

QUADERNI ROMANI DI DIRITTO COMMERCIALE

collana fondata da BERARDINO LIBONATI e PAOLO FERRO-LUZZI

a cura di CARLO ANGELICI, GIUSEPPE FERRI *jr*, GIUSEPPE GUIZZI e PAOLO SPADA

serie SAGGI

25

LUCIA PICARDI

**IL RUOLO DEI CREDITORI
FRA MONITORAGGIO
E ORIENTAMENTO DELLA GESTIONE
NELLA SOCIETÀ PER AZIONI**



GIUFFRÈ EDITORE

© Giuffrè Editore - Copia riservata all'autore

1. GIUSEPPE FERRI jr. – *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione* (1998).
2. CARLO ANGELICI – *Società prima dell'iscrizione e responsabilità di "coloro che hanno agito"*. Giurisprudenza tedesca e diritto italiano (1998).
3. GIUSEPPE GUIZZI – *Il titolo azionario come strumento di legittimazione*. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario (2000).
4. GIUSEPPE TERRANOVA – *Le procedure concorsuali*. Problemi d'una riforma (2004).
5. FEDERICO FERRO-LUZZI – *Del preambolo del contratto*. Valore ed efficacia del "premesso che" nel documento negoziale (2004).
6. CLAUDIA TEDESCHI – *"Potere di orientamento" dei soci nelle società per azioni* (2005).
7. STEFANO CAPPIELLO – *La remunerazione degli amministratori*. "Incentivi azionari" e creazione di valore (2005).
8. LUIGI FARENGA – *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza*. La fase prodromica di commissariamento giudiziale (c.d. fase di osservazione) (2005).
9. GIANLUCA BRANCADORO – *Strumenti finanziari e mercato mobiliare* (2005).
10. VALERIA FALCE – *Lineamenti giuridici e profili economici della tutela dell'innovazione industriale* (2006).
11. LAURA MARCHEGIANI – *Opere "utili" e libertà della concorrenza* (2006).
12. *Il collegio sindacale*. Le nuove regole. A cura di RICCARDO ALESSI, NICCOLÒ ABRIANI e UMBERTO MORERA. Introduzione di BERARDINO LIBONATI (2007).
13. PAOLO REVIGLIONE – *Il recesso nella società a responsabilità limitata* (2008).
14. VALERIA FALCE – *Profili pro-concorrenziali dell'istituto brevettuale* (2008).
15. MARIA AMBROSIO – *Attività e impresa agricola* (2008).
16. *Profili attuali di diritto societario europeo*. A cura di GIUSEPPE FERRI jr. e MARIO STELLA RICHTER jr. (2010).
17. SERGIO LOCORATOLO – *Postergazione dei crediti e fallimento* (2010).
18. GIUSEPPE GUIZZI – *Il mercato concorrenziale: problemi e conflitti*. Saggi di diritto antitrust (2010).

19. MASSIMO ROSSI – *La revoca degli amministratori di S.r.l.* (2012).
20. ERMANNO LA MARCA – *Il danno alla partecipazione azionaria* (2012).
21. CLAUDIA TEDESCHI – *Appunti sulla funzione concorrenziale del diritto societario* (2012).
22. GIORGIO MEO – *Il risanamento finanziato dai creditori*. Lettura dell'amministrazione straordinaria (2013).
23. LORENZA FURGIUELE – *Trasferimento della partecipazione e legittimazione nelle società di capitali* (2013).
24. MAURIZIO ONZA – *Estinzione dell'obbligazione pecuniaria e finanziamento dei consumi: il pagamento con la "carta"* (2013).
25. LUCIA PICARDI – *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni* (2013).

Per Informazioni e Acquisti

Dott. A. Giuffrè Editore S.p.A. - Via Busto Arsizio, 40 - 20151 Milano
Tel. 02/380.892.90 - Fax 02/380.095.82
<http://www.giuffre.it>

