che senso possa funzionare il c.d. *double dividends system* in seno alla nostra legge fallimentare.

## **2.5. L'art. 62 l. fall. come esempio di utilizzo della tecnica del *double dividends system* nella legge fallimentare.**

Un caso di previsione legislativa compatibile con lo strumento dei *double dividends*, che abbiamo visto essenziale all'utile funzionamento dei patti di postergazione relativa, è dato dal primo

---

<sup>56</sup> In analoga direzione si muovono le considerazioni di D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 981, espresse in critica al modo in cui è stato risolto il caso *First Nat'l Bank v. American Foam Rubber Corp.*, cit.

alinea del terzo comma dell'art. 62 l. fall.<sup>57</sup>, a mente del quale “il creditore ha diritto di farsi assegnare la quota di riparto spettante al coobbligato fino a concorrenza di quanto ancora dovutogli”. Come si vede la possibilità che uno dei creditori venga soddisfatto con priorità rispetto ad un singolo creditore, senza che si dia luogo ad un'ipotesi di privilegio in senso proprio, esiste ed è evidentemente compatibile con l'insieme di regole che presiedono alla distribuzione dell'attivo fallimentare.

Il fatto, poi, che la disciplina positiva richiamata risponda ad una precisa logica e vada inquadrata nella più generale regolamentazione dei rapporti fra coobbligati in solido in caso di fallimento di uno di questi<sup>58</sup>, non sembra possa togliere forza all'argomento sopra delineato, anche quando si voglia intendere la previsione di carattere eccezionale. Il punto che qui si vuole affermare non è, infatti, che la previsione di legge, e il beneficio ivi accordato al creditore comune, sia utilizzabile in altri ambiti, ma che è la legge stessa a far uso di uno strumento in tutto

---

<sup>57</sup> La individuazione di tale ipotesi quale esempio legislativo di funzionamento di un meccanismo corrispondente al *double dividend system* si deve a D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 19 ss. Lo stesso Autore (p. 169 ss.) rinviene nella previsione in parola una ipotesi autonoma di postergazione legale, definita invero “involontaria”.

<sup>58</sup> Per i relativi problemi, v. S. BONFATTI, *Il coobbligato del fallito nel fallimento*, Milano, 1989; B. INZITARI, *Effetti del fallimento per i creditori* (art. 51-63), in *Commentario alla legge fallimentare* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1988, p. 240 ss.; R. VACCARELLA, *La solidarietà passiva nel fallimento*, in *Dir. Fall.*, 1967, I, p. 46 ss.; F. S. MARTORANO, *Sub artt. 61-63*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, a cura di Jorio e Fabiani, Bologna 2006, p. 845 ss.; A. COPPOLA, *Sub artt. 61-63*, in *La nuova legge fallimentare*, a cura di Nigro e Sandulli, I, Torino, 2006, p. 355 ss.; G. SICCHIERO, *Il regresso nel fallimento (artt. 61-63, l. fall.)*, in *Contratto e impresa* 2011, p. 1351 ss.

corrispondente con quello dei doppi dividendi<sup>59</sup>. D'altro canto non sembrano emergere dal complesso delle norme che disciplinano il concorso fallimentare elementi contrari al funzionamento, in seno alla procedura, di un tale meccanismo. Non certo sotto il profilo degli interessi degli altri creditori, dal momento che è proprio il sistema in parola ad assicurare l'indifferenza della stessa postergazione per i creditori estranei, al punto che la verifica di compatibilità di un tale sistema con l'ordinamento concorsuale sembra essere condizione imprescindibile per l'effettiva utilizzabilità della stessa postergazione volontaria, la cui piena legittimità è proprio basata sulla neutralità dei suoi effetti verso i creditori estranei.

Nemmeno possono rilevarsi ostacoli in punto di aggravamento delle funzioni degli organi della procedura, dato che assegnare una somma all'uno o all'altro creditore non fa differenza e che la pretesa del *senior* verrà valutata sulla base della domanda, al pari di ogni altra pretesa.

Piuttosto sembra da evidenziare in cosa consistano le condizioni di proponibilità di una tale pretesa in costanza di procedura. Com'è noto, infatti, il curatore in una prima fase invita i creditori ad

---

<sup>59</sup> Così D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 172, ove anche (nt. 254) l'evidenziazione dell'interessante corrispondenza lessicale con l'art. 790 dell'abrogato codice di commercio, che a proposito della disciplina del creditore di più debitori in solido fa riferimento alla posizione di questi una volta "riscossi *i due dividendi*", ossia il proprio e quello che sarebbe spettato al coobbligato o al fideiussore.

avanzare le proprie pretese verso l'impresa fallita a mezzo domanda di ammissione al passivo, il cui accoglimento passa dall'accertamento, in una prima fase di tipo sommario, che farà il giudice delegato per ciascuna domanda e sulla base delle motivate conclusioni del curatore, il tutto secondo il procedimento delineato dagli artt. 92 ss. l. fall. (domanda di ammissione-progetto di stato passivo-udienza di discussione-formazione ed esecutività dello stato passivo-eventuali opposizioni). Ora, premesso che l'accertamento dei crediti e la stessa efficacia esecutiva è limitata all'ambito della procedura fallimentare, sarà il creditore *senior* a dover richiedere l'assegnazione, oltre che della somma proporzionata al suo credito, anche della parte di pertinenza del *junior*, così seguendo l'indicazione operativo-procedurale che viene dall'art. 62 l. fall., da applicarsi così analogicamente. In alternativa, potrebbe pensarsi che sia il *junior* a doversi insinuare per l'intera sua pretesa, per poi trasferire –successivamente all'incasso- le somme al *senior* fino a concorrenza del suo diritto di credito, un po' come prevede il *Model Simplified Indenture*<sup>60</sup>.

Certo è che la conclusione nel primo senso, al di là dell'indicazione normativa di cui all'art. 62 l. fall., è prospettabile solo a condizione

---

<sup>60</sup> Pubblicato in 38 *Bus. Law.* 741 (1982-1983).

che sia opponibile al debitore, oramai fallito, la postergazione negoziale<sup>61</sup>.

Diversamente, qualora la postergazione abbia mera efficacia interna fra i due creditori ovvero non sia per altro verso opponibile al fallimento, non si avrà evidenza della stessa in ambito fallimentare, con la conseguenza che in tal caso il *junior* dovrà insinuare il suo credito, salvo corrisponderne il beneficio economico al *senior* una volta ottenuto il pagamento. La distinzione fra accordi con efficacia esterna ovvero meramente interna sembra legittima e poggia sulle stesse considerazioni che la dottrina fa in tema di accollo c.d. interno<sup>62</sup>. Ossia attiene all'estensione che all'accordo hanno voluto dare le parti, alle quali non può ritenersi precluso convenire la rilevanza dell'accordo soltanto nei loro rapporti patrimoniali, consegnando così soltanto a strumenti di tipo restitutorio e/o risarcitorio la tutela delle rispettive ragioni. Ciò significherà che in nessun caso il beneficiario potrà pretendere da terzi il rispetto del suo diritto, ed in tal senso un problema di inopponibilità nemmeno si pone proprio perché tutto è risolto

---

<sup>61</sup> In tal senso anche D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 21

<sup>62</sup> Com'è noto una tale forma di accollo non è legislativamente prevista, che è limitata infatti all'accollo con efficacia verso il creditore secondo lo schema del contratto a favore del terzo, per cui v. R. CICALA, *Saggi sull'obbligazione e le sue vicende*, Napoli, 2001, p. 15 ss., spec. p. 27 ove la precisazione che la produzione di effetti verso il creditore dipenda dalla effettiva volontà delle parti; v. pure, in diversa prospettiva, P. RESCIGNO, *Studi sull'accollo*, Milano, 1958, p. 10 s. Se ciò è vero per l'accollo non si vede per quale ragione negare ai creditori parti dell'accordo di postergazione di scegliere che tipo di estensione dare alla propria convenzione, puntando o meno alla sua opponibilità al comune debitore.

preventivamente in punto di (mancanza di) legittimazione, mentre la tutela delle sue ragioni resterà confinata all'azione di danni verso il *junior*, ed a valere pertanto esclusivamente sul patrimonio di costui<sup>63</sup>. Tuttavia, tale efficacia meramente interna sarà normalmente solo apparente, almeno a voler restare nella naturale fisionomia degli accordi di subordinazione, perché è destinata a proiettarsi all'esterno in tutti i casi di violazione dell'obbligo incombente sul *junior*, quantomeno quando vi sia almeno nel contratto la previsione di un tale potere al fine di assicurare all'avente diritto una tutela sugli eventuali riparti futuri.

Diventa a questo punto necessario, anche per poter stabilire quali sono le condizioni di opponibilità degli accordi di postergazione ai terzi ed al fallimento, indagarne la funzione e quindi la struttura<sup>64</sup>.

## **2.6. La postergazione volontaria non è un'ipotesi di cessione del credito in garanzia.**

---

<sup>63</sup> Al pari di quello che avviene nell'accollo interno, ove l'accollato potrà utilizzare tutte le azioni contrattuali dipendenti dall'inadempimento ma non potrà mai rivolgersi al terzo creditore, come invece potrebbe nella fattispecie dell'art. 1273 c.c. onde pretendere ad esempio la preventiva escussione dell'obbligato principale; pone bene in evidenza che in caso di accollo interno non vi è assunzione del debito U. LA PORTA, *l'assunzione del debito altrui*, in *Trattato Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger*, Milano, 2009, p. 285 ss.

<sup>64</sup> Per la necessaria relazione fra funzione e struttura di un dato negozio si rimanda al pensiero di G. GORLA, *Il contratto*, Milano, 1955, p. 463 ss.; ID. *Il dogma del <<consenso>> o <<accordo>> e la formazione del mandato gratuito nel diritto continentale*, in *Studi in memoria di F. Vassalli*, II, Torino, 1960, p. 921 ss., cui adde le considerazioni di G. BENEDETTI, *Dal contratto al negozio unilaterale*, Milano, 1969, p. 39 ss.



Nel primo studio monografico dedicato al tema<sup>65</sup>, il segmento effettuale consistente nell'attribuzione al *senior* del diritto di ottenere il pagamento che sarebbe spettato al *junior* fino all'integrale soddisfazione del credito, da ritenersi attuale solo all'apertura del concorso, viene causalmente ricondotto ad una cessione di credito in funzione di garanzia, che tale emergerebbe dall'analisi dei testi contrattuali, ed in particolare in considerazione:

- dell'attribuzione al *senior* di tutti poteri di esercizio e di tutela del credito;
- della compatibilità di un tale effetto traslativo con il regime delle procedure concorsuali, di tal che non si avrebbe necessità di alcuna alterazione delle stesse per far funzionare la postergazione;
- della normale previsione dell'operatività della postergazione fino a completa soddisfazione del beneficiario, in ciò evidenziandosi il ricorrere della causa di garanzia perché appunto funzionale a

---

<sup>65</sup> S. VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000, p. 155 ss. L'Autrice, sul presupposto che esistano varie forme di postergazione non riducibili ad unità sul piano della fattispecie, riserva la qualificazione richiamata nel testo a quella che chiama subordinazione specifica del credito, ossia all'ipotesi di subordinazione stabilita a favore di un singolo creditore, dalla quale promanerebbero un obbligo di *non facere*, corrente fra *junior* e *senior* e consistente nell'impegno a non esigere il credito (a cui si accompagnerebbe analogo obbligo a non adempiere la prestazione da parte del debitore verso il *junior*), ed un obbligo di dare, che diventerebbe attuale all'apertura di una procedura concorsuale e determinerebbe in capo al *senior* il diritto di pretendere il pagamento della prestazione spettante al *junior*, direttamente dal debitore o indirettamente attraverso l'intermediazione del *junior*, così integrando nell'eventualità del concorso l'obbligo negativo, non più adeguato al raggiungimento degli scopi negoziali. Sarebbe aderire a tale impostazione A. TULLIO, *La postergazione*, cit., p. 340, nt. 252.

garantire la soddisfazione del credito e non a trasferire semplicemente tutti i proventi del diritto ceduto<sup>66</sup>.

A conforto della conclusione si portano, inoltre, alcuni argomenti utilizzati dalla dottrina di *common law*<sup>67</sup>; in contrario deve però subito osservarsi che in ambiente di *common law l'assignment* ha una portata generale, che vale la nostra "alienazione/attribuzione", ma non designa il contenuto del diritto attribuito, risultando così fuorviante attribuire a chi parla di *assignment* per la postergazione<sup>68</sup> la qualificazione della stessa in termini di cessione di credito.

Peraltro, sono molti gli argomenti che militano in direzione diversa dalla cessione del credito, anche a voler confinare l'analisi alla sola ipotesi di c.d. subordinazione specifica<sup>69</sup>.

Anzitutto, se la postergazione fosse una cessione di credito in garanzia non vi sarebbe alcuna peculiarità del fenomeno, mentre invece si è visto che l'attenzione di cui è stata fatta oggetto,

---

<sup>66</sup> Per la valorizzazione dell'obbligo in capo al cessionario di restituzione della differenza con il credito garantito al fine di individuare il ricorrere della causa di garanzia nella cessione del credito, v. P. PERLINGIERI, *Della cessione dei crediti*, in *Commentario al cod. civ.* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1982, p. 41.

<sup>67</sup> Il riferimento è ai lavori di D. G. CARLSON, *A Theory , of Contractual Debt Subordination and Lien Priority* cit., p. 979 e di P. WOOD, *The law of subordinated debt*, London, 1990, p. 10, per come citati da S. VANONI, *I crediti subordinati*, cit., p. 157, nt. 17.

<sup>68</sup> Il riferimento è a D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 996, che però imposta il discorso in termini di *assignment* in contrapposizione alle altre teorie che ricorrono genericamente all'*equity* ovvero alla *demotion theory*, così mettendo in evidenza la peculiarità attributiva della postergazione ma non già equiparandola ad una cessione del credito, bensì concludendo per l'individuazione di "a proprietary claim of the senior creditors in an asset of the junior creditor" (p. 1034).

<sup>69</sup> Così come individuata da S. VANONI, *I crediti subordinati*, cit., p. 143 ss.

soprattutto dagli studiosi nordamericani, è tutta tesa a dimostrare la legittimità del solo impegno a consentire ad uno o più creditori di soddisfarsi aumentando le proprie aspettative della parte spettante a chi subisce la postergazione<sup>70</sup>, secondo il descritto meccanismo dei doppi dividendi. Inoltre, il contenuto della posizione giuridica riconosciuta al *senior* sembra essere molto diversa dal diritto di credito pieno acquistato dal cessionario pur in funzione di garanzia. Se, infatti, il cessionario in garanzia diventa a tutti gli effetti il nuovo creditore, pur con le limitazioni che debbono connettersi alla causa del trasferimento<sup>71</sup>, il *senior* non acquista tale qualità nemmeno per un momento, e nemmeno a valle dell'apertura della procedura concorsuale; il *senior* non può certamente disporre del credito del *junior*, non ha titolo autonomo per agire verso il debitore, ma allegando la postergazione a suo favore può al più pretendere l'osservanza degli impegni assunti da parte del *junior* ovvero –nei casi di opponibilità al fallimento– pretendere una maggior quota di riparto<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> Per la precisazione che il *double dividend system* non vada preso alla lettera ma significhi più propriamente che il *senior* aumenta la propria possibilità di soddisfazione della parte spettante al *junior*, v. D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 982, nt. 27.

<sup>71</sup> Per la evidenziazione della "titolarità funzionale" del credito acquistato in garanzia v. F. ANELLI, *L'alienazione in funzione di garanzia*, Milano, 1966, p. 226 ss.; per la individuazione delle peculiari posizioni giuridiche predicabili in capo ai soggetti coinvolti dalla cessione di crediti in garanzia v. U. STEFINI, *La cessione del credito con causa di garanzia*, Padova, 2007, p. 181 ss.

<sup>72</sup> Per considerazioni analoghe cfr. D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 39 ss.

Quello della compatibilità dello strumento traslativo in garanzia con le procedure concorsuali, poi, non è evidentemente un argomento utile a provare la qualificazione proposta, che deve invece essere condotta prioritariamente sulla base del contenuto e della direzione della volontà negoziale.

Quanto, infine, alla rilevazione della causa di garanzia nella previsione dell'ammontare del credito del beneficiario quale limite oltre al quale lo stesso non ha più diritto a riscuotere o a trattenere le somme, si tratta certamente di una precisazione molto importante per la ricostruzione della figura, comune cioè anche al (la causa del) negozio di subordinazione, ma evidentemente attinente al diverso ambito dell'individuazione della giustificazione dell'attribuzione patrimoniale non già per la determinazione dell'ampiezza dell'effetto attributivo.

Si può, perciò, concludere che la postergazione negoziale non è una cessione del credito in funzione di garanzia.

## **2.7. La postergazione non è un *pactum de non petendo*.**

Soprattutto in relazione all'impegno assunto dal *junior* di non richiedere il pagamento del proprio credito sinché non venga soddisfatto il *senior*, che abbiamo visto caratteristico effetto della figura in questione, la postergazione è stata in certi casi avvicinata

al *pactum de non petendo ad tempus*<sup>73</sup>. In contrario è stato, tuttavia, osservato come la previsione dell'art. 55 della l. fall., nel determinare la immediata scadenza di tutti debiti del fallito, si ponga in contrasto con un tale inquadramento, finendo cioè per togliere efficacia anche ad un tale patto di provvisoria inesigibilità. A mo' di aggiunta c'è, però, da osservare che, posta come convincente la distinzione fra *pactum de non petendo* e remissione<sup>74</sup>, si tratterebbe comunque di uno strumento -quello del *pactum* in discorso- incompatibile proprio con gli obbiettivi della postergazione, che -siccome indirizzata a far ottenere al *senior* ciò che dovrebbe ottenere il *junior* in sede fallimentare- sarebbe irrimediabilmente neutralizzata da un meccanismo che ne determinasse l'inesigibilità, anche ammesso che possa avere la forza di derogare alla previsione dell'art. 55 l. fall.<sup>75</sup>, visto che allora

---

<sup>73</sup> In realtà l'accostamento indicato nel testo non si trova mai esplicitamente fatto proprio da alcuno nella dottrina italiana. Esso viene per lo più utilizzato al solo fine di una critica, per così dire preventiva, della possibilità di ricomprendere la postergazione fra le ipotesi di *pactum de non petendo*. V. in tal senso G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti postergati nel diritto italiano*, cit., p. 133, che invero riferisce della prospettazione di tale tesi da parte della dottrina tedesca e fa rinvio a R. SERIK, *Überschuldete Gesellschaft und konkursabwendender Forderungsrücktritt eines Nichtgesellschafters*, in ZIP, 1980, p. 13 s.

<sup>74</sup> P. PERLINGIERI, *La dilazione come vicenda modificativa del regolamento del rapporto*, in *Dir. Giur.*, 1969, p. 699 ss.; F. RUSCELLO, «*Pactum de non petendo*» e *vicenda modificativa del rapporto obbligatorio*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1976, II, p. 198 ss.; M. ORLANDI, *Pactum de non petendo e inesigibilità*, Milano, 2000, p. 158 ss. In giurisprudenza v. la analoga posizione ormai consolidata di Cass. n. 28774 del 27 dicembre 2005; Cass. n. 27386 del 12 dicembre 2005.

<sup>75</sup> Risultato che sul piano pratico potrebbe, invero, essere alternativamente raggiunto attraverso l'omissione da parte del *junior* dell'insinuazione al passivo, come nota S. VANONI, *I crediti subordinati*, cit., p. 47 nt. 41, e tuttavia anche in tale contesto evidenziandosi una volta di più l'incompatibilità dello strumento con il patto di postergazione.

il senior non potrebbe pretendere i c. dd. doppi dividendi per tutta la durata del patto. Resta solo da precisare come in realtà il richiamo al *pactum de non petendo* venga fatto per spiegare il funzionamento della postergazione stabilita a favore di tutti i creditori, situazione che per una certa prospettiva interpretativa<sup>76</sup> dovrebbe divergere da quella relativa qui direttamente analizzata.

## **2.8. La postergazione non è una forma di limitazione della responsabilità del creditore.**

La tesi, autorevolmente sostenuta in relazione alle forme di postergazione bancaria<sup>77</sup>, rinviene nelle clausole di postergazione la fonte di inesigibilità del credito da parte dei *junior*, in una declinazione diversa dal *pactum de non petendo* in quanto legata più al fatto della preventiva soddisfazione dei beneficiari che non alla pattuizione di un periodo di inesigibilità. Tuttavia, deve osservarsi, in contrario, come la postergazione non miri affatto a

---

<sup>76</sup> Il riferimento è principalmente al pensiero di D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 42, secondo il quale mentre nella postergazione relativa si tratterebbe di un fenomeno di redistribuzione dei riparti endofallimentari, nella postergazione assoluta il fenomeno sarebbe ontologicamente diverso e consisterebbe nell'arretramento del rango del credito.

<sup>77</sup> R. COSTI, *La riforma delle Casse di Risparmio: problemi giuridici*, in *Giur. Comm.*, 1982, I, p. 464; cui *adde* le considerazioni di G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti postergati nel diritto italiano*, cit., p.137, che parla di garanzia atipica realizzata attraverso un patto limitativo dell'obbligo di restituzione. In tale ultimo senso, anche A. TULLIO, *La postergazione*, cit., p. 292 ss.

limitare la responsabilità del comune debitore<sup>78</sup>, né in senso patrimoniale né più specificamente dal punto di vista della determinazione della responsabilità per l'adempimento del credito postergato. Sotto il profilo della responsabilità patrimoniale, l'esposizione del debitore alle azioni esecutive dei suoi creditori rimane tale e quale, ed anzi si è sopra specificato che l'effetto proprio della postergazione è quello di far ottenere la prestazione prima al *senior* e poi al *junior*, trovando tale obiettivo possibilità di attuazione anche in caso di liquidazione concorsuale del detto patrimonio, attraverso il meccanismo dei doppi dividendi; tanto è vero che l'insinuazione al passivo fallimentare del credito postergato avverrà per intero<sup>79</sup>. Ovviamente ci sarà sempre un problema –per così dire– di tipo quantitativo, nel senso che la soddisfazione di tutti i creditori è una variabile strettamente dipendente dalla capienza del patrimonio; ciò non di meno c'è una differenza chiarissima tra il non ottenere soddisfazione del proprio credito perché si è esonerato/liberato il debitore della prestazione o perché il debitore non dispone dei mezzi patrimoniali per

---

<sup>78</sup> Analogamente, D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 36 s.; ritiene non trattarsi di patto limitativo della responsabilità nel senso dell'art. 2341, 2° c., c.c., perché si avrebbe soltanto incidenza sulle caratteristiche dell'obbligo di rimborso, che risulterebbe inefficace o rinviato al verificarsi di determinati eventi, S. VANONI, *I crediti subordinati*, cit., p. 108 ss.