Centri di documentazione e di distribuzione Giuffrè

QUADERNI ROMANI DI DIRITTO COMMERCIALE

collana fondata da BERARDINO LIBONATI e PAOLO FERRO-LUZZI

a cura di CARLO ANGELICI, GIUSEPPE FERRI *jr*, GIUSEPPE GUIZZI e PAOLO SPADA

serie SAGGI

25

LUCIA PICARDI

**IL RUOLO DEI CREDITORI
FRA MONITORAGGIO
E ORIENTAMENTO DELLA GESTIONE
NELLA SOCIETÀ PER AZIONI**



GIUFFRÈ EDITORE

ISBN 88-14-18217-5

© Copyright Dott. A. Giuffrè Editore, S.p.A. Milano - 2013

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

Tipografia «MORI & C. S.p.A.» - 21100 Varese - Via F. Guicciardini 66

© Giuffrè Editore - Copia riservata all'autore

a Renato

Giuffrè Editore

Giuffrè Editore

INDICE

CAPITOLO I IL PROBLEMA

	<i>pag.</i>
1. I creditori e la <i>governance</i> delle società debtrici	3
2. La limitazione di responsabilità a favore dei soci di società di capitali e la posizione dei creditori sociali	10
3. (<i>Segue</i>): tecniche di tutela e loro efficacia anche in relazione alle diverse categorie di creditori	17
4. Il rapporto <i>debt/equity</i> nel finanziamento delle società di capitali	30
5. (<i>Segue</i>): la flessibilità finanziaria e la valutazione del merito di credito nell'attuazione della <i>debt policy</i>	36
6. L'incidenza delle banche finanziatrici sul mercato del controllo societario: i poteri dei creditori « forti » quale « leva mancante » della <i>corporate governance</i>	49
7. Competenze e doveri degli amministratori in materia di <i>corporate finance</i>	54
8. (<i>Segue</i>): prospettive di continuità aziendale e principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale. L'attenzione agli interessi dei creditori in prossimità dello stato di insolvenza della società	64
9. Sviluppo dell'indagine	75

CAPITOLO II LA FATTISPECIE DEI COVENANTS

1. Funzione e rilevanza dei <i>covenants</i> nel finanziamento societario	81
2. Varie tipologie di <i>covenants</i> : <i>affirmative covenants</i> , <i>negative covenants</i> , <i>financial covenants</i>	88
3. La violazione dei <i>covenants</i> e il sistema delle sanzioni. L'inadempimento degli obblighi contrattuali quale « segnale d'allarme » per un più intenso monitoraggio del creditore sulla società debitrice	97
4. Le speciali capacità di monitoraggio delle banche finanziatrici	104
5. (<i>Segue</i>): l'efficacia del monitoraggio delle banche e degli altri creditori « forti » rispetto ai tradizionali meccanismi di <i>corporate governance</i> , e in particolare alla figura degli amministratori indipendenti	110

6.	I potenziali limiti alla <i>debt governance</i> derivanti dalla liquidità del mercato finanziario e dalle opportunità di trasferimento del rischio di credito	119
7.	(<i>Segue</i>): la riduzione degli incentivi al monitoraggio delle società finanziate per effetto dello sviluppo dei <i>credit default swaps</i> . Il « <i>debt decoupling</i> » e l'emersione della figura degli « <i>empty creditors</i> »	127

CAPITOLO III

LA DISCIPLINA DELLA *DEBT GOVERNANCE*

1.	Premessa	139
2.	I poteri di influenza dei terzi investitori sulla gestione delle società finanziate: gli obbligazionisti, i possessori di strumenti finanziari partecipativi	143
3.	Il difetto di efficacia corporativa dei <i>covenants</i> ed il loro possibile inserimento in patti parasociali	160
4.	Il problema della meritevolezza di tutela dell'interesse perseguito mediante i <i>covenants</i> alla luce della disciplina in materia di attività di direzione e coordinamento di società	165
5.	La stipulazione e l'esecuzione dei <i>covenants</i> fra autonomia gestoria e competenze dell'assemblea. Opportunità e fondamento normativo di un intervento dei soci nella s.p.a. e nella s.r.l.	182
6.	L'interesse dei creditori assistiti da <i>covenants</i> al mantenimento ed al recupero della solvibilità finanziaria della società debitrice e la sua possibile disomogeneità rispetto agli interessi degli altri finanziatori ...	195
7.	La responsabilità dei creditori « forti » per eterodirezione « abusiva » della società debitrice	203
8.	(<i>Segue</i>): presupposti e limiti di applicabilità della figura dell'amministratore di fatto. L'inoperatività del meccanismo compensativo quale fattore di esenzione da responsabilità	212
9.	Strumenti di protezione contrattuale dei creditori e disciplina dei doveri e delle responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza della società	223
	<i>Bibliografia</i>	239

CAPITOLO I
IL PROBLEMA

SOMMARIO: 1. I creditori e la *governance* delle società debentrici. — 2. La limitazione di responsabilità a favore dei soci di società di capitali e la posizione dei creditori sociali. — 3. (*Segue*): tecniche di tutela e loro efficacia anche in relazione alle diverse categorie di creditori. — 4. Il rapporto *debt/equity* nel finanziamento delle società di capitali. — 5. (*Segue*): la flessibilità finanziaria e la valutazione del merito di credito nell'attuazione della *debt policy*. — 6. L'incidenza delle banche finanziatrici sul mercato del controllo societario: i poteri dei creditori « forti » quale « leva mancante » della *corporate governance*. — 7. Competenze e doveri degli amministratori in materia di *corporate finance*. — 8. (*Segue*): prospettive di continuità aziendale e principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale. L'attenzione agli interessi dei creditori in prossimità dello stato di insolvenza della società. — 9. Sviluppo dell'indagine.

1. *I creditori e la governance delle società debitorie*. — Il tema del finanziamento dell'impresa societaria costituisce un terreno d'indagine denso di implicazioni sistematiche e di risvolti applicativi, finendo quasi per offrire un angolo visuale in grado di abbracciare alcuni fra i problemi di maggiore rilevanza dell'attuale disciplina delle società di capitali. La riflessione sulle decisioni in materia di provvista di capitale di rischio e di credito e sulle relative ricadute sotto il profilo delle competenze e delle responsabilità gestorie impone all'interprete di confrontarsi con questioni di vertice, quali quelle dei conflitti d'interesse legati all'autonomia patrimoniale ed alla limitazione di responsabilità dei soci di società di capitali, nonché con l'analisi dei rischi specifici cui sono esposti i creditori e dei vari strumenti mediante i quali può trovare attuazione l'istanza di protezione dei medesimi.

In tale contesto, uno degli aspetti fino a tempi recenti meno studiati dell'argomento in questione è rappresentato dall'influenza dei creditori « forti », in specie delle banche, sulla gestione delle società debitorie. Il fenomeno in parola, indicato con l'espressione *debt governance* o *lender governance*, è stato inizialmente oggetto di isolati, ma significativi approfondimenti nella letteratura giuridica statunitense (1), pur potendo essere visto come uno sviluppo della visione contrattualistica dell'impresa dominante oltre oceano e della considerazione della rete di rapporti contrattuali intercorrenti fra le società (soprattutto quelle ad azionariato dif-

(1) F. TUNG, *Leverage in the Board Room: the Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in *UCLA Law Review*, vol. 57, 2009, p. 115 ss.

fuso) ed i fornitori di capitale di rischio nonché di capitale di credito (2).

(2) Si è giustamente rilevato (C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*², Padova, 2006, p. 3 ss.) come la configurazione dell'impresa, in generale, e di quella societaria, in particolare, quale « *nexus of contracts* », consenta logicamente sviluppi fra loro diversi. Se infatti la società è vista come punto di riferimento comune di un'ampia ed eterogenea serie di rapporti contrattuali sia intrasocietari (fra soci e *managers*, fra soci di minoranza e di maggioranza), sia extrasocietari (con i creditori sociali, i lavoratori, i fornitori, i clienti), l'attenzione del diritto societario può essere puntualizzata su taluni soltanto di quei rapporti oppure rivolgersi alla ricerca di un equilibrio globale. Da qui l'alternativa fra la ricerca di quella che può definirsi, in termini economici, l'efficienza complessiva, ovvero la crescita del benessere di tutti coloro in vario modo interessati all'esercizio delle attività imprenditoriali, e l'obiettivo più circoscritto di massimizzare la ricchezza degli azionisti — il c.d. *shareholder value* — inteso, però, non come mera realizzazione del *capital gain*, ma come strumento in grado di soddisfare anche interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci (H. HANSMANN - R.R. KRAAKMAN, *What is corporate law?*, in R.R. KRAAKMAN *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law*², Oxford, 2009, p. 28; sul rapporto fra la visione contrattualistica della società ed i postulati alla base della *law and economics*, cfr., inoltre, A. KEAY, *Directors' Duties to Creditors: Contractarian Concerns Relating to Efficiency and Over-Protection of Creditors*, in *Modern Law Review*, vol. 66, 2003, p. 672 ss.). Risulta tematicamente contigua a questa impostazione la visione dei soci in quanto *residual claimants*, vale a dire soggetti legittimati a ricevere tutto (e solo tutto) l'eventuale residuo attivo dopo che siano stati integralmente soddisfatti i creditori in quanto *fixed claimants*. D'altro canto, poiché i soci hanno un interesse primario alla crescita del valore dell'impresa ed un incentivo ad assumere le decisioni che massimizzano quest'ultimo, dal momento che in caso di successo della società il valore di mercato delle azioni sarà verosimilmente maggiore di quello da essi pagato per le stesse, sarebbe giustificato, in termini di efficienza, sia riconoscere loro un *power of control* (in specie, attraverso il diritto di voto), sia orientare l'esercizio dell'attività al perseguimento dei loro interessi (L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance Law*, Oxford and Portland, 2011, p. 64 ss., dove anche la critica della più risalente descrizione della posizione dei soci come « proprietari » dell'impresa). Cionondimeno, va preso atto della possibilità che anche i creditori siano esposti alle conseguenze sfavorevoli del lassismo dei *managers* ed ai conflitti d'interesse con le altre categorie di *stakeholders* e pre-dispongano meccanismi di *governance* che si collocano al di fuori della consueta portata della *corporate law* di matrice contrattuale (cfr., al riguardo, J. SHEPHERD - F. TUNG - A. YOON, *What Else Matters for Corporate Governance? The Case of Bank Monitoring*, in *Boston University Law Review*, vol. 88, 2008, p. 994). Tale circostanza consente di avanzare sin da ora, sia pure in via provvisoria, l'ipotesi che gli strumenti di tutela dei creditori basati su clausole contrattuali quali i *covenants*