<sup>79</sup> Così D. GALLETI, «Elasticità» della *fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, cit., p. 257, il quale riviene in ciò la ragione per non considerare la postergazione una forma di limitazione di responsabilità, donde inferire la necessità della specifica approvazione per iscritto, dovendosi invece ritenere demandata alla disciplina in tema di trasparenza delle operazioni bancarie la tutela degli investitori e del risparmio (*loco cit.*).

soddisfarla, restando la postergazione certamente attratta in questa seconda orbita.

Anche sotto il profilo del contenuto del patto di postergazione, può dirsi che gli obiettivi negoziali sono sempre circoscritti nel beneficiare uno o più creditori o una categoria di essi, di modo che –dal punto di vista del debitore- la misura della sua responsabilità rimane inalterata, salvo semmai dover pagare prima il *senior* e poi il *junior*. Né sembra che la questione debba essere diversamente impostata a seconda che la postergazione riversi i suoi effetti favorevoli genericamente su tutti i creditori chirografari, come nel caso delle obbligazioni bancarie appunto, o su alcuni soltanto e specificamente individuati, dal momento che in entrambi i casi possono osservarsi allo stesso modo le dinamiche sopra esplicitate. D'altra parte, la ragione per la quale le passività postergate concorrono alla composizione del patrimonio di vigilanza ha precise e razionali basi economiche nel fatto che, alle condizioni richieste dalla legge e dalle istruzioni di vigilanza, la loro emissione non intacca la solidità patrimoniale della banca per ciò che riguarda il livello di rischio e la tutela degli interessi dei terzi, che appunto dalla emissione postergata non possono per definizione veder diminuite le proprie possibilità di soddisfazione. Ma ciò non comporta affatto, sotto il profilo giuridico, che il loro



inquadramento debba essere diverso dalle altre forme di postergazione.

## **2.9. Il ricorso al meccanismo condizionale per spiegare il funzionamento della postergazione. Critica.**

Il più consistente inquadramento della dottrina italiana è quello che fa ricorso al fenomeno condizionale per spiegare cosa avviene quando un credito è postergato<sup>80</sup>. Occorre però a questo punto precisare come, seppur è vero che la tesi appena evocata sia stata espressamente elaborata in riferimento ai prestiti subordinati<sup>81</sup>, non sembri necessario limitarne la sua portata alla sola postergazione c.d. assoluta<sup>82</sup>. L'inquadramento appare cioè di portata generale, ed impone che se ne vagli la robustezza in relazione a tutte le ipotesi di postergazione<sup>83</sup>.

È stato, infatti, proposto di considerare l'esigibilità del credito postergato sottoposta alla doppia condizione sospensiva i) del fatto che alla scadenza del relativo debito il debitore non sia in stato di liquidazione volontaria ovvero non sia assoggettato a procedura

---

<sup>80</sup> L'elaborazione si deve a G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti postergati nel diritto italiano*, cit., p.132 s.; la fa propria di recente A. TULLIO, *La postergazione*, cit., p. 292 ss.

<sup>81</sup> Così G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti postergati nel diritto italiano*, cit., p.132.

<sup>82</sup> S. VANONI, *I crediti subordinati*, cit., p. 51 ss.; A. TULLIO, *La postergazione*, cit., p. 292 ss.

<sup>83</sup> Si muove metodologicamente nella stessa direzione, D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 27 ss.

concorsuale e che ii), qualora si verifichi la condizione *sub i*), vengano prioritariamente soddisfatti tutti i creditori non postergati<sup>84</sup>. La rilevazione delle obiettive differenze fra la liquidazione volontaria, ove la postergazione si ridurrebbe ad una proroga di scadenza del prestito, e le procedure concorsuali, ove in ragione della previsione dell'art. 55 l. fall. tutti i debiti si considerano scaduti all'apertura del concorso così che la postergazione in tali casi dovrebbe atteggiarsi a rinuncia a partecipare ai riparti della massa sinché non siano stati pagati i non postergati, porta a considerare la postergazione un patto di proroga della scadenza ovvero una rinuncia a partecipare ai riparti della massa, sotto la condizione risolutiva della preventiva soddisfazione dei creditori non postergati<sup>85</sup>. Ovviamente, mentre il ricorso alla doppia condizione sospensiva serve a dar conto (dell'individuazione dell'operatività) della postergazione in punto di esigibilità del credito (che rimane intatta fino al verificarsi dell'evento condizionante e, in caso di avveramento, riprende vigore a valle del verificarsi del secondo evento condizionante), il meccanismo condizionale risolutivo definisce le condizioni di permanenza della proroga ovvero della rinuncia<sup>86</sup>.

---

<sup>84</sup> G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti postergati nel diritto italiano*, cit., p.132.

<sup>85</sup> G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti postergati nel diritto italiano*, cit., p.133.

<sup>86</sup> Deve qui evidenziarsi come l'evento condizionante, rappresentato dalla preventiva soddisfazione dei creditori non postergati, sia comune tanto ad una condizione sospensiva che ad una risolutiva, con tutte le criticità connesse alla

Tale impostazione è stata criticata perché, al di là delle possibili sovrapposizioni linguistiche date dalla fungibilità –anche nel linguaggio legislativo (es. art. 1353 c.c.)- dei verbi subordinare e condizionare, l’obiettivo della postergazione non è mai quello di regolare l’efficacia del patto<sup>87</sup>, persino nella ipotesi di *contingent subordination*<sup>88</sup>. Si è così osservato che parlare di negozio condizionato in ragione del fatto che la soddisfazione dei creditori subordinati dipende dalla previa soddisfazione dei beneficiari equivarrebbe a sussumere sotto il meccanismo condizionale anche le aspettative di soddisfazione dei chirografi quando la presenza di privilegiati e l’incapienza patrimoniale del debitore renda la loro soddisfazione un evento futuro ed incerto<sup>89</sup>. Si è pure evidenziato che i crediti postergati non seguono la disciplina concorsuale dei crediti condizionali, dal momento che per essi non si provvede agli accantonamenti di cui all’art. 55 e 113 l. fall.<sup>90</sup>, come non mancano

---

circostanza che un unico evento possa all’un tempo determinare l’efficacia e la risoluzione del vincolo da postergazione.

<sup>87</sup> D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 28.

<sup>88</sup> In effetti, come si è già avuto modo di notare *supra* nota 19 cap. I, vi è stato un acceso dibattito fra gli interpreti statunitensi proprio sul termine da utilizzare per designare le ipotesi di postergazione non immediatamente operative; con l’intento di chiarire che il patto di postergazione produce sin dalla sua stipulazione il suo effetto tipico, rifiutandosi così ogni possibilità di ricorso ad un meccanismo analogo a quello condizionale, va letta la proposta di D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 983, di utilizzare il termine *contingent* al posto di *inchoate*, a cui ricorre invece M. D. CALLIGAR, *Subordination Agreements*, cit., p. 377 ss.

<sup>89</sup> D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 30, analogamente, D. GALLETTI, «Elasticità» della fattispecie obbligatoria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, cit., p. 256.

<sup>90</sup> In tal senso, oltre a D. VATTERMOLI, *Loco cit.*; S. BONFATTI, in S. BONFATTI-P.F. CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011, p. 371.

di riconoscere gli stessi fattori della condizione<sup>91</sup>. In definitiva, si riporta la subordinazione, tanto volontaria che legale, nell'ambito dell'ordine di soddisfacimento delle obbligazioni del debitore comune, degradando la eventualità che i postergati possano rimanere insoddisfatti da una fattispecie condizionale in senso tecnico ad una circostanza di fatto definibile condizionata nello stesso senso di "postergata"<sup>92</sup>.

Tuttavia, nemmeno una tale sistemazione convince. Intanto perché il riferimento alla condizione serve per spiegare la circostanza che il creditore postergato può riscuotere il suo credito fino al verificarsi dell'evento condizionante, ovvero che -verificatasi la prima condizione- potrà pretendere l'adempimento solo dopo che i non postergati siano stati soddisfatti integralmente; d'altra parte pretendere di dimostrare che la postergazione non è una condizione perché altrimenti lo stesso discorso dovrebbe valere nel rapporto privilegiati-chirografari<sup>93</sup> si risolve in una tautologia perché si presuppone (la postergazione incide sulla graduazione dei crediti, come un privilegio al contrario) ciò che si dovrebbe dimostrare.

---

<sup>91</sup> In effetti è lo stesso G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti postergati nel diritto italiano*, cit., p.141, ad affermare che la postergazione modifica l'ordine di distribuzione di cui al 111 l. fall., creando una quarta categoria di creditori, per i quali non bisogna provvedere agli accantonamenti di cui all'art. 113 l. fall.

<sup>92</sup> D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 33.

<sup>93</sup> Così D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 30.

Il punto è invece quello di capire se a valle della pattuizione della postergazione<sup>94</sup>, o –il che è lo stesso- a seguito del verificarsi dei presupposti di legge che la fanno “scattare”, gli effetti tipici della postergazione si verificano immediatamente ovvero se sono sottoposti ad una qualche condizione. Ovvero, detto diversamente, se i beneficiari della postergazione ottengono immediatamente gli effetti della stessa ovvero se tali effetti siano futuri ed incerti in dipendenza dell’avverarsi della condizione.

Ecco che, così impostato il discorso, diventa subito evidente quello che è già stato notato a proposito della *contingent subordination* dalla dottrina statunitense, ossia che non c’è alcun motivo per ritenere gli effetti propri del patto di postergazione volontaria non immediati ma rimandati ad un momento successivo<sup>95</sup>. A ben vedere, infatti, non solo la postergazione è certa e definitiva indipendentemente dalle circostanze presenti le quali diventa operativa, ma produce sin da subito i suoi effetti tipici, tanto nella forma *contingent* che in quella *complete*. Piuttosto, sembra che in dottrina si faccia lo stesso errore di sovrapposizione che per tanto tempo si è fatto a proposito di prestazione di garanzia e causa di

---

<sup>94</sup> Ovviamente, in tale ambito rientrano tutte le forme di postergazione volontaria, là dove la differenza attiene solo alle modalità con le quali la postergazione viene concordata, essendo l’unico oggetto della convenzione nelle ipotesi di postergazione relativa ed uno degli elementi dell’accordo (con l’emittente) nel caso di emissione di obbligazioni.

<sup>95</sup> D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, cit., p. 1001 s., seppur con la precisazione che l’immediata efficacia viene predicata in riferimento all’effetto tipico del patto di subordinazione, che l’Autore individua in un’attribuzione a favore del *senior* (*assignment*).

garanzia: una digressione sul tema è a questo punto necessaria per dimostrare in che senso si ritiene di dover distinguere fra l'effetto proprio della postergazione e la diversità degli interessi che possono giustificare l'adozione (ossia: la causa negoziale che vi dà luogo o gli interessi legislativamente protetti attraverso di essa).

**2.10. La prestazione di garanzia come fattispecie ad effetto immediato, anche nel caso di garanzia per obbligazioni future. Analogie con la fattispecie della postergazione.**

Partendo da una constatazione di carattere generale, che sembra valere per ogni negozio a causa di garanzia, deve dirsi che il legame dell'obbligo da garanzia con l'obbligazione garantita, anche quando caratterizzato da accessorietà, non è mai tale da incidere sulla fonte della garanzia stessa; il negozio costitutivo della garanzia resta cioè "autonomo", in quanto dotato di una sua causa, di un suo oggetto e così via, senza che i suoi "elementi" possano in alcun modo essere considerati una replica (del negozio costitutivo) della obbligazione garantita. Ciò è confermato innanzi tutto dalla circostanza che, in materia di fideiussione (art. 1939), il codice civile detta la disciplina della rifluenza delle invalidità della obbligazione garantita sul rapporto di garanzia ma nulla dice sull'invalidità del negozio di garanzia, lasciando così necessariamente intendere che

per gli elementi costitutivi valgono le regole generali di validità. Val quanto dire che sono del tutto autonomi rispetto alla validità della fonte dell'obbligazione garantita<sup>96</sup>.

Certo la causa di garanzia è concepibile da un punto di vista logico soltanto in relazione ad una obbligazione da garantire, ma ciò non impone assolutamente di pensare un rapporto di identificazione con una specifica obbligazione.

In questa materia, per la verità, si ha spesso l'impressione che le sistemazioni vengano influenzate dall'eccessiva considerazione che si riserva alla nota dell'accessorietà ed alla sovrapposizione di essa con la stessa causa di garanzia<sup>97</sup>. In realtà, come la dottrina più

---

<sup>96</sup> L'assunto non dovrebbe aver bisogno di dimostrazione, e d'altra parte nessuno dubita che l'indagine relativa ai vizi del volere della manifestazione di volontà dell'assunzione della garanzia prescindendo del tutto dalla medesima indagine circa la fonte dell'obbligazione garantita. E lo stesso vale per ogni altro elemento costitutivo della fattispecie. L'esplicita affermazione dell'autonomia dei vizi del negozio di fideiussione si trova in A. GIUSTI, *La fideiussione e il mandato di credito*, in *Trattato Cicu-Messineo*, vol. XVIII t. 3, Milano, 1998, p. 115; cui *adde* M. FRAGALI, *Della fideiussione. Del mandato di credito*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1968, p. 196 ss., per l'analisi dei vizi propri della fideiussione.

<sup>97</sup> In questo errore di prospettiva sembra cadere G. BISCONTINI, *Assunzione di debito e garanzia del credito*, Napoli, 1993, p. 197 ss., il quale ritiene l'accessorietà causalmente necessaria per giustificare la prestazione del terzo garante ed afferma che in mancanza di essa accessorietà debba necessariamente ricorrersi ai negozi di assunzione cumulativa del debito altrui. Invero, l'accessorietà è un carattere necessario quando il negozio di garanzia è fondato causalmente sull'obbligazione preesistente, ed allora sembra davvero eccessivo ritenere l'autonomia negoziale costretta fra l'accessorietà e l'assunzione del debito altrui. Anche a tacere ogni riserva di ordine metodologico, questo significherebbe ignorare il dibattito, ed i risultati raggiunti, in tema di contratto autonomo di garanzia, rispetto al quale non sembra possibile disconoscere una funzione di garanzia, una volta che se ne ammetta la validità. Certo, è possibile utilizzare i negozi di assunzione del debito altrui per assicurare la "garanzia" di una più certa soddisfazione al creditore ma si ricorrerebbe così allo strumento della duplicazione dei debitori, che è cosa molto diversa dal garantire. D'altra parte è la stessa legge che riconosce piena legittimità tanto all'assunzione del debito altrui quanto alla prestazione di garanzia nel momento in cui distingue fra delegazione titolata e delegazione pura. E' il caso di avvertire che tali

attenta ha puntualmente notato<sup>98</sup>, la accessorietà descrive soltanto il rapporto che corre fra (il contenuto de) la prestazione di garanzia e l'obbligazione garantita, nel senso che quella è modellata sul contenuto di questa; e può pertanto esser considerata "inderogabile per coerenza con la fattispecie"<sup>99</sup>. Con il che dovrebbe pure darsi per dimostrato che se una nota caratteristica può avere valore di indice tipologico<sup>100</sup>, resta del tutto impregiudicata l'indagine circa la causa di un determinato negozio<sup>101</sup>. A maggior ragione allora, dovendo chiarire i termini

---

affermazioni presuppongono l'insegnamento di R. Cicala (per cui v. R. CICALA, *Delegazione ed espromissione*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1968, p. 129 nt. 57 e 113), in base al quale il carattere tipologico della delegazione consiste nella ricorrenza di un rapporto di mandato e non già nell'assunzione del debito altrui. E non a caso, lo stesso R. CICALA, *Sul contratto autonomo di garanzia*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1991, p. 146 ss., non esita ad affermare che il *Garantievertrag* sia da inquadrare nello schema generale della delegazione astratta (dalla valuta e dalla provvista) ogniqualvolta ricorra un rapporto di mandato e non ricorra l'intento di escludere ogni meccanismo di ripetibilità; ancora, nello stesso ordine di idee, il Maestro napoletano esclude che il *G.* possa essere inquadrato nella espromissione, consistendo questa essenzialmente nell'assunzione del debito altrui (*ivi* p. 150 s.)

<sup>98</sup> M. FRAGALI, *Della fideiussione. Del mandato di credito*, cit., p. 62 ss., ove la puntualizzazione che l'accessorietà è un carattere naturale (e non essenziale) della fideiussione, ove l'interesse protetto è pur sempre quello del creditore, a cui la stessa accessorietà è funzionale, di modo che la legge prevede ipotesi nelle quali l'obbligazione di garanzia resta in piedi anche in alcune ipotesi nelle quali viene meno o si riduce l'obbligazione principale (art. 1939, 1948 c.c., art. 135, 184 l. fall.); e v. G. F. CAMPOBASSO, *Coobbligazione cambiaria e solidarietà disuguale*, Napoli, 1974, p. 139 ss.

<sup>99</sup> Secondo l'espressione, ormai divenuta classica, di P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, p. 290 e 294, fatta propria in relazione all'art. 1939 c.c. da G.B. PORTALE, *Fideiussione e <<Garantievertrag>> nella prassi bancaria*, in *Le operazioni bancarie* a cura di Portale, II, Milano, 1978, p. 1044 ss.; ora in ID., *Le garanzie bancarie internazionali*, Milano, 1989 (da qui le citazioni), p. 4.

<sup>100</sup> Il tipo negoziale è infatti tipo cognitivo, ossia è strumento che serve a fini classificatori e nel campo del giuridico serve a ricollegare una data disciplina ad un dato fatto: per il concetto semiologico di tipo cognitivo v. U. ECO, *Kant e l'ornitorinco*, Milano, 1997, *passim*; fra i giuristi v. P. SPADA, *La tipicità delle società*, cit., p. 284 ss.; G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, p. 65 ss.

<sup>101</sup> Anche da un punto di vista della storia del nostro pensiero giuridico, può dirsi superata la teoria della causa in astratto intesa come individuazione preventiva -



della causa di garanzia, ci si deve guardare dalla confusione con l'accessorietà.

Ciò che invece vale a caratterizzare la causa di garanzia è l'utilizzazione di una prestazione (di garanzia appunto) per garantire un rapporto obbligatorio<sup>102</sup>; e ciò è possibile fare tanto concependo il rapporto fra garanzia e rapporto garantito in un nesso di accessorietà, ossia concependo la prima ad immagine del secondo e legando così le sorti di entrambi, tanto staccando l'obbligo di garanzia dall'obbligazione garantita<sup>103</sup>.

---

e perciò astratta- di una serie di combinazioni causali già valutate come lecite e meritevoli di tutela dalla norma, con il conseguente appiattimento della causa con il tipo e la relegazione del giudizio *ex art. 1322, 2° c., c.c.* alle sole ipotesi di contratti innominati. Com'è noto, tale impostazione è stata sottoposta a consistente revisione, in un primo tempo su un piano prettamente logico, per cui v. S. PUGLIATI, *Precisazioni in tema di causa del negozio giuridico*, in *Diritto civile*, Milano, 1951, p. 119, per approdare finalmente al suo superamento su un piano che potremmo definire "di principio", stante l'implicita conseguenza del mutamento del contesto politico-costituzionale e la conseguente affermazione dell'idoneità a farsi regola giuridica della regolamentazione individuata dai privati in ordine ai loro interessi patrimoniali: G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, p. 132 ss. Il precetto di cui all'art. 1322 c.c. vale così ad irrobustire il principio secondo cui la protezione giuridica può essere offerta soltanto ai fatti -negoziali o meno- che abbiano rilievo per la loro incidenza nelle relazioni economiche ovvero sociali. Il concetto elaborato dalla nostra dottrina per dar corpo a questo principio consiste nella c.d. tipicità sociale dei fenomeni, come tale strumento di selezione degli interessi rilevanti, oltre che leciti, e perciò meritevoli di tutela ai ss. dell'art. 1322 c.c., per cui v. G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, cit., p. 121 ss.

<sup>102</sup> L'effetto necessario ed irrinunciabile della causa di garanzia consiste pertanto nella sussidiarietà, che si riscontra, sia pur nella forma davvero minima dell'affermazione di non aver ottenuto il pagamento, anche nel contratto autonomo di garanzia: così R. CICALA, *Sul contratto autonomo di garanzia*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1991, p. 143.

<sup>103</sup> La stessa esistenza delle garanzie accessorie, da un lato, e dei contratti autonomi di garanzia, dall'altro, ne è la migliore dimostrazione.

Ma c'è di più. Com'è stato efficacemente dimostrato<sup>104</sup>, si deve correttamente prescindere dalla identificazione della prestazione di garanzia con la causa di garanzia; e ciò non soltanto nel senso che sarebbe scorretta la sovrapposizione fra causa ed effetti<sup>105</sup>, ma più significativamente perché la prestazione di garanzia può essere validamente generata da un negozio che si regga su una causa diversa da quella di garanzia. Pur con l'ovvia precisazione che non è questo il luogo per dir di più dell'adesione alla richiamata ricostruzione di un problema così complesso, l'affermazione testé riportata ci sembra discendere logicamente dall'autonoma configurabilità di una prestazione di garanzia, che possa caratterizzarsi rispetto ad altri "tipi" di prestazione<sup>106</sup>, e così orientare l'applicazione diretta della disciplina che in ragione dei caratteri della prestazione viene dettata<sup>107</sup>.

---

<sup>104</sup> Si allude al lavoro di F. NAPPI, *La garanzia autonoma. Profili sistematici*, Napoli, 1992; cui adde U. LA PORTA, <<Causa cavendi>> e <<prestazione di garanzia>> in una recente ricostruzione del contratto autonomo, in *Rass. dir. civ.*, 2, 1993, p. 326 ss.

<sup>105</sup> Come esattamente osserva U. LA PORTA, *op. ult. cit.*, p. 328 nt.4, perfino nelle ricostruzioni pugliattiane della causa negoziale come sintesi degli effetti (giuridici) essenziali: per cui v. S. PUGLIATTI, *Precisazioni in tema di causa del negozio giuridico*, in *Diritto civile. Metodo teoria e pratica*, Milano, 1951, p. 119.

<sup>106</sup> "Nel caso di assunzione di una <<garanzia>>, lo strumento dell'obbligazione è del tutto superfluo, giacché il risultato che si intende conseguire con la stipulazione del contratto è già realizzato attraverso l'efficacia del contratto stesso, né permane alcun interesse insoddisfatto alla cui tutela debba essere preordinata una successiva *esecuzione*": P. SCHLESINGER, *Riflessioni sulla prestazione dovuta nel rapporto obbligatorio*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, p. 1277 nt.10, il quale così illumina in cosa realmente consista la prestazione di garanzia, chiarendone ad un tempo i tratti caratteristici rispetto ad altre prestazioni. Ce n'è abbastanza, sembra, per concludere nel senso chiarito nel testo.