Eppure, l'incidenza di questi ultimi sui processi decisionali societari — fondata su una relazione fra i primi e le società debentrici durevole e flessibile, in quanto adattabile al continuo evolvere delle circostanze e delle caratteristiche della singola entità finanziata — risulta essere assai pervasiva e tutt'altro che circoscritta ad uno stato di insolvenza o di prossimità della crisi dell'impresa. Si è al cospetto, piuttosto, di una situazione fisiologica, per effetto della quale le banche e gli altri creditori « forti » godono di poteri di monitoraggio e di ingerenza nella conduzione delle società debentrici, con una conseguente limitazione della discrezionalità degli amministratori di queste ultime anche nello svolgimento « ordinario » dell'attività d'impresa (3).

Discendono da questi rilievi taluni interrogativi che saranno oggetto di riflessione nel prosieguo dell'indagine: è il caso di domandarsi se i poteri di controllo attribuiti ai creditori siano effettivamente rivolti a salvaguardare interessi qua-

diano luogo a poteri di controllo che, benché aventi natura diversa dal diritto di voto dei soci, non sono tuttavia dotati di minore capacità di influenza sulle decisioni imprenditoriali (cfr. B.S. BLACK, *Corporate law and residual claimants*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 217, May 1, 2001, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1528437>, p. 5).

Più in generale, il trattamento per taluni aspetti « uniforme » riservato dalla moderna economia finanziaria ai diversi strumenti di provvista del capitale (sia esso di rischio o di debito) e la diversificazione della struttura finanziaria delle società di capitali nei vari ordinamenti (cfr., per una prima indagine interdisciplinare sul tema, P.F. POPE - A.G. PUXTY, *What is Equity? New Financial Instruments in the Interstices between the Law, Accounting and Economics*, in *Modern Law Review*, vol. 54, 1991, p. 889 ss.) hanno determinato un mutamento del paradigma di riferimento del diritto societario e suggeriscono di approfondire le interrelazioni fra i canali di finanziamento dell'impresa ed il « governo » della stessa: cfr., per spunti in tal senso, T. BAUMS, *The Law of Corporate Finance in Europe - An Essay*, Institute for Law and Finance Johann Wolfgang Goethe - Universität Frankfurt, Working Paper Series N. 63, 06/2007, reperibile sul sito <http://www.jura.uni-frankfurt.de/baums>, p. 6; nonché, ampiamente, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, p. 17 ss.

(3) Cfr., in proposito, F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., spec. p. 117 ss.

litativamente diversi da quelli dei soci o se risentano, piuttosto, di una serie di fattori legati alle caratteristiche proprie di ciascuna classe o categoria di finanziatori *lato sensu* volontari dell'impresa, al possesso di eventuali vantaggi informativi, alla possibilità di negoziare (e rinegoziare) le condizioni del prestito a costi relativamente bassi, alla capacità di specializzarsi nel monitoraggio delle imprese debitrice (4). Va infatti accennato — ma sull'argomento si tornerà spesso e diffusamente — che uno dei mezzi attraverso i quali la *lender governance* si realizza in concreto è dato fondamentalmente dai c.d. *debt o loan covenants*, ovvero clausole inserite nei contratti di finanziamento a medio e lungo termine, con cui l'impresa finanziata assume nei confronti del debitore obblighi positivi (di *facere*) o negativi (di non *facere* o di *pati*) da adempiere dopo la concessione del finanziamento (5).