<sup>107</sup> Significativamente in tal senso U. LA PORTA, <<Causa cavendi>> e <<prestazione di garanzia>> in una recente ricostruzione del contratto autonomo,

Ciò comporta, con specifico riguardo ai negozi con causa di garanzia, la necessità di rinvenire gli elementi essenziali negli stessi termini di ogni altro negozio e, pertanto, con specifico riguardo all'oggetto, questo non può ritenersi coincidente con il rapporto garantito; ed ancora che la indeterminatezza del rapporto garantito non importi di per sé indeterminatezza dell'oggetto del negozio di garanzia. Relativamente alla "sola" prestazione di garanzia, deve invece osservarsi una più immediata dipendenza rispetto alla concreta individuazione del rapporto garantito.

È però vero che a valle di quanto si è osservato bisogna dar autonomamente conto di quale sia l'ambito di incidenza dell'indeterminatezza del rapporto garantito nei negozi che presentano la caratteristica dell'accessorietà, ed ancora nei negozi che pur non essendo a causa di garanzia generano prestazioni di garanzia, ma è altrettanto vero che tutto si semplifica una volta introdotta, sia pur fugacemente, la distinzione fra oggetto dell'atto ed oggetto del rapporto<sup>108</sup>; a tal proposito basti per ora la

---

cit., p. 340 ss., il quale ritiene applicabili le norme contenute negli artt. 1895 e 1896 c.c. alle garanzie autonome per identità di *ratio*, così risolvendo su basi solide un problema di disciplina particolarmente critico nelle prestazioni di garanzia.

<sup>108</sup> Si allude alla distinzione fra profilo programmatico e profilo effettuale; basti qui rilevare che in dottrina si registrano due distinte posizioni: la prima, che fa capo a A. FALZEA, *La condizione e gli elementi dell'atto giuridico*, Milano, 1941 (ristampa Esi-Napoli, 1999), p. 299 ss., identifica l'oggetto dell'atto con l'oggetto del rapporto, precisando che si tratta di due profili dello stesso fenomeno, con i quali si guarda ora il bene considerato dalle parti prospetticamente in funzione dell'effetto, ora nella sua attuale posizione all'interno del rapporto già realizzato (*Op. ult. cit.*, p. 301). Diversamente, A. AURICCHIO, *La individuazione dei beni*

constatazione che nella legge è possibile operare la distinzione fra norme che regolano il profilo strutturale<sup>109</sup> del negozio e norme che regolano gli effetti che in funzione dello stesso negozio derivano<sup>110</sup>. Ed è proprio la consapevolezza del riferimento di alcuni caratteri di indeterminatezza al profilo effettuale e non a quello strutturale che ha consentito ad un'attenta dottrina<sup>111</sup> di ridimensionare, già a livello generale, il rilievo della disciplina dell'oggetto del contratto ai fini della individuazione dei requisiti minimi di validità.

Ecco così che è possibile fermare due punti fondamentali:

- a) se è vero che la prestazione di garanzia consiste nell'assicurare al garantito la nascita di un'obbligazione in dipendenza di un fatto (leggi: inadempimento)<sup>112</sup>, ciò avviene comunque ed indipendentemente dalla precisa individuazione del rapporto obbligatorio la cui sorte può determinare l'insorgenza di quello stesso fatto;

---

*immobili*, Napoli, 1960, p. 122, afferma che "tutt'al più, tra oggetto dell'atto ed oggetto del rapporto può esservi corrispondenza, e non identità", concludendo che "certamente i due momenti, quello della formazione dell'atto e quello della sua efficacia, sono logicamente distinti, a volte anche cronologicamente separati"; nello stesso senso N. IRTI, voce *Oggetto del negozio giuridico*, in *Noviss. Dig. It.*, Torino, 1965, p. 804.

<sup>109</sup> Per profilo strutturale si intende qui la regolamentazione di tutto ciò che ha che fare con la validità dell'atto.

<sup>110</sup> Su tale distinzione, di portata sistematica, insiste M. GIORGIANNI, *Negozi giuridici collegati*, in *Riv. ital. sc. giur.*, 1937, p. 298 ss.

<sup>111</sup> A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005, p. 135 ss, spec. p. 168.

<sup>112</sup> L'affermazione è gravida di conseguenze, come fa giustamente notare P. SCHLESINGER, *loco cit.*, secondo cui è possibile così rigettare le ricostruzioni dei negozi di garanzia (*rectius* delle prestazioni di garanzia) come ad efficacia sospesa.

b) in tutti i negozi costitutivi di garanzie *omnibus* la pretesa indeterminatezza dell'oggetto è in realtà indeterminatezza dell'obbligo rispetto a cui predicare l'inadempimento, essendo sufficiente a determinare l'oggetto del negozio di garanzia poter riferire l'evento ad un soggetto determinato<sup>113</sup>.

La accurata intelligenza del contenuto dell'obbligo di garanzia consente in altri termini di orientarsi anche quando la prestazione di garanzia costituisca la "minima unità effettuale"<sup>114</sup>, nei negozi a causa di garanzia insomma, e così dare il giusto peso al riferirsi della garanzia ad obbligazioni generiche e/o future. Ebbene in tali casi ci sembra che l'oggetto del contratto sia completamente determinato, dovendo incidere la indeterminazione dei rapporti garantiti su altri aspetti della vicenda complessivamente individuata.

E d'altra parte non sembra che sotto il profilo considerato vi sia tanta differenza fra la garanzia prestata per un debito ben individuato e quella prestata per obbligazioni presenti e future: tanto nell'uno quanto nell'altro caso la garanzia viene richiesta per ottenere maggiore sicurezza nello svolgimento dell'attività di

---

<sup>113</sup> E tale carattere è sempre ricorrente, non essendo concepibile una garanzia staccata dal soggetto garantito per le stesse ragioni per cui non è concepibile un rapporto obbligatorio fra soggetti indeterminati.

Tali considerazioni permettono inoltre di rigettare le ricostruzioni dei negozi di garanzia (*rectius* delle prestazioni di garanzia) come ad efficacia sospesa: tale affermazione si trova già in P. SCHLESINGER, *loco cit.*

<sup>114</sup> Quest'espressione così significativa è utilizzata da R. Cicala in tanti suoi lavori per individuare i termini qualificanti di una determinata causa negoziale: R. CICALA, *L'adempimento indiretto dell'obbligo altrui*, Napoli, 1968, p. 75.

finanziamento<sup>115</sup> e tale obiettivo viene senz'altro raggiunto con l'assunzione dell'obbligo di garanzia da parte del garante, poco importando da questo punto di vista il *quantum* dell'esposizione dello stesso garante. Più esplicitamente: non sembra che l'importo garantito concorra a definire l'oggetto dei negozi di garanzia.

Discorrere, infatti, di indeterminatezza dell'oggetto a proposito delle garanzie generiche in contrapposizione alle garanzie per un debito identificato, che sarebbero così ad oggetto determinato, mal si concilia con il fatto che l'importo garantito è indeterminato in ogni caso e la sua reale consistenza non può sapersi fino a quando non venga escussa la garanzia, ossia in relazione ad un fatto (l'inadempimento) che potrebbe essere di varia entità o, addirittura, anche mancare. Eppure nessuno ritiene che nelle garanzie riferite ad un debito determinato sia necessario un successivo momento determinativo. Ed allora delle due l'una: o l'oggetto del negozio è indeterminato per definizione nei negozi di garanzia ovvero la indeterminatezza del *quantum* che il garante sarà costretto a prestare non è elemento che possa concorrere alla

---

<sup>115</sup> Quanto affermato vale anche in altri contesti ma è del tutto evidente che l'utilizzo delle tecniche di garanzia che si stanno osservando abbiano una precipua utilità in riferimento ad operazioni economiche di finanziamento, ed in particolare nell'attività bancaria.

determinazione dell'oggetto dei negozi di garanzia<sup>116</sup>. Non consta però alcuna ragionevole posizione nel primo senso.

Una conferma di quanto si va dicendo dovrebbe essere inoltre fornita proprio dalla funzione che la necessità di indicare l'importo massimo garantito è destinata a realizzare nella *ratio* della legge che ha introdotto tale regola<sup>117</sup>. Il provvedimento era infatti significativamente intitolato "Norme per la trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari" e nasceva con l'obbiettivo dichiarato di portare trasparenza nelle operazioni bancarie, settore notoriamente caratterizzato da un certo squilibrio di potere fra banca e cliente. Ed in tale ottica sembra proprio che debba esser letta la previsione dell'importo massimo garantito<sup>118</sup>, unitamente alla previsione di invalidità della rinuncia preventiva di

---

<sup>116</sup> La esattezza di questa seconda prospettiva ci sembra confermata dal rilievo di P. SCHLESINGER, *Riflessioni sulla prestazione dovuta nel rapporto obbligatorio*, cit., p. 1277, secondo cui "l'interesse del garantito è soddisfatto ... proprio perché il contratto dà luogo ad un effetto giuridico *attuale*, e non già sospeso: effetto da ravvisare nella *previsione* del *futuro* sorgere dell'obbligazione di indennizzo, ossia nell'attribuzione convenzionale ad un fatto (che, altrimenti, sarebbe giuridicamente irrilevante) del valore di fattispecie costitutiva di un'obbligazione: in questa prospettiva è del tutto evidente che anche in riferimento a garanzie per debiti determinati è irrilevante stabilire quanto il garante sarà costretto a pagare; ugualmente deve dirsi per le garanzie generiche. Nello stesso senso, per la fideiussione *omnibus*, R. SACCO, *Il contratto*, Torino, 1975, p. 556.

<sup>117</sup> Si tratta della legge, ora abrogata dal T.U. Bancario, n. 154 del 17 febbraio 1992, che ha modificato, fra l'altro l'art. 1938 c.c.

<sup>118</sup> Anche se poi da tale punto di vista il provvedimento indicato è sovrabbondante nella misura in cui non limita la disciplina alla fideiussione bancaria ma la estende a tutte le attività di diritto privato, introducendo rigidità e limitazione dei poteri di autonomia privata forse eccessivi, quando probabilmente analoghe, se non più efficienti, istanze di protezione sarebbe stato possibile perseguire con un utilizzo più rigoroso della clausola di buona fede. Per tale rilievo v. A.A. DOLMETTA, *Per l'equilibrio e la trasparenza nelle operazioni bancarie: chiose critiche alla legge n. 154/1992*, in *Banca, borsa, t. c.*, I, 1992, p. 394.

cui all'art. 1956 c.c. Ad opinare diversamente, ed a ritenere il novellato art. 1938 c.c. volto a risolvere il problema della determinabilità del negozio fideiussorio, si compirebbe davvero un'interpretazione riduttiva di quel provvedimento, che d'altro canto è smentita da tutta la successiva legislazione del settore<sup>119</sup>.

Si può concludere sul punto affermando che le più avanzate posizioni in tema di attualità (e determinatezza) delle prestazioni di garanzia anche per le obbligazioni future confermano la possibilità, sul piano sistematico, che anche quando la prestazione vada eseguita in dipendenza del verificarsi di eventi ulteriori (nell'esempio: l'inadempimento) non per questo bisogna parlare di negozi ad efficacia sospesa. Diversamente, il criterio ordinatore fra negozi immediatamente efficaci e condizionali è dato dall'interesse delle parti, se esso cioè sia o meno attuale.

\*\*\*

Tornando al diretto oggetto di indagine, la circostanza che nello statuto della postergazione si faccia riferimento ad eventi futuri ed incerti relativamente al suo operare, non è di per sé la prova che gli effetti della subordinazione siano rimandati di là nel tempo in

---

<sup>119</sup> La quale, a partire dal T.U. Bancario, sembra verosimilmente orientata a delineare un quadro di maggiore efficienza del mercato bancario, sia pur attraverso la protezione dei soggetti "deboli".



ragione di un meccanismo condizionale. Prendiamo, infatti, l'ipotesi descritta nelle istruzioni di vigilanza di Banca d'Italia<sup>120</sup>, ove si prescrive che le passività subordinate possono concorrere alla costituzione del patrimonio supplementare di vigilanza purché nei contratti ad essi relativi si preveda che in caso di liquidazione dell'ente bancario i debiti (così: subordinati) verranno rimborsati "solo dopo che sino stati rimborsati tutti gli altri creditori non ugualmente subordinati". È cioè evidente che l'interesse che muove a tali emissioni, con tali caratteristiche, è definito ed attuale già da subito e non ha bisogno della realizzazione di alcun altro evento esterno per diventare pieno e concreto; ciò che vale sia da punto di vista della banca, che contraendo debiti a lungo e subordinati ottiene un finanziamento dell'attività più stabile, sia dal punto di vista dei sottoscrittori, che si assumono *subito* il rischio di non ottenere il rimborso se l'attività non darà i risultati sperati ma che in cambio otterranno (presumibilmente) un tasso di interesse più alto. Come si vede la fattispecie negoziale in parola produce tutti suoi effetti immediatamente e non soggiace ad alcun meccanismo condizionale che presieda alla attuazione di interessi delle parti, che abbiamo visto invece essere tutti certi ed attuali al momento del perfezionamento della fattispecie. Analogamente a quanto si è

---

<sup>120</sup> Istruzioni di Vigilanza contenute nella circolare di Banca d'Italia n. 299 del 21 aprile 1999 e successive modifiche (titolo IV, cap. 1, spec. Sez. 2), consultabile su [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

visto in materia di prestazione di garanzia, anche nel caso della postergazione l'interesse ad essa relativo (ossia prevedere che il creditore *junior* venga pagato dopo il *senior*) trova immediata attuazione, nel senso che l'effetto di privare per la parte corrispondente il contenuto della pretesa obbligatoria in capo al creditore *junior* si realizza per effetto della previsione negoziale, senza bisogno di altre forme di attuazione.

E d'altra parte il migliore riscontro di quanto si va affermando è che l'inclusione di tali passività nel calcolo del patrimonio di vigilanza è una conseguenza immediata della loro collocazione presso terzi, ove evidentemente la postergazione –costituendo essa il presupposto a ciò necessario- è certa ed attuale e non già condizionata ad eventi futuri ed incerti, quale l'apertura di una procedura di liquidazione.

La differenza fra *contingent* e *complete subordination* si riduce allora, più modestamente, al contenuto del beneficio portato ai creditori *senior*, nel senso che nella prima ipotesi ottengono "copertura" soltanto in caso di liquidazione volontaria o concorsuale mentre nella seconda ipotesi il vincolo a favore del *senior* è più forte, e vale a proteggere le aspettative di questi fino a che non sia stato integralmente soddisfatto. Ma ciò che occorre massimamente evidenziare è che il funzionamento della postergazione, al di là dell'ampiezza della protezione offerta al

*senior*, è sempre lo stesso e non ha bisogno del ricorso a meccanismi condizionali per essere spiegato.

### **2.11. Natura ed effetti degli accordi di postergazione; caratteri del credito postergato e ricostruzione del relativo rapporto obbligatorio.**

Si è visto come la postergazione possa caratterizzare sin dalla sua nascita il rapporto obbligatorio o come essa possa essere disposta successivamente in ragione di un apposito contratto. La rilevazione di una tale distinzione sul piano genetico dell'effetto postergativo, la cui valenza sul piano scientifico verrà indagata appresso, impone per ora di condurre l'analisi separatamente per ciascuna delle due evenienze.

Iniziamo dalla postergazione "originaria". Il concetto introduttivo, che può essere fermato a fini descrittivi, è il seguente: si avrà una tale forma tutte le volte in cui la pretesa del creditore è sin dalla genesi del rapporto obbligatorio limitata dalla necessità della preventiva soddisfazione di uno o più creditori, anche indeterminati al momento della nascita del rapporto stesso. Il fenomeno è tipico dell'emissione di obbligazioni postergate ai ss. dell'art. 2411 c.c. e delle passività subordinate bancarie; è molto frequente nelle operazioni di finanza c.d. mezzanina.

In tali casi, come si è visto, il creditore accetta l'eventualità di non venir pagato se si verificano alcune situazioni, normalmente legate alle condizioni patrimoniali del debitore. Esse vanno dalla sottoposizione di quest'ultimo ad una procedura di liquidazione, concorsuale o no, alla mancata produzione di utili, al superamento o al raggiungimento di alcuni parametri o indici patrimoniali. Ebbene, a questo punto del discorso, sembra di poter affermare che, al di là dei singoli eventi scatenanti l'operatività della postergazione, questa presenta un carattere invariabile: esso consiste nel fatto che il creditore postergato subisce una limitazione della propria pretesa, che appare come un limite esterno al diritto<sup>121</sup>, ma nel senso che si tratta di una limitazione operante sul terreno sostanziale del rapporto obbligatorio. È cioè una limitazione intrinseca, di contenuto, del credito in parola.

---

<sup>121</sup> V'è però da precisare che la distinzione fra limiti interni ed esterni al diritto soggettivo è piuttosto mobile perché dipende dai caratteri del limite e dal punto di osservazione; sul piano generale può senz'altro dirsi che i limiti interni sono quelli che, discendendo dalla complessiva struttura dell'ordinamento giuridico, hanno una portata generale, tale da far concepire il diritto in questione come astrattamente e geneticamente limitato, nel senso che mai quel diritto in quel dato ordinamento giuridico può attribuire certe facoltà, pur concettualmente compatibili con il diritto stesso. I limiti esterni sono invece quelli attinenti a situazioni particolari, ed occasionali, comportanti limitazioni specifiche al diritto, tanto per la realizzazione di interessi pubblici che privati. Tuttavia quando le compressioni del diritto siano originarie e permanenti è difficile distinguere fra limiti interni ed esterni, perché in entrambi i casi si tratta di limitazioni strutturali che determinano la morfologia del contenuto del diritto, restando la iniziale distinzione confinata al carattere generale od invece correlato ad ipotesi particolari del detto limite. Per questa impostazione, in relazione al diritto di proprietà, v. U. NATOLI, *La proprietà*, Milano, 1980, p. 151 ss. Tuttavia, basterebbe mutare l'angolo di osservazione per poter accreditare una diversa distinzione fra limiti interni ed esterni, come per esempio far riferimento al momento genetico o sopravvenuto del limite ovvero, ancora, a seconda che il limite dipenda da una conformazione negoziale del contenuto o invece proveniente da fonte esterna, in linea di massima legale.

Ciò discende da una evidenza e da un argomento *a contrario*. L'evidenza è data dal fatto che in nessuno dei casi considerati il *junior* acquista un diritto di credito pieno, nel senso di essere insensibile –sotto il profilo giuridico della doverosità del comportamento del debitore- alle opportunità di soddisfazione degli altri creditori ovvero, mutando l'angolo di osservazione, alle condizioni patrimoniali dell'obbligato. Diversamente, si è visto che tanto il sottoscrittore di obbligazioni postergate, o di passività bancarie, ovvero il finanziatore postergato, accetta che il suo credito (normalmente alla restituzione) possa anche restare insoddisfatto senza che in ciò si concreti inadempimento in senso tecnico; e ciò proprio perché una tale possibilità è compatibile con la fonte del rapporto obbligatorio, e quindi con il contenuto stesso del diritto vantato dal *junior*.

L'argomento *a contrario* è quello desumibile dalle previsioni di legge in tema di *par condicio* e così dall'inaccogliabilità delle varie tesi, di matrice tutto sommato processualistica, che discorrono della postergazione in termini di "antiprivilegio"<sup>122</sup>. Sappiamo, infatti, che l'art. 2741 c.c., al di là della sua reale portata

---

<sup>122</sup> L'espressione, ovvero quella corrispondente di privilegio negativo, è piuttosto frequente in letteratura a proposito della postergazione, v. per es. D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 16; G. TERRANOVA, *sub art. 2467*, cit., p. 1464; S. LOCORATOLO, *Postergazione dei crediti e fallimento*, Milano, 2010, p. 25.

nell'introdurre un principio generale più o meno derogabile<sup>123</sup>, sancisce la proiezione proporzionale del credito sul patrimonio del

---

<sup>123</sup> Invero molto da ridimensionare secondo la dottrina più moderna, quanto meno in ragione delle molte e consistenti deroghe, tali da farne più una mera affermazione descrittiva che un principio generale al quale rapportare in termini di eccezionalità le deroghe, per cui v. V. COLESANTI, *Mito e realtà della <<par condicio>>*, in *Fall.*, 1984, p. 32 ss.; A. MAFFEI ALBERTI, *Il danno nella revocatoria*, Padova, 1970, p. 31; P.G. JAEGER, *Par condicio creditorum*, in *Giur. comm.*, 1984, I, p. 88; M. RESCIGNO, *Contributo allo studio della par condicio creditorum*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, I p. 359 s. Per la decisa contestazione che la disposizione dell'art. 2741 c.c. attribuisca un vero e proprio diritto dei creditori di ottenere soddisfazione sul patrimonio del debitore proporzionalmente agli altri creditori, riducendosi semmai al diritto di agire esecutivamente ma senza alcuna garanzia di risultato, v. P. SCHLESINGER, *L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, in *Riv. Dir. Proc.*, 1995, p. 319 ss. ed ivi p. 325.

L'introduzione della disciplina della postergazione legale è stata però, in senso contrario, interpretata come l'auspicato riequilibrio di trattamento fra situazioni diverse, il cui assoggettamento al medesimo principio della *par condicio* aveva finito per essere la violazione del principio di uguaglianza sostanziale, "divenendo utile mezzo (unitamente allo strumento della limitazione di responsabilità tipico della s.r.l.) per eludere il rischio di impresa", da G. LICCARDO, *La postergazione legale*, cit., p. 153. Come si vede la centralità del principio espresso dall'art. 2741 c.c. non è affatto tramontata nell'opinione di molti interpreti, che anzi tendono ad enfatizzarla ulteriormente ricorrendo al principio di uguaglianza sostanziale di cui all'art. 3 Cost., così che sarebbe lo stesso principio della *par condicio* a dover essere declinato in ragione delle diverse situazioni sostanziali da disciplinare: E. MIGLIACCIO, *Appunti sulla par condicio creditorum (a margine di un recente contributo)*, in *Rass. Dir. Civ.*, 2008, p. 1050 ss.; G. LICCARDO, *La postergazione legale*, cit., p. 150 ss., quest'ultimo richiamando il pensiero di S. CICCARELLO, *Privilegio del credito ed uguaglianza dei creditori*, Milano, 1983, p. 43 ss. Pare tuttavia opportuno fare alcune precisazioni. La rilevata consistenza di deroghe al presunto principio, invero sancita dallo stesso art. 2741 c.c., e, più di tutto, la impossibilità di predicare in capo ai creditori chirografari un corrispondente diritto azionabile in giudizio comportano di dover negare che quello della *par condicio* sia un principio informatore dei rapporti fra creditori e debitore; diversamente, è la legge a stabilire se e chi fra di essi debba avere priorità, eventualmente dotandoli di autonomi diritti di preferenza, mentre in tutti gli altri casi -ossia per i chirografi- tutto si riduce alla possibilità di aggredire il patrimonio del debitore, salvo che nel caso del fallimento per i creditori pecuniari (si veda per tale precisazione P. SCHLESINGER, *L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, p. 327 ss., ove peraltro la dimostrazione che nemmeno in caso di fallimento si tratta sempre di *par condicio*, atteso il fatto che per alcune categorie di crediti sono legittimi e non revocabili i pagamenti fatti dal debitore anche in prossimità del dissesto ed anche quando ciò diminuisca la garanzia patrimoniale). È allora evidente che, proprio se vuol darsi risalto all'esigenza del legislatore di evitare che i crediti postergati vengano pagati a scapito della massa degli altri chirografi (per cui v. G. LICCARDO, *La postergazione legale*, cit., p. 153), l'unica strada disponibile è quella di ordine sostanziale, ossia neutralizzando il diritto di credito di essi postergati, senza tirare in ballo estrinsecazioni del principio della

debitore, facendo salve soltanto “le cause legittime di prelazione”. Ciò comporta, anche in una visione minimale del precetto legislativo, che tutti i creditori sforniti di un titolo di prelazione, di qualunque natura, costituiscano la categoria più bassa nella graduatoria dei crediti. Ma se è così, si capisce che discorrere nella postergazione di antiprivilegio, in modo da evidenziarne la portata favorevole per gli altri creditori non postergati, e così dimostrarne la compatibilità con la norma di legge in parola, si risolve in un espediente verbale<sup>124</sup>; infatti, tale affermazione fa da prologo alla definizione della postergazione come carattere capace di incidere sul sistema di graduazione dei crediti<sup>125</sup>. Il che significherebbe che avremmo, allora, individuato una categoria di creditori, quella dei chirografari, preferita ad altra categoria sottordinata, quella dei postergati, senza che però i primi siano beneficiari, qualunque essa sia, di una causa legittima di prelazione: ciò che appunto non sembra consentito dall’art. 2741 c.c., per una ragione che potremmo anche soltanto definire di coerenza interna del sistema e consistente nel determinare un livello al di sotto del quale non si

---

*par condicio* ammantate da ideali di giustizia, impraticabili in questa materia, ed anche in considerazione del fatto che l’unica via alternativa sul terreno della garanzia patrimoniale sarebbe quella di dotare i creditori di una posizione di privilegio, impossibile da attuare anche solo per un problema di costi. Di conseguenza cade ogni carattere di eccezionalità –rispetto al principio della *par condicio*- delle previsioni legali di postergazione, come quella dell’art. 2467 c.c., invece affermata da G. LICCARDO, *La postergazione legale*, cit., p. 155 s.

<sup>124</sup> Così, sembrerebbe nello stesso senso, R. COSTI, *La riforma delle Casse di Risparmio: problemi giuridici*, in *Giur. Comm.*, 1982, I, p. 464.

<sup>125</sup> V. in tal senso, a proposito della sola postergazione assoluta, D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 16.

può andare (quello dei chirografari), ma comunque sufficiente ad escludere che una preordinazione dei creditori possa essere determinata per una fonte che non sia una causa legittima di prelazione, che -escludendo il pegno e l'ipoteca- si riduce al privilegio, essendo davvero un espediente verbale sostenere che i chirografari resterebbero tali anche a valle della postergazione, che se portatrice degli effetti qui evidenziati li dovrebbe invece far avanzare di un gradino nel rango. Da quanto precede si ricava, allora, *a contrario*, che siccome la postergazione non determina la nascita di un privilegio a favore dei chirografari, nemmeno da essa può farsi discendere una deviazione rispetto alla previsione dell'art. 2741 c.c.

Dovrebbe risultare così chiarito come l'unico terreno sul quale può trovarsi inquadramento alla postergazione sia quello sostanziale, attenendo essa alla determinazione del contenuto del diritto attribuito al creditore, che essendo relativo ad una delle caratteristiche fondamentali del credito ha non a caso posto agli interpreti<sup>126</sup> un primo problema di compatibilità con la *causa mutui*, nel cui ambito la postergazione sembrerebbe destinata ad operare.

---

<sup>126</sup> Fra i quali v. G. B. PORTALE, "Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili" (*appunti*), cit., p. 5, il quale arriva ad inquadrare per tal via le passività bancarie fuori dall'alveo del mutuo, ossia nel c.d. prestito a tutto rischio; ID, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito*, cit., p. 34; A. LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici*, Milano, 1995, p. 706 ss.; R. TETI, *Il mutuo*, in *Trattato Rescigno*, vol. 12, Torino, 1985, p. 671; R. LENER, *La Cassazione chiude (definitivamente) il dibattito sulla natura delle "quote" delle casse di risparmio*, in *BBTC*, 1995, II, p. 534.



Ritengo però che un tale problema, pur relevantissimo sotto altri aspetti, non sia tale da incidere in ordine al profilo qui indagato, ossia quello della delimitazione degli effetti propri della postergazione; che poi questi effetti siano compatibili soltanto con una causa aleatoria questo è evidentemente un altro discorso.

Dunque, la postergazione determina l'attribuzione al *junior* di un diritto strutturalmente diverso rispetto ad un credito pieno; diverso perché mentre il creditore, una volta scaduto il credito, ha diritto alla prestazione indipendentemente dalla situazione patrimoniale in cui versa l'obbligato, il quale è tenuto a sopportare conseguenze patrimoniali negative in caso di inadempimento o di solo ritardo dello stesso, il postergato ha diritto alla prestazione soltanto se così non si metta a repentaglio la soddisfazione dei creditori beneficiari della postergazione. Ciò avviene naturalmente secondo varie declinazioni, derivanti dalla fonte della stessa postergazione, tali cioè da determinare il grado di protezione assicurato ai beneficiari, ma è sempre il medesimo interesse dei creditori *senior* -a poter utilizzare per la propria soddisfazione quanto sarebbe spettato ai *junior*- ciò che mira a realizzare l'istituto della postergazione. Posto però che una tale dinamica non trova giustificazione in una causa legittima di prelazione, ciò significa che i creditori *junior* "cedono" ai *senior* la posizione giuridica necessaria e sufficiente ad attuare le finalità della

postergazione. Tale situazione, poi, non può ovviamente coincidere con il diritto di credito *tout court* per evidenti differenze di contenuto, come si è sopra dimostrato. Se però si riflette sul fatto che il novero delle situazioni giuridiche non è rigidamente predeterminato bensì è più semplicemente la risultante delle caratteristiche di contenuto delle diverse posizioni, in ciò recependo i più moderni traguardi della nostra civilistica<sup>127</sup>, quanto sopra evidenziato non è di ostacolo alla prosecuzione dell'indagine nella prospettiva testé tracciata; non lo sarebbe nemmeno la possibile mancata riconduzione della situazione giuridica appartenente al *junior* al diritto di credito pieno, come conseguenza della individuazione in capo al *senior* (e quindi, per sottrazione, alla titolarità del *junior*) della situazione giuridica attiva conseguente alla postergazione a suo favore.

Diventa a questo punto ineludibile stabilire se una tale situazione giuridica resti nell'alveo del diritto di credito o se invece se ne distacchi al punto da dar luogo a diversa ed autonoma situazione giuridica soggettiva. Per far questo occorre anzitutto intendersi su

---

<sup>127</sup> La pioniera di tale approccio metodologico è stata L. BIGLIAZZI GERI, *Contributo ad una teoria dell'interesse legittimo nel diritto privato*, Milano, 1967, *passim*, ma v. già G. ZANOBINI, *Interessi occasionalmente protetti nel diritto privato*, in *Studi in memoria di Ferrara*, II, Milano, 1943, p. 705 ss.; più di recente, la negazione di graduazioni qualitative fra le varie situazioni giuridicamente rilevanti e la necessità di riportare le differenze fra le varie figure ad una questione di diversità di contenuto costituiscono il fulcro del lavoro di U. LA PORTA, *Il trasferimento delle aspettative. Contributo allo studio delle situazioni soggettive attive*, Napoli, 1995, p. 121 ss.

quali siano i minimi elementi caratteristici della situazione giuridica denominata diritto di credito.

**2.12. (...segue) La postergazione non determina la deviazione dallo schema diritto-obbligo e vive dentro la figura dell'obbligazione.**

Orbene, posta l'obbligazione come rapporto giuridico nel quale un soggetto è tenuto ad un certo comportamento al fine di soddisfare l'interesse di un altro soggetto<sup>128</sup>, la posizione del creditore risulta individuata in relazione alla titolarità dell'interesse a cui è preordinato il dovere di adempimento in capo all'altro soggetto del rapporto (perciò "debitore"); deve aggiungersi che l'art. 1174 c.c. chiarisce che l'interesse del creditore, la cui ricorrenza è indispensabile per la configurabilità del diritto di credito, e quindi dell'obbligazione, non determina affatto che i risultati patrimoniali prodotti dalla prestazione dell'obbligato debbano necessariamente ridondare a vantaggio del patrimonio del titolare dell'interesse

---

<sup>128</sup> Si accoglie qui la concezione propugnata da M. GIORGIANNI, *L'obbligazione*, Milano, 1968, p. 206 ss., spec. p. 231, ove si rinvia per la dimostrazione della solidità della posizione tradizionale che individua nel comportamento del debitore l'oggetto dell'obbligazione e per la critica alle teorie c.d. patrimoniali. La base filosofica di tale argomentazione è in A. REINACH, *I fondamenti a priori del diritto civile*, (trad. it. di *Die apriorischen Grundlagen des bürgerlichen Rechtes* a cura di D Falcioni), Milano, 1990, p. 10 ss.

*credendi*, ben potendo andare a vantaggio di soggetti diversi<sup>129</sup>, come la figura della donazione modale a favore di terzo indubitabilmente dimostra<sup>130</sup>. Ne consegue che la circostanza che sia un soggetto diverso dal creditore il beneficiario della prestazione, o di una parte di essa, non determini la fuoriuscita dal novero dell'obbligazione, e quindi che possa ben continuarsi a parlare di diritto di credito -pieno- anche in tutti i casi in cui il titolare del diritto non ne riceva i correlativi benefici economici. Aggiungendo alle considerazioni appena svolte l'altro punto della attualità e della completezza della fattispecie "postergazione" si può quindi fondatamente sostenere che la postergazione del credito, determinando la deviazione del beneficio patrimoniale a vantaggio del *senior*, non determina in alcun modo la degradazione della posizione detenuta dal *junior* ad una situazione attiva diversa dal diritto di credito. Più semplicemente, infatti, la postergazione determina o la nascita di un credito legittimante il suo titolare a ricevere e trattenere i risultati economici della prestazione per la parte non necessaria a soddisfare i *senior* o la sua successiva compressione di modo che i benefici patrimoniali possano andare a vantaggio del titolare dell'interesse creditorio solo dopo la completa soddisfazione dei c. dd. creditori *senior*, i quali allora

---

<sup>129</sup> M. GIORGIANNI, *L'obbligazione*, cit., p. 63 e 217; A. REINACH, cit., p. 17.

<sup>130</sup> Sul punto sia consentito rinviare ad A. RESTUCCIA, *Donazione modale e rapporto obbligatorio*, in *Riv. Not.*, 2011, I, p. 1149 ss.

assommeranno alla loro posizione di creditori, evidentemente in forza di altro e distinto rapporto obbligatorio, anche la posizione giuridica capace di far loro pretendere ed ottenere la parte di prestazione a valere sul rapporto obbligatorio di cui è titolare il *junior*.

Si può a questo punto fissare la differenza fra crediti postergati e crediti condizionali nella circostanza che nel primo caso il rilievo dell'interesse del creditore è già attuale e trova estrinsecazione nell'attribuzione di un diritto patrimoniale definito, il cui contenuto è tale da subordinare la pretesa di soddisfazione dell'interesse *credendi* alla capienza del patrimonio del debitore rispetto alle pretese di altri creditori, dei soli *senior* nella c.d. postergazione relativa e di tutti i non postergati nella c.d. postergazione assoluta. Diversamente, il credito condizionale si caratterizza per essere (la nascita de) il diritto alla soddisfazione del (potenziale) creditore dipendente da verificarsi (o non verificarsi) di un certo evento dedotto in condizione, in linea di massima esterno a quanto considerato strutturalmente rilevante ai fini della validità e vincolatività dello strumento negoziale da cui lo stesso diritto promana.

### **2.13 La postergazione come limite esterno al diritto di credito del *junior*. Le altre situazioni soggettive da postergazione.**

Si è sopra accennato alla configurazione della postergazione come limite esterno al diritto di credito. La questione, che a prima vista potrebbe apparire nominalistica, attiene in realtà alla più precisa individuazione degli effetti della postergazione, ossia se essa per operare necessiti di una correlativa posizione di obbligo a carico del *junior* ed a favore del *senior* o invece della mera limitazione di contenuto del diritto dello stesso.

Su un piano generale la distinzione fra obbligo e limite è piuttosto agevole, consistendo il primo in un comportamento dovuto nell'interesse di un altro soggetto, che pertanto detiene un corrispondente diritto a provocarne l'attuazione anche coattiva, mentre nel secondo caso si assiste ad una compressione del contenuto del diritto così che il limite ha per definizione contenuto negativo. Ciò nondimeno, tanto l'obbligo che il limite svolgono la medesima funzione di consentire, rispetto all'interesse del titolare del diritto, la concomitante tutela di un interesse facente capo ad un soggetto diverso<sup>131</sup>.

Venendo al *proprium* della postergazione è evidente che i rapporti obbligatori interessati debbono essere almeno due: uno corrente fra *junior* e debitore, l'altro fra *senior* e debitore. Ora, il punto è di vedere se, ai fini dell'operatività della postergazione, il *senior*

---

<sup>131</sup> L'affermazione, in relazione al diritto di proprietà ed all'art. 832 c.c., è di S. PUGLIATTI, *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, 1964, p. 139.

acquisti un credito verso il *junior* ovvero una posizione di vantaggio diversa dal credito in senso proprio che faccia da contro-situazione al limite posto a carico del *junior*; nel discorso sin qui fatto si è visto come l'effetto invariabile della stessa consista nell'impedire al *junior* di ottenere soddisfazione del suo credito se non previa soddisfazione del credito del *senior*: è chiaro che, così impostato il problema, la posizione del *junior* appaia più di mero *pacti* che non quella di un obbligato ad un *facere*. In senso diverso si è però visto *retro* che la prassi negoziale conosce casi nei quali il patto di postergazione prevede la sua operatività soltanto nei rapporti interni, tal che il *junior* -anche in sede di distribuzione dell'attivo fallimentare- consegua tutto ciò che gli spetta ma con l'obbligo di ritrasferire in numerario al *senior* ciò che abbia incassato prima dell'integrale soddisfazione di quest'ultimo.

Tuttavia la ambivalenza è solo apparente sol che si consideri che l'interrogativo sopra posto è relativo ai casi in cui, per effetto della pattuizione si assista ad un mutamento del rapporto obbligatorio; diversamente, in tutti i casi in cui essa resti confinata ai rapporti interni fra *senior* e *junior*, non sembra ci sia spazio per discorrere di postergazione in senso proprio, dal momento che tutto resta confinato nel rapporto fra i due creditori senza nessun impatto all'esterno e può ben essere spiegato ricorrendo alla figura del mandato. Analogamente, infatti, a quanto è dato osservare

nell'accollo interno, è ben possibile che due soggetti si accordino, nell'interesse proprio o altrui, a scambiarsi utilità ma ciò non comporta punto di dover ravvisare sul piano della realtà giuridica modificazioni delle sfere giuridiche diverse da quelle dei paciscenti. Nel nostro caso, qualora la convenzione di postergazione spieghi i suoi effetti esclusivamente fra le parti del contratto, dovremo allora parlare di postergazione interna o ad efficacia interna, tale cioè da non avere alcun significativo impatto, da un punto di vista formale, sul piano del rapporto obbligatorio, mentre le reciproche attribuzioni fra *junior* e *senior* troveranno causa in autonomi rapporti di mandato<sup>132</sup>, fermo restando che la giustificazione causale degli spostamenti patrimoniali (dal *junior* al *senior*) debba rinvenirsi nell'accordo di postergazione.

Confinato così l'ambito del nostro interesse alle ipotesi nelle quali la convenzione abbia un effetto sul piano del rapporto obbligatorio, tanto perché lo conformi geneticamente ovvero in via di modifica successiva, l'inquadramento in relazione alla posizione del *junior*

---

<sup>132</sup> Si è visto sopra come la tecnica del *double dividend system* comporti che lo stesso *junior* maturi il diritto ad incassare quanto di pertinenza del *senior*, una volta che questi abbia ottenuto integrale soddisfazione e fino a concorrenza del proprio diritto: nei casi di postergazione interna ciò sarà giustificato da un rapporto di mandato, reciproco a quello a favore del *senior* in forza del quale sarà quest'ultimo a dover incassare ciò che è formalmente di sua pertinenza e retrocederlo al *junior*. Come si vede, resta confermato il rilievo meramente interno della pattuizione, soprattutto perché l'obbligazione del *senior* non potrà dirsi estinta finché lo stesso non incassi direttamente quanto è nel suo diritto, salvo che –una volta ricevuti il *double dividend* dal *junior*- non (rinunci al credito o) rimetta il debito. Ma tale ultima attività sarà legittima o meno a seconda delle previsioni del patto di postergazione, posto che in tutte le ipotesi di riconoscimento anche al *junior* del *double dividend* si porrebbe in violazione dei diritti del *junior* stesso ed esporrebbe il remittente a responsabilità verso costui.



come limite esterno sembra soddisfacente, mentre predicare in capo a costui un obbligo sembra ultroneo e non rispondente alla realtà.

Resta da vedere in cosa consista l'incremento patrimoniale in capo al beneficiario della postergazione, che per definizione è anche creditore del comune debitore. Si è già escluso che si tratti di un nuovo credito verso il *junior*; ma si è dimostrato che l'effetto per il patrimonio di costui è certamente favorevole perché gli consente di soddisfarsi sul comune debitore prioritariamente rispetto al *junior*.

La posizione del beneficiario può essere così coerentemente descritta come quella di un creditore, titolare, oltre che delle consuete azioni di tutela, anche della pretesa che uno o più creditori concorrenti sul medesimo patrimonio non debbano essere pagati prima della sua piena soddisfazione, costituendo la convenzione di postergazione la fonte di un rapporto giuridico nel quale le situazioni giuridiche soggettive sopra identificate sono tra loro interdipendenti in modo da consentire coerente svolgimento agli interessi ivi coinvolti<sup>133</sup>.

---

133 La constatazione della contestualità -sul piano logico e cronologico- tra situazione soggettiva e rapporto permette un approccio maggiormente aderente alla realtà degli interessi perseguiti, di modo che il rapporto rappresenti il terreno connettivo delle varie situazioni giuridiche in esso viventi, che in tale sistema di relazione "non possono distinguersi, se non in termini quantitativi, in attive e passive": P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., p. 692.

In particolare deve riconoscersi al *senior* la titolarità di una situazione giuridica soggettiva compiuta, sebbene dipendente dalla posizione di credito di cui lo stesso è titolare, nel senso che non potrebbe esservi situazione attiva da postergazione senza titolarità del credito ma anche che, essendo tale situazione aggiuntiva rispetto al mero credito, ad essa il titolare potrebbe legittimamente rinunciare.

A questo punto sorge, però, il problema di determinare se l'effetto della postergazione vada a vantaggio esclusivo del *senior* o anche a vantaggio del debitore. Nel secondo caso, infatti, sarebbe anche il debitore a veder mutare la sua posizione, non solo perché dovrebbe assicurare soddisfazione prioritaria al *senior* ma anche perché potrebbe opporre la postergazione per neutralizzare ogni tentativo di escussione da parte del creditore, in quanto soggetto non legittimato ad utilizzare il proprio credito fintanto che il *senior* non sia soddisfatto, anche in caso di inerzia di quest'ultimo. Ebbene, non sembra che la postergazione possa produrre un tale effetto, pur non potendosi escludere che le parti, andando oltre la figura in esame, decidano di limitare le facoltà del *junior* oltre quanto necessario ad assicurare la prioritaria soddisfazione di uno o più creditori.

Ne deriva la seguente rappresentazione del rapporto, inteso quale regolamento del caso concreto<sup>134</sup>:

- nella postergazione, il consueto rapporto elementare diritto-obbligo cede il passo ad una regola per cui il creditore ha il diritto di ottenere soddisfazione del suo credito assommando alle consuete tutele anche la pretesa di non veder soddisfatti i crediti *junior* prima del suo;
- la postergazione, quando di fonte negoziale, è l'effetto: i) della limitazione della propria pretesa che uno o più creditori (*junior*) accettano nel rapporto con il proprio debitore ed ad esclusivo beneficio di un terzo soggetto (*senior*); ii) dell'assunzione da parte del debitore dell'obbligo di destinare prioritariamente il pagamento a favore del *senior*;

Sembra opportuno aggiungere che il *senior* può essere tanto determinato che determinabile<sup>135</sup>.

Quanto alle modalità di acquisto di tale situazione in capo al beneficiario designato, può affermarsi, con la dottrina più

---

134 P. PERLINGIERI, *op. ult. cit.*, p. 693 s.

135 Determinatezza e determinabilità, equivalenti da un punto di vista normativo sul piano del contratto (art. 1346), hanno diversa valenza sul piano del rapporto obbligatorio, la cui esistenza postula indefettibilmente la determinatezza sia del debitore che del creditore, mancando la quale il rapporto non ha senso alcuno. Diversamente, il terzo beneficiario della postergazione può essere semplicemente determinabile proprio perché le posizioni di creditore e debitore sono rivestite da altri soggetti, ed è pertanto del tutto coerente affermare che il rapporto nasce intanto tra debitore e *junior*, essendo rimandata alla nascita del rapporto obbligatorio con il *senior* la determinazione del beneficiario della situazione giuridica da postergazione e quindi la sua stessa efficacia.

moderna<sup>136</sup>, che il terzo -in quanto si tratta di un effetto favorevole- acquista per effetto del contratto la situazione giuridica, salva la facoltà di rifiuto. Si tratta verosimilmente di un potere di rifiuto eliminativo, dal momento che la costruzione della posizione del beneficiario come di titolare di un'autonoma situazione soggettiva permette di comprenderla nelle ipotesi in cui "il rifiuto costituisce esplicazione del potere preordinato a respingere l'effetto favorevole alla cui fonte è rimasto estraneo il soggetto che ne risente"<sup>137</sup>.

Nulla toglie ovviamente che il beneficiario possa dichiarare nei confronti delle parti della convenzione di postergazione di accettare l'attribuzione a suo favore; la eventualità prospettata, tuttavia, non sembra essere produttiva di effetti giuridici ulteriori rispetto alla consumazione -in capo all'accettante- del potere di rifiuto.