(4) Benché il tema sarà analiticamente discusso più avanti (v. *infra*, cap. III, § 2), giova evidenziare la distinzione di fondo tra il finanziamento concesso dalle banche e dagli altri creditori professionali, che è istruito, erogato e « seguito » con particolari cautele e attenzioni, ed il finanziamento ottenuto mediante il frazionamento dell'operazione in titoli strutturalmente destinati alla diffusione presso il pubblico dei risparmiatori, che può essere raccolto per certi versi più agevolmente, ma che non manca di sollevare diverse, ma comunque pressanti, istanze di tutela [cfr., in questi termini, P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma, I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 698 s.; ID., *Il limite alla emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, lett. a, l. n. 262 del 2005)*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 259]. Nella prospettiva appena indicata, va dunque sottolineato come la raccolta diretta attuata dalle imprese sia attraverso il prestito obbligazionario, con le numerose varianti introdotte dalla prassi specie sul piano della remunerazione, sia attraverso strumenti finanziari « ibridi » fra *debt* ed *equity*, deve essere coordinata con l'esigenza, posta a fondamento della disciplina dei mercati finanziari, di coniugare i margini di autonomia e di flessibilità degli operatori con il controllo delle operazioni mediante le quali si attua l'appello al pubblico risparmio, a tutela dell'interesse generale ad un'allocatione ottimale delle risorse (M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari della società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 435).

(5) Non è inutile segnalare, a conferma dell'importanza dei *covenants* nel mercato del credito alle imprese, come la crisi finanziaria internazionale determinatasi a partire dall'estate del 2007 per effetto delle vicende legate ai mutui *sub-*

Sotto altro aspetto, va pure esaminato se la previsione di tali impegni e la conseguente attribuzione di poteri di controllo ai creditori possano contribuire a precisare il significato e la portata del dovere degli amministratori di curare la stabilità finanziaria e la continuità aziendale dell'impresa con riferimento sia al momento a partire dal quale tale dovere — se pure coesistente all'esercizio del potere gestorio sin dall'inizio della gestione — è destinato a manifestarsi, sia al contenuto ed alla direzione soggettiva in cui esso può e deve essere attuato (6).

prime, abbia comportato una restrizione dell'offerta di credito con inevitabili ripercussioni sull'equilibrio delle negoziazioni fra debitore e creditore. A fronte di tale situazione è parso subito plausibile che il rafforzamento della posizione contrattuale delle banche potesse condurre all'imposizione di *covenants* più restrittivi e, dunque, ad una sostanziale inversione di tendenza rispetto alla prassi negoziale prima dominante, la quale si caratterizzava per la concessione di finanziamenti a condizioni economiche vantaggiose e con vincoli meno stringenti a carico del debitore: e v., per questa notazione, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative zum institutionellen Gläubigerschutz*, Berlin, 2009, p. 32 s.; sulle caratteristiche, il ruolo e l'efficacia dei *covenants* quale strumento di protezione contrattuale dei creditori, cfr., più diffusamente, *infra*, cap. II.

(6) A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini - G. Carcano - M. Ventoruzzo, t. 1, Milano, 2007, p. 526 s., che osserva come nei mercati capitalistici più evoluti dove i flussi fondamentali di finanziamento delle imprese mediante provvista a titolo di capitale di debito sono veicolati avvalendosi di *covenants* contrattuali, sarà tipicamente la disciplina degli *events of defaults* in essi contenuta a rappresentare la base giuridica cui ricondurre il termine iniziale della crisi « ufficiale » di una determinata impresa e di un monitoraggio molto più stretto sulla sua gestione da parte del più importante creditore o gruppo di creditori, solitamente rappresentato da una banca o da un sindacato di banche. Può cogliersi così la non coincidenza di piani rispetto ad altri criteri intesi ad evitare comportamenti opportunistici in pregiudizio dei creditori e puntualizzati su una considerazione « obiettiva » delle condotte che si intende evitare, come avviene soprattutto nella situazione di insolvenza con la disciplina definita dal nostro legislatore dei finanziamenti dei soci, oppure mediante la previsione di ipotesi di illecito specifiche della stessa situazione di insolvenza secondo lo schema del *wrongful trading* di cui alla *sec. 214 del Insolvency Act 1986* inglese: casi nei quali il problema dei rapporti con i creditori non

Avendo presente, peraltro, che l'area tematica in discussione si manifesta, ma non si esaurisce, nella pur articolata fenomenologia dei *covenants*, il presente studio intende indagare il ruolo dei creditori nel sistema della *corporate governance*, senza trascurare di considerare le interconnessioni fra quest'ultima e la regolazione dei mercati finanziari. Non può sfuggire, infatti, come l'evoluzione in materia finanziaria non sia priva di effetti sugli incentivi delle banche e degli altri creditori « forti » a monitorare ed indirizzare la gestione delle società debentrici, finendo quindi per condizionare l'operatività anche delle imprese non finanziarie (7).