**2.14. La postergazione come vicenda del rapporto obbligatorio fra debitore e *junior* produttiva di effetti favorevoli in capo al *senior*; la modifica del rapporto obbligatorio fra *senior* e debitore è un effetto della convenzione di postergazione, ma**

---

136 G. BENEDETTI, *Dal contratto al negozio unilaterale*, Milano, 1969, p. 165 ss.; p. 197 ss.

137 G. BENEDETTI, *op. cit.*, p. 181.

**non secondo lo schema del contratto a favore del terzo.**

**Individuazione del profilo causale della postergazione.**

Il nostro sistema positivo disciplina le vicende modificative del rapporto obbligatorio, a prima vista però distinguendo le modificazioni soggettive del rapporto da quelle relative all'oggetto od al suo contenuto, che vengono considerate come ipotesi di estinzione dell'obbligazione originaria. Segnatamente gli artt. 1230 e 1231 c.c. considerano il mutamento di titolo o oggetto come la sostituzione di un'obbligazione ad un'altra<sup>138</sup>, isolando come modifiche che non comportano novazione, e quindi estinzione dell'obbligazione originaria, soltanto quelle accessorie (art. 1231 c.c.); ancora, la sicura configurabilità di una remissione parziale sembrerebbe escludere la modificabilità in senso quantitativo della prestazione dovuta, posto che il creditore o esige l'esatto adempimento ovvero, se accetta che il debitori si liberi prestando, per esempio, una minor somma, rimette per la parte mancante il debito. Tuttavia, la tendenziale intangibilità dell'obbligazione che da quanto precede dovrebbe trarsi, mitigata proprio dalla figura della novazione, è smentita per diritto vigente dall'art. 1321 c.c. che annovera fra le funzioni del contratto proprio la modificazione (ci riferisce al "regolare" di cui discorre l'articolo richiamato) di

---

<sup>138</sup> Così già descritta da ULPIANO, in *Dig.*, 46, 2, 1 pr.: *novatio est prior debiti in aliam obligationem transfusio atque translatio.*

rapporti giuridici patrimoniali. E non sono, infatti, mancate autorevoli affermazioni dottrinarie nel senso dell'autonoma configurabilità di negozi modificativi del (contenuto del) rapporto obbligatorio<sup>139</sup>.

La consapevolezza di tale possibilità non è però sufficiente, dal momento che non basta predicare la modificabilità del rapporto per identificare quale sia lo strumento necessario e sufficiente a provocare un tale mutamento; resta cioè, in un ambiente causalista quale il nostro, il problema di individuare un supporto causale adeguato a produrre l'effetto in discorso, posto che l'autosufficienza sul piano causale della mera modificazione non sembra predicabile<sup>140</sup>.

---

<sup>139</sup> Mi riferisco anzitutto a M. ALLARA, *Vicende del rapporto giuridico, fattispecie, fatti giuridici*, Torino, ristampa 1999, p. 53 s.; in reazione alla dilazione di pagamento, P. PERLINGIERI, *La dilazione come vicenda modificativa del regolamento del rapporto*, in *Dir. Giur.*, 1969, p. 699 ss., e più in generale ID., *Il fenomeno dell'estinzione nelle obbligazioni*, Napoli, p. 34 ss. spec. p. 36.

<sup>140</sup> Un conto è, infatti, ammettere che l'effetto di un negozio possa essere quello di modificare il rapporto giuridico preesistente, altro è affermare che la modifica di un precedente rapporto è autosufficiente sul piano causale. Nel secondo caso, al di là della sovrapposizione fra causa ed effetti, si rinuncerebbe a rintracciare i concreti interessi delle parti, con notevoli difficoltà ad individuare la disciplina applicabile, mentre la stessa disciplina di legge delle vicende del rapporto obbligatorio mostra chiaramente che ciascuna ipotesi realizza precisi interessi, non consistendo essi mai nella modificazione del rapporto in sé, almeno tutte le volte in cui non si tratti di mere modifiche accessorie che come tali non incidono per definizioni sul regolamento di interessi che sta a monte del rapporto stesso, costituendone la fonte: così, per esempio, la remissione realizza sempre la sua funzione estintiva dell'obbligazione, la novazione l'interesse a sostituire una prestazione -o un titolo- all'altra, perciò comportando l'estinzione dell'obbligazione originaria, e così via. Ma è soprattutto sul versante delle modificazioni soggettive, ed in particolare nei casi di assunzione del debito, che la necessità di autonoma giustificazione causale si fa più evidente: ciò è dimostrato dalla figura della espromissione, pure indicata come negozio puro di assunzione del debito, la quale però non può essere considerata come un negozio astratto proprio perché realizza un autonomo assetto di interessi, riconducibile

Pur potendo affermare, a questo punto del discorso, che la convenzione di postergazione si attegga, in relazione ai rapporti obbligatori già sorti, come convenzione modificativa degli stessi tale da non determinare estinzione dell'obbligazione originaria<sup>141</sup>, bisogna vedere in cosa consista la sua causa<sup>142</sup>. Bisogna soltanto premettere che le specifiche ragioni per le quali si ritiene che nella postergazione, se convenuta successivamente alla genesi del rapporto obbligatorio, non si determini alcun effetto estintivo della obbligazione originaria (non postergata) sono da rintracciarsi nel corretto inquadramento dell'interesse che la stessa realizza. Ed, infatti, se la postergazione determina sempre l'attribuzione al creditore *senior* della pretesa di veder soddisfatto il suo credito prima del *junior*, predicare un'estinzione dell'obbligazione

---

allo scambio, per cui v. R. CICALA, *L'adempimento indiretto dell'obbligo altrui*, cit., p. 244 ss.; S. RODOTÀ, *Espromissione*, in *Enc. Dir.*, XV, Milano, p. 787; ravvisa la sussistenza di una causa di scambio nella sola ipotesi della espromissione privativa, U. LA PORTA, *L'assunzione del debito altrui*, cit., p. 170 ss. Gli stessi generici riferimenti giurisprudenziali ad una presunta astrattezza od all'inclusione nei negozi a causa variabile, per cui v. Cass. 28 giugno 1997, n. 5801, in *Mass. Giur. It.*, 1997, sembrano ormai superati: v. da ultimo Cass. 7 dicembre 2012, n. 22166, in *CED Cassazione*, 2012.

<sup>141</sup> La possibilità di vicende modificative del rapporto non meramente accessorie e tuttavia non tali da determinare estinzione dell'obbligazione originaria è stata dimostrata sia in relazione alla dilazione di pagamento, per cui v. P. PERLINGIERI, *La dilazione come vicenda modificativa del regolamento del rapporto*, cit., p. 703, diversamente M. ALLARA, *Vicende del rapporto giuridico, fattispecie, fatti giuridici*, p. 68 s., che al *pactum de non petendo in perpetuum*, per cui v. F. RUSCELLO, <<*Pactum de non petendo*>> e vicenda modificativa del rapporto obbligatorio, in *Riv. Dir. Civ.*, 1976, II, p. 208 ss.

<sup>142</sup> Non è ovviamente questo il luogo per definire il concetto di causa, che è peraltro espressione polisemica, per il quale si può intanto rinviare a M. GIORGIANNI, *Causa (dir. priv.)*, in *Enc. Dir.*, VI, Milano, p. 547 ss. Si intende qui la causa come funzione minima dell'atto in relazione agli interessi perseguiti dalle parti.

originaria sarebbe in contraddizione con la funzione riconosciuta alla stessa postergazione.

Tornando sul terreno causale, va intanto ribadito che il rapporto obbligatorio oggetto di modificazione in base alla convenzione di postergazione è quello corrente con il (futuro) *junior*, nel quale, quindi, il creditore accetta un sacrificio patrimoniale corrispondente all'effetto tipico della postergazione, che abbiamo visto essere la limitazione della pretesa creditoria attraverso la (necessità di) preventiva soddisfazione di uno o più creditori.

Ebbene, la disposizione che fa il *junior* a favore del *senior*, terzo rispetto alla convenzione di postergazione, consiste certamente, sul piano economico, alla concessione di un finanziamento, in ragione del quale lo stesso debitore si obbliga a destinare prioritariamente i pagamenti a favore del *junior*. Ci si rende conto che una tale argomentazione potrebbe apparire contro-intuitiva, ma in realtà ha una base economica perfettamente razionale: la premessa, anche di ordine economico, è che un finanziamento consiste nel prestare utilità per un certo tempo sul presupposto che la situazione patrimoniale dell'obbligato alla restituzione sia o diventi tale da consentire il regolare adempimento; ora, il creditore che acconsente alla postergazione lo fa per un suo personale interesse consistente nella scelta di mettere il proprio debitore nelle condizioni di porre in essere attività che migliorino, in una certa



proiezione temporale, la sua situazione patrimoniale, per es. attraverso l'accesso a finanziamenti di terzi a tassi di interessi più bassi ovvero ottenendo finanziamenti che senza la postergazione non sarebbero stati concessi. Sotto questo profilo, allora, anche la postergazione è una forma di finanziamento, allo stesso modo in cui lo è una qualunque convenzione bancaria di ristrutturazione del debito a mezzo riscadenziamento, nel senso che in entrambi i casi tanto il creditore che concede la postergazione che la banca che accetta una rateizzazione più lunga scelgono di non stressare la situazione patrimoniale e finanziaria del proprio debitore confidando sul fatto che l'agevolazione concessa gli consenta migliori risultati, e quindi maggiori possibilità di ripagare i suoi creditori.

Quanto alla meccanica per la quale si determina l'imputazione di tali effetti sembra replicabile quanto già osservato in ordine alla espromissione, ove si è dimostrato che la successione nel debito è causalmente giustificata dallo scambio fra l'assunzione del debito da parte dell'espromittente e l'assenso alla liberazione del debitore originario da parte dell'espromissario o, nel caso della espromissione cumulativa, la degradazione della posizione del debitore da principale a sussidiario<sup>143</sup>, ma con l'importante

---

<sup>143</sup> R. CICALA, *L'adempimento indiretto dell'obbligo altrui*, cit., p. 244 ss.; S. RODOTÀ, *Espromissione*, cit., p. 787; contesta che vi possa essere scambio nel caso dell'espromissione cumulativa, U. LA PORTA, *L'assunzione del debito altrui*, cit., p.

precisazione che un tale meccanismo attributivo, per la parte rivolta a favore del debitore originario (terzo rispetto alla convenzione di espromissione), non funziona secondo lo schema del contratto a favore del terzo per la essenziale ragione che è proprio l'attribuzione al terzo dell'effetto favorevole a costituire la controprestazione sinallagmaticamente legata all'assunzione del debito, nel senso cioè che l'attribuzione di tale beneficio a soggetti diversi dal debitore non farebbe funzionare il nesso sinallagmatico, essendo ciò incompatibile con la figura dell'art. 1411 c.c., che consente appunto soltanto la deviazione di un effetto, che deve però poter essere revocato<sup>144</sup>.

Anche nel caso della postergazione, in effetti, la convenzione fra (futuro) *junior* e debitore per poter svolgere la sua funzione deve provocare *essenzialmente* nel patrimonio del *senior* l'effetto favorevole costituito dall'attribuzione a questi della pretesa di ottenere il pagamento prima del *junior*, nel senso cioè che se la convenzione di postergazione producesse i suoi effetti soltanto fra le parti della stessa non avremmo postergazione ma un'altra fattispecie.

Quanto si è finora osservato vale ovviamente ad individuare gli effetti minimi derivanti dal contratto di postergazione, oltre a

---

170 ss., sulla base della considerazione per cui la degradazione a sussidiario del debitore originario sarebbe un effetto automatico della stessa assunzione del debito.

<sup>144</sup> Così R. CICALA, *L'adempimento indiretto dell'obbligo altrui*, cit., p. 236 ss.

definirne la meccanica, ma non esclude ovviamente che la fattispecie possa arricchirsi di ulteriori elementi ed interessi, come non di rado avviene nel caso della finanza mezzanina, dove il creditore postergato ottiene, in cambio dell'accettazione della postergazione, il riconoscimento di un tasso di interesse maggiore di quello che otterrebbe un normale finanziatore. In tal caso è evidente che sulla minima causa di finanziamento testé descritta si innestino ulteriori interessi, in ragione dei quali andrà determinata, caso per caso, la disciplina applicabile.

Resta da precisare che la necessità di individuazione dei profili causali è più urgente per la postergazione negoziata successivamente alla nascita del credito; per le forme di postergazione originarie il problema si pone invece a monte e trova definizione nella stessa fonte dell'obbligazione e nella causa che ne assiste la genesi, essendo evidentemente colà assorbita anche la giustificazione causale della stessa postergazione.

## Capitolo III

### (La postergazione come fattispecie unitaria)

#### 3.1. Le classificazioni correnti in dottrina.

Le conclusioni raggiunte nel capitolo precedente impongono di sottoporre a revisione critica l'affermazione della non riconducibilità della postergazione ad una fattispecie unitaria<sup>145</sup>. Le ragioni portate a fondamento di essa sono tutte essenzialmente derivate dalla rilevazione del diverso atteggiarsi della postergazione; oltre alla distinzione fra *complete* ed *inchoate*

---

<sup>145</sup> Per cui v. S. VANONI, *I crediti subordinati*, cit., p. 15 s.; A. TULLIO, *La postergazione*, cit., p. 2 ss., ove l'avvertenza dell'eterogeneità delle fattispecie descritte dal termine postergazione; per la rilevazione di diverse *rationes* anche nell'ambito della sola postergazione negoziale, *ivi* p. 286 ss. L'affermazione si trova invero, spesso implicitamente, in molti lavori dedicati al fenomeno.

*subordination*, che si è cercato di confutare, si distingue così fra postergazione volontaria ed involontaria, assoluta, specifica e relativa<sup>146</sup>, concorsuale ed extraconcorsuale. Si analizzeranno così di seguito i riportati caratteri differenziali per verificare se essi possano giustificare, ed in che misura, la posizione interpretativa in discorso.

Iniziando dalla differenziazione in ordine alla fonte della postergazione, è fuor di dubbio che la previsione legislativa in tema di finanziamento soci (art. 2467 c.c.) prescinda da qualunque carattere di negozialità, ed anzi si ponga come una vera imposizione tanto al finanziatore che alla società. Tuttavia, la rilevata diversità di fonte della subordinazione del credito non vale di per sé a comportare diversità di fattispecie<sup>147</sup>; anzi, esistono diversi casi per i quali la riconduzione ad una funzione, od ad un comune nucleo di regole, di ipotesi di fonte tanto legislativa che negoziale è stata definitivamente affermata. Si pensi, ad esempio, alla evoluzione interpretativa che può osservarsi in materia di prelazione, inizialmente parcellizzata in relazione alle singole previsioni legislative, e comunque tale da non poter essere

---

<sup>146</sup> Utilizza questa dizione per indicare le forme di subordinazione a favore di una categoria di creditori non specificamente indicati, S. VANONI, *I crediti subordinati*, cit., p. 15 s.

<sup>147</sup> Dal momento che "la norma giuridica non è mai di per sé fattispecie, ma ipotizza determinate fattispecie tipiche assumendole ad oggetto di qualificazione giuridica", per cui L. MENGONI, *Successioni per causa di morte* (successione legittima), in *Trattato del diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger, Milano, 1990, p. 3 s.

ricondata ad unità<sup>148</sup>, e finalmente ricostruita unitariamente in ragione della ricorrenza del carattere di vincolo (negativo) alla circolazione dei diritti, così riferibile tanto alle forme legali che a quelle negoziali, riducendosi la eterogeneità alla molteplicità degli interessi perseguiti senza che per questo debba predicarsi una differente (obiettiva) funzione<sup>149</sup>.

La contrapposizione fra subordinazione assoluta e relativa poggia invece sull'estensione dell'effetto postergativo<sup>150</sup>, che nel primo caso comporta la subordinazione rispetto a tutti i crediti non soggetti al medesimo vincolo, mentre nel secondo caso soltanto rispetto ad alcune categorie di crediti (subordinazione relativa oggettiva) o rispetto ad alcuni creditori soggettivamente individuati (subordinazione relativa soggettiva o specifica)<sup>151</sup>. Ora,

---

<sup>148</sup> V. in tal senso O. CAGNASSO, *Diritto di prelazione e patto di preferenza nella somministrazione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1980, p. 51, per il quale "non esiste una disciplina unitaria del patto di preferenza, ma questa muta in funzione delle finalità da esso perseguite".

<sup>149</sup> Si allude all'insegnamento di G. BONILINI, *La prelazione volontaria*, cit., p. 10 e 38 ss., ove la dimostrazione che pur di fronte alla necessità di realizzare interessi molteplici possa essere unica la funzione realizzata dal diritto (di prelazione); il discorso svolto per la prelazione presenta a ben vedere molte analogie con l'argomento qui indagato, dal momento che la varietà di interessi perseguibili con la prelazione non è certo inferiore a quella messa in luce in riferimento alla subordinazione del credito. Nondimeno, ciò non impone una (meccanicistica) diversità di funzione; e se è possibile che la prelazione serva finalità economico-impresariali o ideali o familiari, non si vede perché dovrebbe negarsi che il medesimo diritto o situazione giuridica minore attribuito al beneficiario (o ai beneficiari) dallo schema della postergazione possa assolvere a diverse finalità, che vanno dalla protezione dei creditori *non insider* alla creazione di un incentivo per l'operatore professionale al fine di "convincerlo" ad erogare un finanziamento.

<sup>150</sup> J. L. GOLDENBERG, *Los negocios de subordinación particular*, in *ADCo*, n. 23/2011, p. 113.

<sup>151</sup> La valorizzazione dell'elemento soggettivo od oggettivo nella descrizione delle varie forme di subordinazione relativa si trova in D. VATTERMOLI, *Crediti*

una tale rilevata diversità di “propagazione” dell’effetto potrà costituire un ostacolo rilevante a ricondurre ad unità le due ipotesi soltanto se si possa dimostrare che anche l’effetto prodotto –sul piano, diremmo, qualitativo- sia diverso in relazione ai singoli destinatari. Infatti, se discorrere di subordinazione assoluta e relativa consiste nel rilevare che nel primo caso i beneficiari dell’effetto postergativo sono tutti i creditori del comune debitore mentre nel secondo solo alcuni, questo significa soltanto che nelle due ipotesi si realizza l’interesse di una massa indistinta di soggetti (tutti i creditori non postergati) o invece di una serie ben definita (uno o più creditori nominativamente identificati o appartenenti ad una certa categoria). Ma da ciò non deriva affatto che l’effetto postergativo sia diverso, ossia che il risultato sul singolo rapporto obbligatorio sia diverso a seconda che la fonte della subordinazione contenga anche la precisa individuazione dei beneficiari. Anzi, ci pare che l’aver isolato l’effetto proprio della postergazione nella sua incidenza sul rapporto obbligatorio, originariamente o successivamente alla sua genesi, sia già sufficiente a dimostrare come la predeterminazione dei beneficiari od il loro numero segni soltanto una differenza quantitativa, ma non tale da dover escludere la ricorrenza dei medesimi caratteri della fattispecie. Ovviamente, con ciò non si vuole in alcun modo

---

*subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 11. Per una diversa terminologia, S. VANONI, loco cit.

negare le obbiettive differenze, soprattutto in tema di legittimazione a disporre dell'effetto postergativo, ma soltanto dire che si tratta di diversità non idonee a predicare la riconducibilità a fattispecie diverse, almeno sotto il profilo dell'incidenza del fenomeno sul piano del rapporto obbligatorio; specularmente, soltanto nel caso della postergazione assoluta si porranno alcune questioni che non hanno ragion d'essere in quella relativa, quali ad esempio l'individuazione dei presupposti di operatività, delle condizioni di reversibilità e così via, ma anche in tal caso sembra che ciò sia da riferire più alla molteplicità degli interessi coinvolti che non a differenze proprie del diritto o delle facoltà attribuite a ciascuno dei beneficiari.

Infine, la distinzione fra postergazione concorsuale o extraconcorsuale<sup>152</sup> attiene al momento in cui tale effetto "scatta", rappresentando nel primo caso l'apertura della procedura concorsuale il c.d. *trigger event*. In realtà una tale distinzione non sembra porre questioni diverse rispetto alla discussione in ordine alla *complete* od *inchoate subordination*<sup>153</sup>, rispetto alle quali si rimanda a quanto già osservato *retro*.

---

<sup>152</sup> Ne riferisce D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 12 ss.

<sup>153</sup> Riconosce che la c.d. postergazione concorsuale sia una specie di postergazione condizionata, D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 13.



Rilevato così che le diverse classificazioni non costituiscono per ciò solo un ostacolo alla identificazione di minimi caratteri di una fattispecie comune, tali da poter giustificare l'imputazione di medesimi effetti sul piano giuridico, occorre ora verificare se le residue differenze consentano di isolare un nucleo comune, soprattutto mettendo a confronto la previsione di legge di postergazione dei finanziamenti soci con le ipotesi di postergazione negoziale. Per far ciò appare oltremodo utile, in ragione della specificità della previsione legislativa italiana di cui all'art. 2467 c.c., un rapido confronto con l'uso che fanno i giudici nordamericani della postergazione come strumento di riequilibrio delle posizioni facenti capo ai vari *stakeholders* dell'ente societario.

### **3.2. La differenza, in ambiente nordamericano, fra *subordination debt doctrine* e tecnica dell'*equitable subordination*.**

Salva la obbiettiva diversità di fonte, negoziale la prima e basata sul potere giurisdizionale la seconda, la principale differenza fra le due figure qui indagate attiene alla funzione di riequilibrio delle posizioni dei creditori, alterate da attività fraudolente od inique<sup>154</sup>,

---

<sup>154</sup> Per la ferma e chiara riconduzione del principio dell'*equitable subordination* fra gli ordinari rimedi di *equity*, non solo quindi come istituto fallimentare, v. AZA S. HERZOG & JOEL B. ZWEIBEL, *The Equitable Subordination of Claims in Bankruptcy*,

che non è evidentemente caratteristica delle convenzioni negoziali di subordinazione. Tuttavia, è abbastanza chiaro che le conseguenze sul piano effettuale dei due istituti siano comparabili<sup>155</sup>, salvo una differenza di cui si dirà subito appresso; infatti, sia la subordinazione negoziale che quella disposta dal giudice comportano che il creditore subordinato non possa essere pagato prima che i creditori beneficiari abbiano integralmente ricevuto soddisfazione; ma quando questi siano stati pagati, al creditore postergato non spetterà il beneficio del *double dividend system*<sup>156</sup>, ed in ciò starebbe la principale differenza con le ipotesi di subordinazione volontaria<sup>157</sup>, ove il *junior* ha diritto a ricevere la parte di liquidazione che sarebbe spettata al *senior* una volta che questi sia stato pagato. Si osserva però in proposito che i creditori

---

in 15 *Vand. L. Rev.*, 1961-1962, p. 113: “It seems to us that there has been much unwarranted confusion in connection with the subordination of claims in bankruptcy. The equitable powers of the bankruptcy court in dealing with claims have not been seriously challenged; certainly not in recent years. In subordinating ethically inferior claims, non new fundamental principles have evolved, nor have they been necessary in order to cope with the problem. All that was required was the extension of cardinal principles of equitable jurisprudence, long employed to thwart fraud and inequity, into a new field. (...). The basic and overriding consideration of equity is the prevention of fraud and injustice when the remedy at law is inadequate. Where the facts indicate that allowance of a claim on equal terms with others would constitute an injustice, subordination is the remedy afforded by equity. And, where man’s ingenuity creates new situations without precise factual precedent, equity has the capacity to adapt itself. In so doing, equity will be found equal to the task, extending old principles, if necessary, to accomplish its purpose”; A. DENATALE & P. B. ABRAM, *The Doctrine of Equitable Subordination as Applied to Nonmanagement Creditors*, in 40 *Bus. Law.*, 1984-1985, p. 421 ss.

<sup>155</sup> D. G. CARLSON, *The Logical Structure of Fraudulent Transfers and Equitable Subordination*, in 45 *Wm. & Mary L. Rev.*, 2003-2004, p. 206.

<sup>156</sup> Su tale meccanismo, che opera attraverso la c.d. *subrogation clause*, v. retro § 2.2.

<sup>157</sup> D. G. CARLSON, *The Logical Structure of Fraudulent Transfers and Equitable Subordination*, cit., p. 206 ss.

non beneficiari dell'*equitable subordination* avrebbero sì un beneficio maggiore rispetto alle ipotesi di subordinazione volontaria, per via della non operatività del meccanismo di *subrogation*, ma comunque minore dei benefici che avrebbero in caso di *total demotion*<sup>158</sup>. A ben vedere tali precisazioni svelano molto della tecnica dell'*equitable subordination*, consistente appunto nel postergare le pretese del creditore che abbia approfittato della sua posizione<sup>159</sup> a danno degli altri creditori; di conseguenza, attesa la finalità del rimedio, allo stesso creditore subordinato non compete un diritto di surroga nelle ragioni dei beneficiari una volta che questi siano stati soddisfatti, così che il primo parteciperà alla divisione dell'attivo in condizioni di parità con gli altri creditori, neutrali rispetto alla postergazione. Come si vede, l'ampiezza della postergazione, ossia l'individuazione di quali

---

<sup>158</sup> D. G. CARLSON, *The Logical Structure of Fraudulent Transfers and Equitable Subordination*, cit., p. 208

<sup>159</sup> Con un'ampiezza di applicazione evidentemente molto più vasta del nostro art. 2467 c.c., ossia non limitata al c.d. socio *insider* ma estesa anche ai creditori *nonmanagement* che siano colpevoli di frode o *misrepresentation*, spesso legata – nei casi di creditori non soci- all'abusivo dominio della società debitrice, per cui v. A. DENATALE & P. B. ABRAM, *The Doctrine of Equitable Subordination as Applied to Nonmanagement Creditors*, cit., p. 432 ss. Per la svalutazione della contrapposizione fra i casi di *equitable subordination* a carico di *insiders* e *non-insider*, nonostante la netta prevalenza statistica dei primi, v. J. M. MORINGIELLO, *Mortgage Modification, Equitable Subordination, and the Honest but Unfortunate Creditor*, in *79 Fordham L. Rev.*, 2010-2011, p. 1624 ss. Per una nota e recente applicazione del rimedio dell'*equitable subordination* ad un istituto finanziario v. *Credit Suisse v. Official Comm. Of Unsecured Creditors (In re Yellowstone Mountain Club, LLC)*, No. 08-61570-11, Adv. No. 09-00014, 2009 WL, 3094930 (Bnkr. D. Mont. May 12, 2009) (partial and interim order) ed il commento di M. MONTES, *In re Yellowstone Mountain Club: Equitable Subordination to Police inequitable conduct by Non-Insiders Creditors*, in *14 N. C. Banking Inst.*, 2010, p. 495 ss.

creditori saranno i beneficiari dell'effetto postergativo, dipende dalla decisione del Giudice, in ciò ancora evidenziandosi la natura giurisdizionale del rimedio. È altresì evidente che i creditori reputati non meritevoli del beneficio connesso alla postergazione, che infatti vengono indicati come neutrali nella letteratura statunitense, resteranno sullo stesso piano del postergato, il quale a sua volta –se trovasse applicazione il rimedio della *subrogation*– ne resterebbe ingiustamente danneggiato.

Dalle superiori osservazioni deriva:

- che l'*equitable subordination* utilizza lo stesso meccanismo della postergazione volontaria, salva l'esclusione del diritto di surroga a favore del postergato dopo il pagamento dei beneficiari della postergazione, valendo così il *double dividend system* a favore dei beneficiari/*senior* soltanto;
- che, in tutti i casi in cui la subordinazione non venga dichiarata a favore di tutti i creditori diversi dal postergato, lo stesso postergato si troverà nella medesima posizione di costoro dopo il pagamento dei beneficiari della postergazione.

Come si vede, l'esistenza di creditori neutrali rispetto alla postergazione è un mero dato quantitativo, che non incide sul meccanismo di funzionamento della postergazione stessa e la cui ampiezza dipende dalla decisione del Giudice, in ragione dei concreti interessi da tutelare.

### **3.3. Rilevazione dei caratteri differenziali fra la soluzione legislativa dell'art. 2467 c.c. italiano e l'esperienza dell'*equitable subordination*.**

Se ora si pone mente alla nostra previsione di legge (art. 2467 c.c.), è agevole osservare una coincidenza -quanto a meccanismo operativo- con la *equitable subordination*, salvo due rilevanti caratteristiche: i) la previsione dell'art. 2467, ricorrendo i presupposti per la sua applicazione, va sempre a beneficio di tutti i creditori sociali non postergati; ii) la fonte della postergazione è legale e non giudiziale. Bisogna così vedere se tali caratteristiche siano tali da segnare una netta differenza in termini effettuali fra le due figure.

Iniziando dalla differenza descritta *sub* i) pare poterla derubricare, come si è già osservato, ad un problema quantitativo. Invero, lo stesso rimedio dell'*equitable subordination* potrebbe benissimo essere adottato, come testimoniano alcuni precedenti<sup>160</sup>, a protezione di tutti i creditori chirografari, ed in tal caso nessuno dubiterebbe che gli effetti della subordinazione siano i medesimi che nel caso di pronuncia a tutela soltanto di alcuni creditori. D'altra parte, già concettualmente, il grado di estensione soggettiva

---

<sup>160</sup> *In re* Yellowstone Mountain Club, cit., è un caso in cui la Corte ha previsto la subordinazione a favore di tutti i creditori chirografari.

di un effetto favorevole non determina –per definizione- le caratteristiche del beneficio stesso. In senso diverso da quest'impostazione si muove in realtà chi distingue gli effetti della postergazione a seconda della sua incidenza sulle regole del concorso dei creditori sul patrimonio del debitore comune<sup>161</sup>, che si risolverebbero così in un antiprivilegio, da quelle nelle quali, come nella c.d. postergazione relativa, tutto resterebbe confinato nei rapporti tra il debitore ed uno o parte dei creditori, semmai determinando una diversa regola di distribuzione dei riparti endofallimentari.

Per definire la questione bisogna però stabilire se il fenomeno di un credito che si caratterizza –qualitativamente- per subordinare la soddisfazione del suo titolare al preventivo pagamento di tutti gli altri creditori del comune debitore si risolva in un'opzione distributiva e vada quindi inteso come meccanismo di ridefinizione del rango del credito o se i differenti interessi coinvolti trovino sistemazione già sul piano sostanziale, senza che vi sia necessità di predicare una deroga al regime generale delle regole che presiedono alla responsabilità patrimoniale del debitore, secondo lo statuto delineato nel nostro sistema dagli artt. 2740 ss. c.c.

Anzitutto, sembra possibile osservare che, se la postergazione a favore di tutti gli altri creditori determinasse sul piano sostanziale

---

<sup>161</sup> D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 42

il diritto di preferenza di questi ultimi sul postergato, si avrebbe – a voler dare portata precettiva all’affermazione- la creazione di una causa legittima di prelazione a favore di tali soggetti, che però manterrebbero la posizione formale di chirografari, cadendo così in un’insanabile contraddizione in termini, come già evidenziato<sup>162</sup>. In ogni caso, al fine di sgomberare il campo da possibili obiezioni di concettualismo, si analizzeranno tutti gli argomenti portati a supporto della lettura in termini di antiprivilegio. E però sembra almeno doversi premettere che un tale tipo di impostazione del discorso debba essere comunque affrontato in termini di deroga al sistema del codice civile, posto che la legislazione vigente ed il sistema da essa ricavabile conosce soltanto ipotesi di privilegio ma non di deroga *in peius* della regola della *par condicio*, a prescindere dal valore che a tale ultima regola si debba riconoscere<sup>163</sup>.

Per la verità, i fautori della c.d. tesi processualistica<sup>164</sup> dell’art. 2467 c.c., sostengono che l’operatività della postergazione rimarrebbe circoscritta alla fase esecutiva –nell’ambito di una procedura individuale o concorsuale<sup>165</sup>-, riducendola così ad un criterio di distribuzione delle somme ma senza alcuna incidenza sul piano

---

<sup>162</sup> V. *retro* § 2.12.

<sup>163</sup> Per cui v. *retro* cap. II, nt. 97.

<sup>164</sup> Il suo principale fautore è G. TERRANOVA, *sub art. 2467*, cit., p. 1449 ss., il quale tuttavia avverte dei rischi di fraintendimento legati a tale terminologia (*ivi*, 1470); cui *adde* E. FAZZUTTI, *sub art. 2467*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, 3, Torino, 2003, 50; L. MANDRIOLI, *La disciplina dei finanziamenti soci nelle società di capitali*, in *Società*, 2006, 178; S. LOCORATOLO, *Postergazione dei crediti e fallimento*, cit., 27 ss.

<sup>165</sup> G. TERRANOVA, *sub art. 2467*, cit., p. 1463 ss.

sostanziale del rapporto obbligatorio<sup>166</sup>. Ed in effetti l'obiezione ribadita poco sopra riguarda un'altra opzione interpretativa<sup>167</sup>, che pure discorre di antiprivilegio, ma che –nel riportarne l'operatività sul piano sostanziale- allude evidentemente alla creazione di una categoria di antergrati, da indentificarsi nei chirografi, ai quali riservare lo stesso trattamento dei titolari di una causa legittima di prelazione<sup>168</sup> e perciò titolari della corrispondente pretesa già sul piano sostanziale.

Ebbene, quanto alla prima posizione, essa viene giustificata ricorrendo al parallelo con gli strumenti di integrazione straordinaria della garanzia patrimoniale<sup>169</sup>. Si dice, infatti, che la postergazione spiega i suoi effetti soltanto verso i creditori, così che l'unico ambiente nel quale la società debitrice potrebbe “pretendere” la piena operatività (della postergazione) sarebbe quello conseguente ad un pignoramento od alla liquidazione concorsuale<sup>170</sup>. Si afferma cioè che è solo quando vi sia un riparto da fare che può operare la postergazione, non potendo la società opporla quando il pagamento venga richiesto dal socio postergato in assenza di creditori concorrenti<sup>171</sup>. Ulteriore conseguenza

---

<sup>166</sup> Sembra in questo senso anche M. CAMPOBASSO, *La postergazione dei finanziamenti soci*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G. B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, p. 281 s.

<sup>167</sup> D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 42.

<sup>168</sup> D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 58.

<sup>169</sup> G. TERRANOVA, *sub art. 2467*, cit., p. 1465 ss.

<sup>170</sup> G. TERRANOVA, *sub art. 2467*, cit., p. 1464 s.,

<sup>171</sup> G. TERRANOVA, *sub art. 2467*, cit., p. 1465



sarebbe che gli amministratori della società, che pure sono responsabili sul piano risarcitorio nel caso di rimborso di un credito postergato che produca danno agli altri creditori, non avrebbero altra scelta che provocare essi stessi la dichiarazione di fallimento della società<sup>172</sup>, stante la situazione di insolvenza evidenziata dall'incapacità di rimborsare il socio richiedente, ed in tal caso diverrebbe operativa la regola posta a garanzia dei creditori sociali. Non si può negare che la tesi abbia una sua coerenza, ed anche l'accostamento dell'operatività della postergazione in fase concorsuale agli strumenti di integrazione straordinaria della garanzia patrimoniale convince<sup>173</sup>. Tuttavia, l'intero ragionamento parte da un presupposto indimostrato, ossia che la postergazione del credito abbia bisogno dell'apertura di un concorso per poter funzionare; invero l'assunto è basato sulla convinzione della netta diversità con le ipotesi di postergazione volontaria, la cui ampiezza di operatività sarebbe rimessa alle

---

<sup>172</sup> G. TERRANOVA, *sub* art. 2467, cit., p. 1462 s.

<sup>173</sup> Segnatamente, pare plausibile ritenere che l'inefficacia del rimborso avvenuto nell'anno precedente al fallimento, sancito dall'art. 2467 c.c., operi in maniera non dissimile dalla previsione di cui all'art. 44 l. fall., come non manca di notare G. TERRANOVA, *sub* art. 2467, cit., p. 1466, salva la obiettiva diversità data dal fatto che il rimborso è per definizione avvenuto, nella previsione di legge, prima del fallimento e non dopo come nell'art. 44 l. fall.; meno convincente è, invece, l'accostamento alle revocatorie fallimentari, le quali hanno bisogno per operare di ulteriori elementi oggettivi o soggettivi, quali la *scientia decotionis* o la gratuità dell'atto *revocando* o determinati indici di anomalia, come già osservato nel mio *Il concetto di eccessivo squilibrio ed i limiti di disposizione negoziale del credito da finanziamento soci nel concordato preventivo*, in corso di pubblicazione in *Giur. Comm.*

previsioni negoziali, mentre solo in caso di postergazione legale si tratterebbe di una vera e propria qualità del credito<sup>174</sup>.

A ben vedere, quindi, si afferma che si tratterebbe di un antiprivilegio, il cui funzionamento presupporrebbe l'apertura di un concorso fra creditori, e quindi si conclude che la postergazione non potrebbe operare sul piano sostanziale attesa la sua natura. Ma tale natura non viene minimamente dimostrata, mentre ci sembra che l'indagine fin qui condotta consenta almeno di ipotizzare che anche per la postergazione stabilita per legge a vantaggio di tutti i creditori non soci possa osservarsi analogia di effetti (e di incidenza sul piano sostanziale) con le figure di subordinazione volontaria.

### **3.4. (...segue) le differenze fra i rimedi giurisprudenziali dell'*equitable subordination* e la soluzione italiana. Il concetto di eccessivo squilibrio di cui all'art. 2467 c.c. ed il ruolo del Giudice.**

*Sub* ii) vi è certamente una notevole differenza fra la nostra disciplina di legge, che imputa l'effetto postergativo al ricorrere di determinati presupposti, dalla tecnica dell'*equitable subordination*, che viene utilizzata dal Giudice per riportare l'equilibrio fra le

---

<sup>174</sup> G. TERRANOVA, *sub* art. 2467, cit., p. 1464, nt. 27.

posizioni delle parti. Per essere più precisi occorre verificare in cosa consista la soluzione italiana che si rinviene nell'art. 2467 c.c. La lettera dell'art. 2476 c.c., che secondo alcuni si presenta a struttura invertita<sup>175</sup>, assegna portata decisiva alla precisa individuazione dei casi in cui opera la postergazione, vieppiù in ragione dell'automatismo che l'assiste. E ciò non solo perché se ne trae l'indicazione della chiara scelta legislativa di non assoggettare a postergazione i finanziamenti dei soci di srl *tout court*<sup>176</sup>, quanto per il fatto che se la postergazione è un effetto automatico della ricorrenza delle situazioni di cui al secondo comma ciò significa che al Giudice non è demandato il ruolo di decidere quali apporti a titolo di finanziamento vadano postergati, ovvero riqualificati<sup>177</sup>,

---

<sup>175</sup> L'inversione sarebbe rispetto alla consueta struttura della norma giuridica, laddove l'art. 2467 c.c. conterrebbe prima la individuazione della disciplina applicabile (al primo comma) e poi la definizione dei caratteri della fattispecie il cui ricorso autorizzerebbe l'imputazione della disciplina: così, G.B. PORTALE, *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 664. La giustificazione di tale inversione risiederebbe, secondo R. CALDERAZZI, *I finanziamenti dei soci nelle società di capitali*, Milano, 2012, p. 194 s., nella scelta di valorizzare il momento del rimborso, sia come termine di decorrenza dell'anno rispetto alla sentenza di fallimento, sia perché è in tale occasione che gli amministratori dovranno stabilire la sussistenza -al momento della concessione del finanziamento- dei presupposti della postergazione e della loro permanenza.

<sup>176</sup> Evidenziata da C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*<sup>2</sup>, Padova, 2006, p. 57.

<sup>177</sup> La tecnica della riqualificazione era stata già proposta prima della riforma da G.B. PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, cit., p. 108 ss.; P. ABBADESSA, op. cit., p. 497 ss.; C. ANGELICI, *Note in tema di rapporti contrattuali tra soci e società*, in G.B. FERRI - ANGELICI, *Studi sull'autonomia dei privati*, Torino, 1997, p. 357 ss. Per una regola integrativa della responsabilità del socio, limitata all'entità dei finanziamenti concessi, A. PAVONE LA ROSA, *La teoria dell'imprenditore occulto nell'opera di Walter Bigiavi*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, p. 674. Dopo la riforma lo stesso G.B. PORTALE, *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, cit., 2003, I, p. 666 ss. afferma che un efficiente sistema di contrasto al problema della c.d. sottocapitalizzazione nominale consiste nel

*mercé* l'esercizio di un potere discrezionale, bensì solo quello di stabilire se al momento della concessione del finanziamento esistessero le condizioni di eccessivo squilibrio o di irragionevolezza di un finanziamento come alternativa ad un conferimento. Il che val quanto dire che, ai fini dell'applicazione della disciplina della postergazione, al Giudice non è demandato alcun compito di riqualificazione dei finanziamenti dei soci, che rimangono così uno degli strumenti leciti di finanziamento dell'attività di impresa anche quando esercitata con il beneficio della responsabilità limitata<sup>178</sup>.

D'altra parte la stessa tecnica della riqualificazione non nega alla radice la possibilità che il socio finanzi la società acquistando un credito da restituzione, ma è, più semplicemente, lo strumento a disposizione del Giudice per dare al singolo fatto negoziale la qualificazione che merita e così evitare l'utilizzo abusivo o mascherato di strumenti negoziali in danno dei terzi creditori; è così coerente con tale finalità individuare le condizioni alle quali può legittimamente procedersi alla riqualificazione del finanziamento in conferimento, con la conseguente postergazione

---

riqualificare forzosamente i finanziamenti concessi dai soci in conferimenti quando ricorrano determinate circostanze di fatto; per una prima decisa contestazione del recepimento nel nostro diritto della tecnica di riqualificazione di matrice tedesca v. G. TERRANOVA, sub art. 2467, in *Comm. Niccolini-Stagno d'Alcontres*, III, cit., p. 1457 ss.

<sup>178</sup> Le considerazioni espresse nel testo sembrano sufficienti a negare ogni carattere sanzionatorio alla disciplina della postergazione, nonostante alcune affermazioni di segno contrario, per cui v. da ultimo Trib. Milano 14 marzo 2014, cit.

delle pretese del socio a quelle degli altri creditori sociali, anche per evitare il ricorso a regole interpretative dagli incerti confini. D'altronde, anche la individuazione di condizioni obbiettive legittimanti la riqualificazione, consistenti nello stato di crisi della società al momento del finanziamento e nella circostanza che la stessa non avrebbe perciò ottenuto credito da un terzo alle normali condizioni di mercato<sup>179</sup>, consente di evitare il ricorso al ben più elastico ed arbitrario criterio della ricostruzione della volontà negoziale, mercé il ricorso a figure quali la simulazione o l'*exceptio doli*. Resta però, anche in una tale connotazione oggettiva, una regola giurisprudenziale.

Ancora, almeno in termini generali, può dirsi che la divergenza fra regole giurisprudenziali e disciplina legislativa sia del tutto razionale e dipenda dal fatto che per legge non può procedersi ad alcuna riqualificazione, restando questo un rimedio disponibile soltanto in sede di valutazione del caso singolo e quindi al Giudice.

In ogni caso, non sembra contestabile che la scelta della legge italiana sia decisamente nel senso di prescindere dalla riqualificazione dei finanziamenti; anzi, proprio la regolamentazione del fenomeno a livello legislativo è la migliore prova del fatto che è il finanziamento del socio in quanto tale ad essere postergato, non già il finanziamento riqualificato in

---

<sup>179</sup> Così individuate, soprattutto in riferimento all'ordinamento tedesco prima della recente riforma del *MoMiG*, da G. B. PORTALE, op. ult. cit., p. 667.

conferimento<sup>180</sup>. In altri termini, ciò che serve al giudice per l'imputazione di una data disciplina -del conferimento piuttosto che del rapporto debito/credito- non serve di certo a livello legislativo, stante la possibilità di dettare una disciplina specifica per una data fattispecie.

È pur vero, tuttavia, che il riferimento legislativo al criterio di ragionevolezza potrebbe far tornare in gioco quella discrezionalità che si voleva espunta dal tessuto normativo, ma in contrario può dirsi che esiste differenza fra la creazione della *regula iuris* e il riscontro della ricorrenza degli elementi che consentono di ritenere integrata la fattispecie di legge, nel senso che solo nel primo caso siamo di fronte al riconoscimento in capo al Giudice del potere di individuare la regolamentazione migliore per il caso concreto, pur -beninteso- secondo parametri oggettivi. Diversamente, stabilire come sarebbe stato ragionevole dotare l'impresa dei mezzi necessari allo svolgimento dell'attività sociale, anche se secondo un canone di ragionevolezza, non comporta né di (poter) ricorrere a riqualificazione né di stabilire discrezionalmente cosa avrebbe dovuto fare il socio nella

---

<sup>180</sup> La negazione che l'applicazione della disciplina dell'art. 2467 c.c. comporti di un'ipotesi di riqualificazione è largamente prevalente in dottrina: cfr. sul punto D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., p. 126 s.

situazione data<sup>181</sup>, restando ben possibile che l'analisi della situazione finanziaria e patrimoniale della società beneficiaria, secondo un giudizio *ex ante*, resti strumentale alla mera verifica delle condizioni di legge per l'operare della postergazione.