Occorre, dunque, indagare le ripercussioni del livello di liquidità dei mercati finanziari e dell'elaborazione di nuove tecniche di trasferimento del rischio di credito, connesse alla sua *commodization* (8), sul governo delle società finanziate.

È di tutta evidenza che la fattibilità di meccanismi di *governance* fondati su un monitoraggio da parte dei fornitori di capitale di credito risente dello sviluppo e della regolazione di figure contrattuali quali i derivati creditizi. Vi è infatti da chiedersi se, in prospettiva, la possibilità per le banche di avvalersi di strumenti che consentano di gestire attivamente la

si pone sul terreno della « libertà contrattuale » e dei suoi limiti, « nel primo perché impostato in termini di *qualificazione*, nel secondo in quelli dell'*illecito* » (C. ANGELICI, *Note minime su "La libertà contrattuale e i rapporti societari"*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 422, nt. 55, corsivi nell'originale). Ciò non toglie che — di là dall'applicazione delle sanzioni previste in caso di violazione dei *covenants* — la semplice esistenza di condizioni contrattuali restrittive provoca comunque un significativo effetto di vincolo per l'impresa finanziata (S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 143).

(7) Cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 121, che avverte come i mutamenti nella disciplina in materia finanziaria non possano mancare di produrre cambiamenti anche nella *lender governance*.

(8) Cfr., su tali questioni, C.K. WHITEHEAD, *The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 34, 2009, in specie p. 644 ss.; Id., *Creditors and Debt Governance*, Cornell Law School Research Paper No. 011-04, February 12, 2011, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1760488>, in specie p. 8 ss.

propria esposizione al rischio possa tradursi in un disincentivo all'esercizio della *debt governance* e condurre al superamento degli strumenti in cui essa si articola, grazie all'attuazione di un mercato del credito più trasparente.

Tanto premesso, il discorso che qui si vuole svolgere non sarebbe completo se non si esaminassero le ricadute della *debt governance* sull'organizzazione delle imprese esercitate in forma di società per azioni alla luce della disciplina per esse dettata dal nostro diritto societario. Tenuto conto che la questione dell'attribuzione ai creditori di poteri destinati ad influire sui programmi inerenti alla gestione imprenditoriale appare particolarmente rilevante nelle società « aperte » (9), può rivelarsi utile, oltre che interessante, analizzare la legittimità e l'efficacia dei *covenants* sullo sfondo degli strumenti mediante i quali è possibile attribuire e regolare posizioni aventi natura « partecipativa » (10) nell'impresa societaria. In questa pro-

(9) La circostanza appena segnalata suggerisce di avanzare, sia pure in via sommaria e provvisoria, un duplice ordine di considerazioni la cui fondatezza potrà essere poi ulteriormente verificata: da un lato, può segnalarsi la circostanza che nelle società « chiuse » la contiguità del creditore rispetto all'impresa finanziata deriva non tanto dall'utilizzazione di un apparato formale di *covenants* intesi ad attribuire all'uno poteri di monitoraggio della seconda, quanto dall'esistenza di un rapporto « privilegiato » (e talora esclusivo) fra la banca ed il debitore; dall'altro, nelle società « aperte », in specie quelle di grandi dimensioni, si riscontra la presenza di molteplici classi di *claimants* ai quali sono riconosciuti specifici « *control rights* » destinati ad influenzare il *management* della società finanziata. Sebbene il tema sarà ripreso più avanti, emerge sin da ora l'istanza di ripensare criticamente il già esaminato assunto della *nexus of contract theory* secondo cui solo i soci sono titolari di un *residual interest* cui corrisponde un *power of control*, soprattutto laddove s'intenda quest'ultimo — in condizioni di solvibilità della società — come « *any situation in which the expected value of a contracting party's future dealings with the firm increases as the firm's values increases, and decreases as the firm's value decreases* » (B.S. BLACK, *Corporate Law and Residual Claimants*, cit., p. 14).