Sebbene, infatti, in dottrina continui a discutersi se vi sia un rapporto di *genus a specie* fra l'ipotesi dell'eccessivo squilibrio e quella dell'irragionevolezza del finanziamento<sup>182</sup>, sembra necessario spostare l'attenzione sui limiti del sindacato giurisdizionale, non così orientato a forme di riqualificazione o di individuazione della regola specifica per il caso concreto, bensì limitato a stabilire –secondo criteri oggettivi– il ricorrere delle condizioni di postergazione. Ciò che sembra possa avere il valore dell'accoglimento di una lettura dei due criteri di legge come riferiti a situazioni diverse<sup>183</sup>; con la conseguenza che in primo luogo deve

---

<sup>181</sup> Sul versante del comportamento degli amministratori in tali contesti, osserva M. CAMPOBASSO, *I finanziamenti dei soci*, cit., p. 106, che, al di fuori di specifiche ipotesi patologiche, sarebbe impossibile sindacare le scelte di gestione di costoro.

<sup>182</sup> Sostiene che il criterio della ragionevolezza sarebbe una specificazione di quello dell'equilibrio finanziario, M. IRRERA, *La nuova disciplina dei "prestiti" dei soci alla società*, in *La riforma delle società*, a cura di S. Ambrosini, Torino, 2003, p. 141. Per la strumentalità dei due criteri alla rilevazione dell'unico presupposto della postergazione, individuato nella situazione di crisi della società, v. M. CAMPOBASSO, *I finanziamenti dei soci*, cit., p. 104 ss.; ID., *La postergazione dei finanziamenti soci*, cit., p. 241.

<sup>183</sup> Non però nel senso in cui se ne discute in dottrina, che sembra più attenta alla differenziazione "ontologica" dei due criteri di legge, ma nel senso di differenziare le situazioni nelle quali utilizzare l'uno o l'altro. Riconnette il criterio della ragionevolezza alla vicenda comportamentale del terzo finanziatore (inteso quale terzo estraneo alla compagine associativa ed operante secondo i parametri del mercato), C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 59; per G.B. PORTALE, *I <<finanziamenti>> dei soci nelle società di capitali*, cit., p. 681, il criterio della ragionevolezza avrebbe una funzione residuale, mentre per G. TERRANOVA, sub *art. 2467*, cit., p. 1460, alluderebbe ad un approccio casistico, a differenza del primo criterio che sarebbe di ordine astratto.

individuarsi se, al momento in cui il finanziamento è stato concesso, la società versasse in una situazione tale da rendere adeguato l'utilizzo di uno o dell'altro criterio<sup>184</sup>.

In tal senso sembra davvero potersi distinguere, su basi oggettive, le ipotesi nelle quali è rilevante soltanto la situazione di liquidità e/o di equilibrio finanziario, verosimilmente quando ci si trova davanti ad un'azienda in continuità, mercé l'utilizzo dei *solvency test* di matrice aziendalistica, da quelle in cui la società si affacci a nuove attività ovvero sia nella fase dell'avvio, ossia nelle c.dd. fasi di *start up*.

In queste ultime, è evidente che il criterio dell'equilibrio finanziario non sarebbe idoneo allo scopo, proprio in considerazione del fatto che lo stesso presuppone un'indagine rivolta alle attività già svolte fino ad allora, rispetto alle quali è unicamente misurabile un rapporto fra liquidità a breve ed esigenze finanziarie (ovvero, in aggiunta, in termini di dipendenza finanziaria), mentre non riuscirebbe a catturare le esigenze prospettiche (e prevedibili appunto solo secondo un criterio di ragionevolezza) connesse alle nuove attività da intraprendere. Specularmente, mentre il criterio della ragionevolezza di un conferimento è adeguato a stabilire se i mezzi a disposizione della società siano o meno sufficienti a

---

<sup>184</sup> Diversamente, nel senso di ritenere il secondo criterio una specificazione del primo, M. IRRERA, *La nuova disciplina dei "prestiti" dei soci*, cit., p. 141; in giur. v. Trib. Milano, 4 giugno 2013, cit.



sostenere i programmi futuri, non potrebbe essere lo strumento idoneo a verificare se la società – ad un dato momento – si trovi in equilibrio finanziario e possa così continuare a svolgere la medesima attività senza andare incontro a rischi di insolvenza<sup>185</sup>.

Una recente pronuncia giurisprudenziale<sup>186</sup>, infatti, una volta escluso che il finanziamento era stato concesso in condizioni di eccessivo squilibrio non si cura di analizzare il profilo della ragionevolezza di un conferimento, in una prospettiva che sembra da ritenersi tanto più corretta quanto più la si ancori alla netta diversità di funzione svolta dai due criteri, sicché la scelta di condurre la verifica in termini di equilibrio finanziario ovvero di ragionevolezza di un conferimento in alternativa ad un finanziamento costituisce un *prius*, stabilito il quale, non si potrebbe, poi, in caso di esito negativo, utilizzare –a mo' di

---

<sup>185</sup> Coerentemente alle affermazioni fatte nel testo, emerge nella giurisprudenza di merito l'esigenza di precisare che al fine della verifica della situazione di equilibrio rivesta un ruolo la struttura dell'indebitamento, avendo diverso valore quello a breve rispetto a quello a medio o a lungo termine: così Trib. Venezia 14 aprile 2011, in *ilcaso.it*, secondo cui "Al fine di valutare l'eventuale eccessivo squilibrio tra indebitamento e capitale netto (art. 2467 cod. civ.), il *leverage*, pari al rapporto tra il totale delle fonti di finanziamento e i mezzi propri, costituisce sicuramente un indicatore significativo, il quale deve però essere confortato e valutato unitamente ad ulteriori elementi, tra i quali riveste particolare importanza la struttura del debito. In quest'ottica, se è vero che una componente di debito a medio-lungo termine incide sullo squilibrio tra indebitamento e patrimonio netto in misura inferiore di una componente di debito a breve termine, è anche vero che la necessità di utilizzare i finanziamenti erogati da terzi per il pagamento dei debiti di imminente scadenza costituisce un indice di sottocapitalizzazione della società".

<sup>186</sup> App. Milano, 18 aprile 2014, in *ilcaso.it*.

strumento residuale- l'altro criterio in realtà concepito per ipotesi affatto diverse<sup>187</sup>.

Fermati così i caratteri principali della previsione legale di postergazione dei finanziamenti soci, sembra potersi concludere che essi non incidano in punto di individuazione dell'effetto rispetto a quanto si è osservato nell'ambiente nordamericano della *equitable subordination*. Si ribadisce, infatti, che la diversità di fonte non determina di per sé diversità di effetto, né nella nostra materia la diversa estensione dei poteri del Giudice comporta la necessità di diverse conseguenze sul piano delle situazioni giuridiche soggettive predicabili in capo a chi subisce la postergazione o a chi se ne beneficia.

**3.5. Rilevazione dei diversi interessi perseguibili con la postergazione, convenzionale o legale, relativa o assoluta. Se a tali differenze corrispondano differenti funzioni. Critica. Sulla medesima funzione svolta dalla postergazione, pur a fronte della realizzazione di interessi variegati.**

---

<sup>187</sup> Deve, tuttavia, riconoscersi che la medesima posizione potrebbe essere adeguatamente spiegata, in alternativa, ritenendo che i due presupposti di legge in realtà coincidano, come sostiene M. CAMPOBASSO, *I finanziamenti dei soci*, cit., p. 104 ss.; ID., *La postergazione dei finanziamenti soci*, cit., p. 241.

Si è visto in vari luoghi di questo studio come il ricorso a meccanismi postergativi possa rispondere alla realizzazione di interessi diversi ed eterogenei fra loro. Per rimanere agli esempi più noti, è evidente come gli obiettivi della disposizione legislativa di cui all'art. 2467 c.c. siano quelli di proteggere i creditori estranei da forme di "abuso" poste in essere fra soci e società, direi "tipologicamente" ricorrenti quando la società sia un srl o nei rapporti di gruppo. Diversamente, nel caso di emissione di obbligazioni postergate nelle società azionarie, l'interesse che si mira a realizzare è quello della non incidenza del nuovo prestito sulla garanzia patrimoniale idealmente presa in considerazione dai precedenti finanziatori, anche al fine di evitare il realizzarsi di uno o più *trigger event* previsti in precedenti contratti di finanziamento. Ancora, nel caso delle obbligazioni subordinate emesse dalle banche la finalità è quella di ottenere il finanziamento dell'attività di impresa che allo stesso tempo possa essere preso in considerazione ai fini della formazione del patrimonio di vigilanza. Tuttavia, la mera rilevazione di tali diversità di obiettivi non dimostra di per sé che la postergazione del credito, intesa come lo strumento utilizzato per realizzarli, svolga funzioni diverse, nel senso di determinare effetti diversi sul piano sostanziale, per quanti siano gli interessi da realizzare; al riguardo basti osservare che il contenuto (e la funzione) del diritto non cambia a seconda

delle finalità perseguite dal suo titolare: si faccia l'esempio del diritto di proprietà, ove la funzione è la medesima sia che il diritto venga acquisito per finalità di investimento o per esigenze abitative. Secondo lo stesso metodo conoscitivo andrà, allora, verificato se nelle varie ipotesi il ricorso alla postergazione determini o meno, sul piano degli effetti giuridici, le stesse conseguenze.

Iniziando dalla c.d. postergazione legale, il punto dirimente sembra essere quello di stabilire se la regola codificata dall'art. 2467 c.c. determini un mutamento nel rapporto obbligatorio che vede come creditore postergato il socio o se, invece, lo strumento di realizzazione dell'interesse poco sopra isolato consista in una forma di riqualificazione del versamento in capitale di rischio. Ora, il più consistente argomento capace di militare a favore della considerazione del prestito soci come apporto a capitale di rischio è dato dalla previsione del secondo comma dell'art. 2467 c.c., che – nel delineare indici di anomalia del finanziamento- potrebbe essere interpretata come la chiara scelta legislativa di classificare detti rapporti non già come rapporti obbligatori bensì come apporti di patrimonio. I fautori di tale lettura<sup>188</sup> sono poi pronti nel precisare che non si tratta affatto di un procedimento di riqualificazione

---

<sup>188</sup> C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, cit., p. 45; M. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, cit., p. 128 ss.

bensì di una fattispecie tipica costruita sulla base di *standard* di tipicità sociale.

La base razionale di un tale ragionamento è data dall'analisi, in termini di valutazione tipica del comportamento del socio della società in difficoltà, inteso come operatore razionale, il quale piuttosto che perdere senz'altro i suoi precedenti apporti di capitale preferirà finanziare la società onde consentire alla stessa di portare a compimento i programmi di investimento, scommettendo così che i risultati dell'attività saranno tali da consentire non solo il pagamento di tutti i crediti ma anche il recupero dell'investimento iniziale ed una sua remunerazione. Ma, allora -si dice- in questa ipotesi si assiste ad evenienze molto diverse che nella concessione di un finanziamento, dove il finanziatore è mosso esclusivamente dall'aspettativa di ottenere, insieme al rimborso del capitale, la corresponsione di interessi adeguati, ma non ha alcun interesse verso il residuo. Ne deriverebbe un'autonoma funzione della previsione legislativa, tesa a comporre il conflitto di interessi fra soci e terzi creditori attraverso la neutralizzazione dell'eventuale pretesa creditoria dei soci per via di una sorta di inefficacia relativa del diritto di costoro<sup>189</sup>.

---

<sup>189</sup> Così G. PRESTI, sub *art. 2467*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, Torino, 2006, p. 114 s.

Non sembra però che la premessa del discorso sia sempre valida; intanto perché l'affermazione circa il fatto che il socio è disposto a finanziare l'impresa in crisi solo perché così protegge il proprio investimento prova troppo. Infatti, pur concedendo che l'ipotesi venga assunta come ricorrente a finanziamento già concesso, che altrimenti non si avrebbe proprio problema di applicabilità dell'art. 2467 c.c., non può affatto darsi per dimostrato che il socio non si determini alla concessione del finanziamento in base ad autonome valutazioni, che non hanno nulla a che fare con quanto precedentemente apportato a capitale di rischio<sup>190</sup>. Inoltre, a ragionar così se ne farebbe inevitabilmente una questione quantitativa, dal momento che sarebbe razionale la decisione di finanziare l'impresa in crisi solo quando l'importo del finanziamento sia di misura nettamente inferiore a quanto già investito, al netto del fatto che in molti casi la mera circostanza di aver investito in un progetto sbagliato non è ragione sufficiente per

---

<sup>190</sup> Anzi, v'è da osservare come gli avvertimenti circa i rischi connessi a comportamenti opportunistici dei soci siano basati sulla circostanza che il socio, beneficiario della regola di responsabilità limitata, tenderà a far assumere all'ente rischi maggiori quanto più sarà sicuro che in caso di insolvenza, inevitabile in *thesi* proprio in assenza dell'assunzione di nuove iniziative rischiose, perderà tutto il suo investimento iniziale, su cui cfr. D. PREITE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988, p. 66 ss.; e per un coerente sviluppo di tale assunto, F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. Soc.*, 2010, p. 57 ss. Si capisce, allora, che a trattare negli stessi termini l'atteggiamento del socio che, verificata una situazione di crisi rilevante ai ss. dell'art. 2467 c.c., decida comunque di finanziare l'impresa si commetterebbe certamente un errore, con l'effetto di disincentivare il finanziamento dell'impresa proprio in un momento delicato, ossia quando la mancanza di finanziamenti la condannerebbe certamente alla fine, anche in presenza di adeguate prospettive di sviluppo.

mettere a rischio altre risorse, per quanto esigue. Evidentemente, invece, non è possibile isolare un comportamento del socio finanziatore che sia razionale in tutte le ipotesi in cui l'impresa in crisi necessita di un finanziamento; anzi, la previsione dell'art. 182 *quater* della legge fallimentare, che sancisce la parziale prededucibilità dei finanziamenti soci concessi in esecuzione di un piano di concordato preventivo o di un accordo di ristrutturazione del debito, è la migliore dimostrazione che spesso il socio ha bisogno di ben altri incentivi per finanziare l'impresa in crisi che non la protezione dell'investimento iniziale.

Ne deriva che, essendo unica la previsione dell'art. 2467 c.c., non possa ricostruirsi la funzione della stessa in ragione di uno soltanto dei possibili casi in cui è destinata ad operare, e dei relativi interessi da proteggere. All'opposto, la necessità di tenere conto delle variegate ipotesi nelle quali può trovare applicazione impone di ricercare anzitutto se la norma richiamata possa funzionare senza dover per questo superare il dato obiettivo della concessione di un finanziamento e non di un apporto a capitale di rischio, in modo cioè da ridurre la portata legislativa allo stretto necessario per la realizzazione degli obiettivi posti, visto che la stessa indubbiamente si pone, con la sua portata imperativa, come una limitazione all'autonomia negoziale. Deve, infine, aggiungersi che l'opzione interpretativa della qualificazione forzata del

finanziamento in conferimento comporterebbe, anche per la sua definitività, un'ingiustificata compressione dell'autonomia privata<sup>191</sup> ed avrebbe conseguenze ulteriori rispetto alle stesse previsioni di legge<sup>192</sup>.

Sembra, invece, che l'adeguata valorizzazione delle circostanze isolate dal 2° comma dell'art. 2467 c.c. consenta di meglio definire quali interessi siano considerati giuridicamente preordinati e se lo strumento della postergazione del credito, secondo la disciplina degli effetti isolata nel precedente capitolo, sia coerente con il perseguimento di tali interessi. Infatti, tanto l'ipotesi dello squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto che quella in cui sarebbe ragionevole un conferimento attengono a situazioni di crisi della società<sup>193</sup>, rispetto alle quali la postergazione forzata dei crediti da restituzione maturati dai soci

---

<sup>191</sup> Nel medesimo senso G. LICCARDO, *La postergazione legale*, cit., p. 173.

<sup>192</sup> È pur vero che fra i fautori della teoria della riqualificazione il discorso sulla "reversibilità" della postergazione è aperto, e che anzi sembra prevalente la posizione di chi ritiene che -cessato lo stato di crisi- debba cessare la restrizione di legge, per cui v. G.B. PORTALE, *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, cit., p. 676 s., 679. Tuttavia, sembra da evidenziarsi che se vuol parlarsi di riqualificazione, ossia di riconduzione del fenomeno ad una forma giuridica diversa da quella indicata dalle parti (conferimento v/s finanziamento), diventa poi incoerente ammettere una riqualificazione della riqualificazione al verificarsi di certi eventi, come la sopravvenuta situazione di solidità patrimoniale o finanziaria della società. La ipotizzata reversibilità, che sembra imposta nell'art. 2467 c.c. proprio perché non estende gli effetti di postergazione a tutti i casi di finanziamenti soci, sembra piuttosto un ulteriore indice nel senso di dover leggere la previsione di legge come una disciplina specifica del rapporto obbligatorio, che tale appunto rimane anche quando viene postergato il diritto del creditore.

<sup>193</sup> E ciò al di là della questione circa la individuazione di due diversi ambiti operativi delle riferite ipotesi o invece della loro coincidenza in fatto, per cui v. M. CAMPOBASSO, *I finanziamenti dei soci*, cit., p. 104 ss.



per aver finanziato la società stessa costituisce una misura di salvaguardia per tutti gli altri creditori<sup>194</sup>. Ma se questa è la finalità della previsione legislativa ciò non dice ancora in cosa debba consistere la misura di tutela, imponendosi soltanto che tale misura consenta il raggiungimento delle finalità anzidette. Ebbene, posto che la postergazione non muta natura se i beneficiari del relativo effetto siano uno o più creditori determinati o invece una serie (per es. tutti i creditori non postergati), sembra che la finalità di impedire ai soci finanziatori di avvantaggiarsi della propria posizione di *insider* a scapito degli altri creditori sociali possa essere realizzata con maggiore precisione proprio riconoscendo che anche nella previsione legale si determina la costituzione di un limite al rapporto obbligatorio a cui corrisponde l'attribuzione, a favore di tutti i non postergati, della pretesa di ottenere il pagamento del proprio credito prima del pagamento del credito vantato dal socio finanziatore. Il fatto che poi, accanto alla produzione di tale effetto minimo proprio della postergazione, si

---

<sup>194</sup> Il che, per altro verso, si allaccia alla fondamentale esigenza di assicurare sostenibilità al sistema vigente che, se da un lato sembra mantener ferma l'opzione del c.d. sistema del netto, dall'altra mostra, nel suo assetto più recente, un sensibile ridimensionamento proprio delle revocatorie. Il problema non è, infatti, stabilire se il c.d. sistema del netto, il cui più evidente portato è la regola capitalizza o liquida, sia la soluzione preferibile, ma quello relativo alle inevitabili interferenze che si realizzano che il tema della protezione dei creditori: sul punto, per la evidenziazione dei nessi che corrono con il sistema dei privilegi e delle revocatorie, F. DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. Comm.*, 2006, I, p. 496 ss. D'altra parte è abbastanza evidente come l'affievolimento della tutela imperativa offerta dalle revocatorie non produca alcun incentivo al monitoraggio del debitore e si traduca perciò in un sicuro abbassamento del livello di tutela dei creditori non compensato da vantaggi di altra natura, per cui cfr. ancora F. DENOZZA, *loco cit.*

accompagnino ulteriori effetti non vale di per sé a contraddire la proposta ricostruzione unitaria, purché per tali ulteriori effetti si riesca a dare autonoma spiegazione; ciò che sembra consentito nel nostro caso se solo si tiene conto che:

i) la previsione dell'obbligo di rimborso di quanto ricevuto, nell'anno precedente al fallimento della società, dal socio in pagamento dell'obbligo da restituzione del finanziamento è un rafforzamento della tutela dei beneficiari, assistita da una speciale forma di ricostituzione della garanzia patrimoniale, connessa al requisito di fallibilità del debitore. Ciò tuttavia si spiega con il sistema di tutela della massa e non comporta punto di dover ricostruire diversamente la disciplina da postergazione;

ii) l'inosservanza della società del vincolo da postergazione determina la responsabilità risarcitoria in capo agli amministratori come conseguenza della violazione degli obblighi ad essi imposti, ma sotto tale profilo non vi è divergenza rispetto alla regola generale, visto che si tratta pur sempre della conseguenza della (colpevole) violazione di un diritto altrui, nella specie dei creditori sociali beneficiari della postergazione;

iii) la propagazione di effetti ulteriori si spiega con la dinamica societaria e, quindi, con l'affiancarsi di ulteriori interessi -ed ulteriori tutele- rispetto allo schema minimo visto per la postergazione negoziale.

### **3.5. Risultati dell'indagine ed ulteriori prospettive.**

M'illudo di aver dimostrato:

- che la postergazione consiste nel minimo effetto di costituire, in relazione a due o più distinti rapporti obbligatori verso un comune debitore, un limite al credito del postergato cui corrisponde l'effetto favorevole per il creditore beneficiario consistente nella pretesa di ottenere il pagamento prima del postergato;
- che il creditore postergato è pur sempre un creditore, sia pur con le limitazioni di contenuto osservate, e la sua situazione giuridica vive in un rapporto obbligatorio;
- che la postergazione è fattispecie ad effetto immediato, al di là della previsione di eventi futuri ed incerti in relazione ai quali ne è prevista l'operatività, posto che tale ultima specificazione incide sull'ampiezza della protezione offerta ai beneficiari ma non pone un problema di attualità dell'interesse perseguito;
- che la minima unità effettuale da postergazione si rinviene tanto nelle forme a vantaggio di un solo creditore che in quelle a vantaggio di tutti i creditori; la medesima fattispecie ricorre sia nelle forme negoziali che in quelle legali, compresa la postergazione legale di cui all'art. 2467 c.c.;

- che le varie forme di postergazione isolate in dottrina divergono soltanto sul piano quantitativo della protezione assicurata al beneficiario e conseguentemente sul diverso effetto economico prodotto. Anche nel caso della postergazione a favore di tutti i non postergati, come nell'ipotesi del 2467 c.c., si realizza l'effetto tipico della postergazione ma i benefici vengono diffusi a favore di un numero vasto di beneficiari.

Se i punti così indicati possono mantenersi fermi, mi sembra che emerga una chiara indicazione nel senso di dover mantenere tutto il fenomeno nell'alveo della regolamentazione del rapporto obbligatorio. Ciò dovrebbe avere non pochi riflessi sul piano applicativo, in due importanti direzioni: quella della definizione delle facoltà spettanti al postergato e quella dei riflessi in tema di organizzazione societaria e di diritto della crisi di impresa.