(10) Si vuol fare riferimento — sullo sfondo dell'« intreccio » di rapporti con i soci o con i terzi in cui la società è (G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 57 ss.) — sia alla possibilità per la società stessa di emettere strumenti finanziari secondo le previsioni degli artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c., sia alla proposta di

spettiva, bisognerà affrontare il tema del rapporto fra l'attribuzione convenzionale di poteri di controllo ai creditori « forti » ed il disegno di competenze e responsabilità degli organi societari nelle società aventi struttura corporativa. È infatti a tali aspetti che necessita aver riguardo in un'indagine che mira ad analizzare poteri e doveri dei creditori medesimi rispetto alle società debtrici al fine di verificare quali possano essere le proposte ricostruttive e le soluzioni operative in grado di rispondere in modo adeguato anche ai possibili abusi che possono verificarsi nell'esercizio della *debt governance* (11).

2. *La limitazione di responsabilità a favore dei soci di società di capitali e la posizione dei creditori sociali.* — Nel percorso da seguire per sviluppare le riflessioni abbozzate nel paragrafo precedente appare inevitabile soffermarsi preliminarmente su taluni nodi problematici divenuti ormai 'classici' nei discorsi riguardanti il finanziamento dell'impresa e la tutela dei creditori: si tratta, in particolare, dei c.d. costi di agenzia generati dal ricorso all'indebitamento (12), resi ancor più gravi — laddove il debitore sia una società di capitali —

classificare, dal punto di vista funzionale, come patti parasociali « partecipativi » le intese il cui oggetto attiene a materie di competenza degli organi sociali e tende ad orientare le future deliberazioni dei medesimi (cfr., al riguardo, M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli artt. 2341-bis e 2341-ter del codice civile*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. 4, Torino, 2007, p. 468).

(11) Cfr., su queste tematiche, *infra*, cap. III.

(12) Sarà appena il caso di ricordare che, secondo la visuale dell'*agency theory*, il ricorso al capitale di debito genera costi di agenzia derivanti dalla tendenza dei *managers* della società finanziata a favorire gli interessi propri o dei soci rispetto a quelli dei creditori: è d'obbligo richiamare al riguardo il lavoro di M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, p. 305 ss.; reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=94043> (da cui si cita), spec. p. 41 ss.; cfr., inoltre, S. CHAVA - P. KUMAR - A. WARGA, *Managerial Agency and Bond Covenants*, March 8, 2009, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1355596>.

dalla regola della responsabilità limitata dei soci. Essa, in quanto comporta che il patrimonio sociale costituisca la garanzia primaria ed esclusiva per le obbligazioni derivanti dall'esercizio dell'impresa (13), è solitamente richiamata per giustificare il bisogno di protezione dei creditori di società di capitali.

D'altro canto, se è vero che la limitazione di responsabilità dei soci riesce a determinare, unitamente al riconoscimento della personalità giuridica della società (14), una diminuzione del costo complessivo del capitale sia per gli uni che per l'altra (15), non può negarsi — allo stesso tempo — che essa finisce per incidere sulla posizione di coloro i quali, come i creditori sociali, contribuiscono a finanziare l'attività imprenditoriale (16). Ne deriva una parziale traslazione del rischio di impresa su questi ultimi, con la conseguenza che i costi della predetta attività graverebbero non su coloro che beneficiano dei risultati della stessa (come invece sarebbe auspicabile sul piano economico), ma sui creditori medesimi, senza che a ciò corrisponda, peraltro, alcun vantaggio per la società (17).

(13) La possibilità per i soci di limitare la responsabilità ad una determinata frazione del proprio patrimonio e di sottrarre la parte restante all'aggressione dei creditori sociali, a vantaggio di quelli personali, è definita come « *defensive asset partitioning* »: cfr. H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *The Essential Role of Organizational Law*, in *Yale Law Journal*, vol. 110, 2000, p. 387 ss. [trad. it. *Il ruolo essenziale dell'organizational law*, in *Riv. soc.*, 2000, (da cui si cita) p. 21 ss.].

(14) Per la definizione degli effetti della personalità giuridica, identificati nel diritto dei creditori sociali di essere preferiti ai creditori personali dei soci nel far valere le proprie pretese creditorie sui beni sociali, come « *affirmative asset partitioning* », cfr., ancora, H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *Il ruolo essenziale*, cit., p. 33.

(15) La circostanza che i beni personali dei soci sono vincolati a garanzia dei propri creditori personali, mentre quelli sociali sono riservati ai creditori sociali, fa aumentare il valore della garanzia rappresentata da entrambi i patrimoni per le relative obbligazioni (cfr. H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *What is*, cit., p. 9).