In ordine al primo ambito, la sicura riconduzione al diritto di credito, sebbene a contenuto limitato, dovrebbe comportare come conseguenza che gli eventuali successori, sia a titolo particolare che universale, diverranno titolari del medesimo diritto (con le medesime limitazioni) del dante causa, in base al noto principio per cui *nemo plus iuris in alium transferre potest quam ipse habet*. D'altra parte, la evidenziata limitazione di contenuto suggerisce che a favore dei postergati non potranno essere validamente costituite

cause legittime di prelazione, essendo tale limite inderogabile per incoerenza con la fattispecie.

Ed ancora che il creditore, per quanto postergato, abbia a disposizione tutte le azioni a tutela del proprio credito, compresa l'azione tesa a provocare il concorso fallimentare, ma non quella esecutiva fin quando duri il vincolo da postergazione; più nel dettaglio, in caso di istanza di fallimento proveniente dal postergato, il Giudice dovrà tener conto dell'esposizione debitoria relativa da un punto di vista patrimoniale ma non al fine di determinare la situazione di insolvenza dell'impresa, almeno fintanto che essa sarà attiva e non in liquidazione, visto che il pagamento del postergato non potrà avvenire fintanto che esista un creditore *senior* non ancora soddisfatto e che comunque è presupposto per la dichiarazione di fallimento la risultanza dall'istruttoria fallimentare di debiti scaduti e non onorati per almeno euro 30.000, in riferimento ai quali il debito verso il postergato non può fare calcolo, al pari di ogni credito non esigibile. Sull'altro versante, sembra che la riconduzione alla dinamica debito-credito, anche nel caso della postergazione legale, abbia il valore di ricondurre a razionalità i diversi problemi organizzativi che dall'introduzione dell'art. 2467 c.c. si fanno discendere. Alludo principalmente al tema dell'impatto della disciplina di legge sul complessivo equilibrio disegnato a tutela dei creditori sociali a

fronte della regola di responsabilità limitata, ed in ultima istanza sulla possibilità di ascrivere la disciplina dei crediti dei soci verso la società agli strumenti capaci di offrire tutele alternative al capitale sociale, per come individuati nella seconda direttiva comunitaria in materia di società. Ebbene, mi pare che la individuazione offerta delle situazioni giuridiche da credito postergato nelle srl possa consentire, nella sua concreta incidenza sul piano del rapporto obbligatorio, di ritenere operanti una serie di limitazioni tali da poter dire integrato un nucleo di tutela adeguato a favore dei creditori sociali, soprattutto se non dotati di strumenti di monitoraggio e di conseguente reazione (c.dd. *non adjusting*): se, infatti, il creditore postergato non ha diritto al pagamento prima della soddisfazione degli altri creditori ciò comporta che l'amministratore che paga il postergato commette un atto dannoso per gli altri creditori e ne sopporterà personalmente le conseguenze in termini di responsabilità personale; di converso, essendo il postergato comunque un creditore, potrà sempre e comunque compiere le azioni conservative a tutela del suo credito, divenendo egli stesso un alleato dei creditori *non insider* proprio perché non potendo approfittarsi della sua posizione di socio per farsi rimborsare il prestito prima degli altri avrà tutto l'interesse a provocare misure virtuose, fino a far emergere la crisi, non appena i risultati dell'attività si connotino così negativamente da intaccare

l'equilibrio patrimoniale della società. Sempre seguendo tale impostazione, pare poi che il problema di applicazione della regola di postergazione a società diverse dalle srl debba essere trattato come una questione di compatibilità con il tipo, e quindi nell'ordinamento delle società azionarie, organizzate rigidamente per uffici, potrà trovare spazio se e nella misura in cui potrà individuarsi una situazione di direzione e coordinamento in capo al socio finanziatore (art. 2497 *quinquies* c.c.).

Per finire, sul versante più squisitamente concorsuale, la titolarità piena ed attuale del credito in capo al postergato porta alla sicura affermazione in capo a costui del diritto di voto nelle procedure di concordato, ferme ovviamente tutte le misure necessarie ad evitare i possibili (e probabili) conflitti di interessi derivanti dalla appartenenza in capo allo stesso soggetto della posizione di socio e di creditore e delle regole imperative in tema di formazioni delle classi.

## BIBLIOGRAFIA

Abbadessa P., *Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 1988, I, p. 497;

Abriani N., *Finanziamenti "anomali" dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, 2010, in *associazionepreite.it*.

Allara M., *Vicende del rapporto giuridico, fattispecie, fatti giuridici*, Torino, ristampa 1999;

Anelli F., *L'alienazione in funzione di garanzia*, Milano, 1966;

Angelici C., *Note in tema di rapporti contrattuali tra soci e società*, in G.B. Ferri – Angelici, *Studi sull'autonomia dei privati*, Torino, 1997, p. 357;

Angelici C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006;

Auricchio A., *La individuazione dei beni immobili*, Napoli, 1960;

Aza S. Herzog & Joel B. Zweibel, *The Equitable Subordination of Claims in Bankruptcy*, in *15 Vand. L. Rev.*, 1961-1962, p. 113;

Balp G., *sub art. 2467*, in *Comm. Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008;

Barenghi A., *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005;

Barkey A. H., *The Financial Articulation of a Fiduciary Duty to Bondholders with Fiduciary Duties to Stockholders of the Corporation*, in *20 Creighton L. Rev.*, 1986, p. 47;



- Bartalena A., *I finanziamenti dei soci nelle s.r.l.*, in *Anal. Giur. Econ.*, 2003, p. 394;
- Benedetti G., *Dal contratto al negozio unilaterale*, Milano, 1969;
- Bigliazzi Geri L., *Contributo ad una teoria dell'interesse legittimo nel diritto privato*, Milano, 1967;
- Biscontini G., *Assunzione di debito e garanzia del credito*, Napoli, 1993;
- Bonfatti S., *Il coobbligato del fallito nel fallimento*, Milano, 1989;
- Bonfatti S., in S. Bonfatti-P.F. Censoni, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011;
- Bonilini G., *La prelazione volontaria*, Milano, 1984;
- Brooks R.H., *Theory and Practice of Mezzanine Financing*, in *18 Int'l Bus. Law*, 1990, p. 445;
- Cagnasso O., *Diritto di prelazione e patto di preferenza nella somministrazione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1980, p. 51;
- Calderazzi R., *I finanziamenti dei soci nelle società di capitali*, Milano, 2012;
- Calligar M. D., *Purposes and Uses of Subordination Agreements*, in *23 Bus. Law.*, 1967, p. 33;
- Calligar M. D., *Subordination Agreements*, in *70 Yale L. J.*, 1961, p. 376;
- Campobasso G. F., *Coobbligazione cambiaria e solidarietà disuguale*, Napoli, 1974;
- Campobasso G. F., *Le obbligazioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 1988;
- Campobasso G.F., *I prestiti postergati nel diritto italiano*, in *Giur. Comm.*, I, 1983, p. 121;
- Campobasso M., *I finanziamenti dei soci*, Torino, 2004;
- Campobasso M., *La postergazione dei finanziamenti soci*, in *S.r.l.*

*Commentario*, dedicato a G. B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011;

Carlson D. G., *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, in 38 *Vand. L. Rev.*, 1985, p. 983;

Carlson D. G., *The Logical Structure of Fraudulent Transfers and Equitable Subordination*, in 45 *Wm. & Mary L. Rev.*, 2003-2004, p. 206;

Cassling D. R., *Inter-Creditor Subordination Agreements Do Not Subordinate Creditors Who Are Not Parties Thereto*, in 121 *Banking L.J.*, 2004, p. 667;

Chon D. C., *Subordinated Claims: Their Classification and Voting Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, in 56 *Am. Bankr. L. J.*, 1982, p. 293;

Cicala R., *Delegazione ed espromissione*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1968, p. 129;

Cicala R., *L'adempimento indiretto dell'obbligo altrui*, Napoli, 1968;

Cicala R., *Saggi sull'obbligazione e le sue vicende*, Napoli, 2001;

Cicala R., *Sul contratto autonomo di garanzia*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1991, p. 143;

Ciccarello S., *Privilegio del credito ed uguaglianza dei creditori*, Milano, 1983;

Clark B., *Revised Article of the UCC: Scope, Perfection, Priorities, and Default*, in 4 *N. C. Banking Inst.*, 2000, p. 129;

Clark R. C., *The Duties of the Corporate Debtor to Its Creditors*, in 90 *Harv. L. Rev.*, p. 505;

Colesanti V., *Mito e realtà della <<par condicio>>*, in *Fall.*, 1984, p. 32;

Coogan P. F., Kripke, H., Weiss, F. *The outer fringes of article 9: subordination agreements, security interests in money and deposits, negative pledge clauses, and participation agreements*, in 79 *Harv. L. Rev.*, 1965, p. 229,

- Coppola A., Sub *artt. 61-63*, in *La nuova legge fallimentare*, a cura di Nigro e Sandulli, I, Torino, 2006;
- Corey G. S., Marr Jr., M. W., Spivey, M. F., *Are Bondholders Owed a Fiduciary Duty?*, in 18 *Fla. St. U. L. Rev.*, 1991, p. 971;
- Costi R., *La riforma delle Casse di Risparmio: problemi giuridici*, in *Giur. Comm.*, 1982, I, p. 464;
- De Cicco O., *Concordato preventivo e classi di creditori: dalla postergazione alla prededuzione*, in *Giur. comm.*, 2011, II, p. 257;
- De Ferra G., *La postergazione del credito del socio finanziatore*, in *Giur. Comm.*, 2010, I, p. 187;
- De Nova G., *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974;
- DeNatale A. & P. B. Abram, *The Doctrine of Equitable Subordination as Applied to Nonmanagement Creditors*, in 40 *Bus. Law.*, 1984-1985, p. 417;
- Denozza F., *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. Comm.*, 2006, I, p. 489;
- Desiderio G., *L'attività bancaria (Fattispecie ed evoluzione)*, Milano, 2004;
- Dolmetta A.A., *Per l'equilibrio e la trasparenza nelle operazioni bancarie: chiose critiche alla legge n. 154/1992*, in *Banca, borsa, t. c.*, I, 1992, p. 394;
- Eco U., *Kant e l'ornitorinco*, Milano, 1997;
- Everett E., *Subordinated Debt-Nature and Enforcement*, in 20 *Bus. Law.*, 1965, p. 953;
- Everett E., *Subordinated Debt-Nature, Objectives and Enforcement*, in 44 *B.U. L. Rev.*, 1964, p. 487;
- Falzea A., *La condizione e gli elementi dell'atto giuridico*, Milano, 1941 (ristampa Esi-Napoli, 1999);
- Fazzutti E., Sub *art. 2467*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, 3, Torino, 2003;

- Ferri jr G., *In tema di postergazione legale*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, I, p. 969;
- Ferri G. B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, p. 132;
- Fimmanò F., *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. Soc.*, 2010, p. 57;
- Fragali, M. *Della fideiussione. Del mandato di credito*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1968;
- Galgano F., *Il nuovo diritto societario*, in *Tr. Galgano*, Padova, 2003;
- Galletti D., «Elasticità» della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in *BBTC*, 1997, I, p. 239;
- Gambino, A. *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, p. 641;
- Gelter M., *The Subordination of Shareholder Loans in Bankruptcy*, in *Harvard John M. Olin Fellow's Discussion Paper Series*, n. 4, 1/2005;
- Gilmore G., *Security Interests in Personal Property*, Boston: Little, Brown & Co., 1965;
- Giorgianni M., *Causa (dir. priv.)*, in *Enc. Dir.*, VI, Milano, (s.d.);
- Giorgianni M., *L'obbligazione*, Milano, 1968;
- Giorgianni, M. *Negozi giuridici collegati*, in *Riv. ital. sc. giur.*, 1937, p. 298;
- Giusti, A. *La fideiussione e il mandato di credito*, in *Trattato Cicu-Messineo*, vol. XVIII t. 3, Milano, 1998;
- Goldenberg J. L., *Los negocios de subordinación particular*, in *ADCo*, n. 23/2011;
- Gorla G., *Il contratto*, Milano, 1955;
- Gorla G., *Il dogma del <<consenso>> o <<accordo>> e la formazione del mandato gratuito nel diritto continentale*, in *Studi in memoria di F. Vassalli*, II, Torino, 1960;

- Han T. C., *Debt Subordination*, in *Singapore J. Legal Stud.*, p. 491;
- Hauser J. A., *Nonconsensual Repeal of Third-Party Beneficiary Contract Rights: Senior Creditors Under Subordination Agreements*, in *8 Cardozo L. Rev.*, 1987, p. 1227;
- Herzog A. S., Zweibel, J. B., *The Equitable Subordination of Claims in Bankruptcy*, in *15 Vand. L. Rev.*, 1961, p. 83;
- Hudson J. R., Mears, P. E., Moreno, J. A. G., *Revisiting the Outer Fringes: Contractual Subordination in Dual Bankruptcy Cases*, in *98 Com. L. J.*, 1993, p. 417;
- Inzitari B., *Effetti del fallimento per i creditori* (art. 51-63), in *Commentario alla legge fallimentare Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1988;
- Irrera M., *La nuova disciplina dei "prestiti" dei soci alla società*, in *La riforma delle società*, a cura di S. Ambrosini, Torino, 2003;
- Irti N., voce *Oggetto del negozio giuridico*, in *Noviss. Dig. It.*, Torino, 1965;
- Jaeger P.G., *Par condicio creditorum*, in *Giur. comm.*, 1984, I, p. 88;
- Jiang W., Li, K., Shao, P., *When Shareholders Are Creditors: Effects of the Simultaneous Holding of Equity and Debt by Non-commercial Banking Institutions*, in *23 Review of Financial Studies*, 2010, p. 3596;
- Johnson R. W., *Subordinated Debentures: Debt That Serves as Equity*, in *10 Journal of Finance*, 1955, p. 1;
- Kahan M., *Rethinking Corporate Bonds: The Trade-Off between Individual and Collective Rights*, in *77 N.Y.U. L. Rev.*, 2002, p. 1040.
- Kravitz D., *The Outer Fringes of Chapter 11: Nonconsenting Senior Lender's Rights Under Subordination Agreements in Bankruptcy*, in *91 Michigan L. Rev.*, 1992, p. 281;
- La Porta U., <<Causa cavendi>> e <<prestazione di garanzia>> in una recente ricostruzione del contratto autonomo, in *Rass. dir. civ.*, 2, 1993, p. 326;
- La Porta U., *Il trasferimento delle aspettative. Contributo allo studio delle situazioni soggettive attive*, Napoli, 1995;

- La Porta, U. *l'assunzione del debito altrui*, in *Trattato Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger*, Milano, 2009, p. 285;
- Lamb H. B., *Enforceability of Subordination Agreements*, in 19 *Real Prop. Prob. & Tr. J.*, 1984, p. 631;
- Lemma V., *"Mezzanine finance": nuova generazione di prestito subordinato?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, p. 93;
- Lener R. *La Cassazione chiude (definitivamente) il dibattito sulla natura delle "quote" delle casse di risparmio*, in *BBTC*, 1995, II, p. 534;
- Levmore S., *Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings*, in 92 *Yale L. J.*, 1982, p. 49;
- Lipkin A. J., *Does a Subordinated Debt Holder's Assignment of Its Right to Vote on a Bankruptcy Plan Effectively Sacrifice All of the Subordinated Debt Holder's Rights in a Chapter 11 Case?*, in *Pratt's J. Bankr. L.*, 2012, p. 550;
- Locorato S., *Postergazione dei crediti e fallimento*, Milano, 2010;
- Lopes J. L., *Contractual Subordinations and Bankruptcy*, in 97 *Banking L. J.*, 1980, p. 204;
- Luminoso A., *I contratti tipici e atipici*, Milano, 1995;
- MacDougall B., *Subordination Agreements*, in 32 *Osgoode Hall L. J.*, 1994, p. 225,
- Maffei Alberti A., *Il danno nella revocatoria*, Padova, 1970;
- Mandrioli, L. *La disciplina dei finanziamenti soci nelle società di capitali*, in *Società*, 2006, p. 178;
- Marchetti P.G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 1994, p. 485;
- Martorano F. S., *Sub artt. 61-63*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, a cura di Jorio e Fabiani, Bologna 2006;
- Maugeri M., *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005;

Maugeri M., *Sul regime concorsuale dei finanziamenti soci*, in *Giur. Comm.*, 2010, I, p. p. 805;

Mendales R. E., *The New Junkyard of Corporate Finance: The Treatment of Junk Bonds in Bankruptcy*, in *69 Wash. U. L. Q.*, 1991, p. 1137;

Mengoni L., *Successioni per causa di morte* (successione legittima), in *Trattato del diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger, Milano, 1990;

Migliaccio E., *Appunti sulla par condicio creditorum (a margine di un recente contributo)*, in *Rass. Dir. Civ.*, 2008, p. 1050;

Miller H. D., Starr, M. B., Regalia, E. L., *Subordination Agreements in California*, in *13 UCLA L. Rev.*, 1966, p. 1298;

Mitchell L. E., *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care about It)*, in *51 Bus. Law.*, 1996, p. 443;

Montes M., *In Re Yellowstone Mountain Club: Equitable Subordination to Police Inequitable Conduct by Non-Insider Creditors*, in *41 N. C. Banking Inst.*, 2010, p. 495;

Moringiello J. M., *Mortgage Modification, Equitable Subordination, And the Honest but Unfortunate Creditor*, in *79 Fordham L. Rev.*, 2011, p. 1599;

Murray J. C., *Equitable Subordination in Bankruptcy: An Analysis of In re Yellowstone*, in *americanbar.org*;

Nappi, F. *La garanzia autonoma. Profili sistematici*, Napoli, 1992;

Nation III, G. A., *Circuity of Liens Arising from Subordination Agreements: Conforting Unanimity No More*, in *83 B.U. L. Rev.*, 2003, p. 591;

Natoli, U. *La proprietà*, Milano, 1980;

Nozemack M., *Making Sense Out of Bankruptcy Courts' Recharacterization of Claims: Why Not Use § 510(c) Equitable Subordination?*, in *56 Wash & Lee L. Rev.*, p. 689;

Orlandi M., *Pactum de non petendo e inesigibilità*, Milano, 2000;

- Pavone La Rosa A., *La teoria dell'imprenditore occulto nell'opera di Walter Bigiavi*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1967, I, p. 671;
- Perlingieri P., *Il fenomeno dell'estinzione nelle obbligazioni*, Napoli, 2004;
- Perlingieri P., *Della cessione dei crediti*, in *Commentario al cod. civ.* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1982;
- Perlingieri, P. *La dilazione come vicenda modificativa del regolamento del rapporto*, in *Dir. Giur.*, 1969, p. 699;
- Perone G., *La postergazione dei finanziamenti ascendenti infragruppo*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, p. 883;
- Portale G. B., *"Prestiti subordinati" e "prestiti irredimibili" (appunti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, I, p. 1;
- Portale G. B., *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1970, p. 33;
- Portale G.B., *Fideiussione e <<Garantievetrage>> nella prassi bancaria*, in *Le operazioni bancarie* a cura di Portale, II, Milano, 1978, p. 1044, ora in *Le garanzie bancarie internazionali*, Milano, 1989;
- Portale G.B., *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 663;
- Preite D., *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988, p. 66;
- Presti G., sub art. 2467, in *Codice commentato delle s.r.l.*, Torino, 2006;
- Pugliatti S., *La proprietà nel nuovo diritto*, Milano, 1964;
- Pugliatti, S. *Precisazioni in tema di causa del negozio giuridico*, in *Diritto civile*, Milano, 1951;
- Reinach A., *I fondamenti a priori del diritto civile*, (trad. it. di *Die apriorischen Grundlagen des bürgerlichen Rechtes* a cura di D Falcioni), Milano, 1990;



Rescigno M., *Contributo allo studio della par condicio creditorum*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, I, p. 359;

Rescigno P., *Studi sull'accollo*, Milano, 1958;

Restuccia A., *Donazione modale e rapporto obbligatorio*, in *Riv. Not.*, 2011, I, p. 1149;

Restuccia A., *Il concetto di eccessivo squilibrio ed i limiti di disposizione negoziale del credito da finanziamento soci nel concordato preventivo*, in corso di pubblicazione in *Giur. Comm.*;

Rodotà S., voce *Espromissione*, in *Enc. Dir.*, XV, Milano;

Ruscello F., «Pactum de non petendo» e vicenda modificativa del rapporto obbligatorio, in *Riv. Dir. Civ.*, 1976, II, p. 198;

Ryan R. H. Jr., *The Subordinated World of Junk Bonds*, in 105 *Banking L.J.*, 1988, p. 4;

Sacco R., *Il contratto*, Torino, 1975;

Schlesinger P., *L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, in *Riv. Dir. Proc.*, 1995, p. 319;

Schlesinger P., *Riflessioni sulla prestazione dovuta nel rapporto obbligatorio*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, p. 1277;

Serik R., *Überschuldete Gesellschaft und konkursabwendender Forderungsrücktritt eines Nichtgesellschafters*, in *ZIP*, 1980, p. 13;

Sicchiero G., *Il regresso nel fallimento (artt. 61-63, l. fall.)*, in *Contratto e impresa* 2011, p. 1351;

Spada P., *La tipicità delle società*, Padova, 1974;

Spada P., *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2009, p. 622;

Spada P., *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 806;

Stefini U., *La cessione del credito con causa di garanzia*, Padova, 2007;

- Terranova G., sub *art. 2467*, in *Comm. Niccolini-Stagno d'Alcontres*, III, Napoli, 2004, p. 1449;
- Teti R., *Il mutuo*, in *Trattato Rescigno*, vol. 12, Torino, 1985;
- Tullio A., *La postergazione*, Padova, 2009;
- Vaccarella R., *La solidarietà passiva nel fallimento*, in *Dir. Fall.*, 1967, I, p. 46;
- Vanoni S., *I crediti subordinati*, Torino, 2000;
- Vattermoli D., *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012;
- Verse D. A., *Shareholder Loans in Corporate Insolvency – A New Approach to an Old Problem*, in *9 Germal L. J.*, 2008, p. 1109;
- Wilton J. M., Moeller-Sally S., *Debt Recharacterization Under State Law*, in *62 Bus. Law.*, 2007, p. 1257;
- Wood, P. *The law of subordinated debt*, London, 1990;
- Wood R. J., *Circular priorities in secured transactions law*, in *47:4 Alberta Law Rev.*, 2010, p. 823;
- Wood R. J., *Subordination Agreements, Bankruptcy and the PPSA*, in *49 Canadian Bus. L. J.*, 2010, p. 66;
- Zanarone G., sub *art. 2467*, in *Comm. Schlesinger-Busnelli*, Milano, 2010.
- Zanobini G., *Interessi occasionalmente protetti nel diritto privato*, in *Studi in memoria di Ferrara*, II, Milano, 1943;
- Zinman R. M., *Under the Spreading Bankruptcy: Subordinations and the Codes*, in *2 ABI L. Rev.*, 1994, p. 293.