(16) E v., in questi termini, C. ANGELICI, *La riforma*, cit., p. 22.

(17) Si osserva che i costi scaricati sui creditori, in quanto non sono riflessi

L'idea che la limitazione di responsabilità dei soci produca un effetto sfavorevole a carico dei creditori sociali (c.d. esternalità negativa) va tuttavia confrontata con l'affermazione secondo cui essi, in quanto sono in grado di valutare le probabilità di non essere soddisfatti, potranno imporre alla società debitrice condizioni contrattuali (sotto forma di tasso di interesse richiesto o, qualora si tratti di creditori commerciali, di prezzo praticato o, ancora, attraverso la prestazione di garanzie) idonee a compensare il rischio assunto (18).

Al riguardo, si impongono, peraltro, talune precisazioni. In primo luogo, occorre osservare che l'impostazione summenzionata, se può essere calzante con riferimento all'ipotesi in cui le parti siano in grado di realizzare effettivamente una razionale allocazione dei rischi attraverso lo strumento contrattuale, appare assai meno persuasiva laddove si consideri che difficilmente il mercato è così trasparente da permettere una circolazione delle informazioni necessarie a porre ciascun creditore nella posizione di valutare compiutamente il merito di credito della società debitrice. In secondo luogo, non si può trascurare di considerare che i creditori « deboli » non sono nella posizione di imporre alla società il pagamento di un compenso adeguato al maggior rischio assunto per effetto della limitazione di responsabilità dei soci (19).

nel prezzo dei prodotti che altrimenti risulterebbe troppo basso, appaiono socialmente dannosi, dando luogo ad una « *dead-weight loss* »: cfr. S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 42, testo e nt. 31, dove i riferimenti essenziali alla dottrina anglosassone.

(18) Analogamente, qualora il rischio muti dopo la concessione del credito, i creditori potranno rinegoziare le condizioni inizialmente pattuite ed adeguarle all'aumentata rischiosità del debito, ad esempio chiedendo un più elevato tasso di interesse: cfr., sul punto, G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, p. 14.

(19) Non è inutile ricordare che in tale impossibilità si trovano i creditori « involontari », fra i quali rientrano, in particolare, quelli da fatto illecito: cfr. S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 43.

Si comprende, dunque, la necessità di predisporre un efficiente sistema di protezione dei creditori che, seppure differenziato in relazione alle varie « tipologie » di finanziatori dell'impresa, soddisfi la duplice esigenza di evitare una sopravvalutazione iniziale del merito di credito del debitore e di impedire una svalutazione *ex post* della pretesa vantata nei suoi confronti (20).

L'attenzione deve fermarsi, a questo punto, sulle asimmetrie informative che connotano — già nella fase antecedente la concessione del credito — il rapporto fra la società debitrice ed i suoi potenziali creditori, impedendo loro di valutare con sufficiente esattezza il rischio di credito assunto con la concessione del finanziamento. La società, dal canto suo, può essere spinta ad agire opportunisticamente fornendo al finanziatore un quadro di elementi di giudizio falsato, al fine di spingerlo a prestare risorse o di ottenere condizioni di finanziamento migliori (21).

Peraltro, la scienza economica ci avverte che, nei rapporti obbligatori di durata, il creditore rimane comunque soggetto alle azioni opportunistiche che il debitore può porre in essere anche dopo la conclusione del contratto (22).

(20) Cfr. P.O. MÜLBERT, *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection*, in EBOR, 2006, spec. p. 370 ss.

(21) Cfr., sul problema, G. HERTIG - H. KANDA, *Creditor protection*, in R. KRAAKMAN *et al.*, *The Anatomy*, cit., p. 72; P.O. MÜLBERT, *A Synthetic View*, cit., p. 367; W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, Tübingen, 2008, p. 51 s.; G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci*, cit., p. 15. I sovrastanti rilievi trovano una decisa conferma nella circostanza che a determinare, almeno in parte, il livello dei *covenants*, è la quantità di informazioni sul debitore possedute dal creditore o da questi acquisibili a costi contenuti. Discende da quanto detto che un creditore meno informato è più propenso ad imporre clausole stringenti per controllare da vicino la futura evoluzione dell'attività della società debitrice.

(22) Cfr., per la classificazione delle possibili condotte opportunistiche del debitore successive alla concessione del credito, W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and*

Queste azioni possono consistere, anzitutto, nell'aumento del livello di indebitamento (*claim dilution*), con conseguente alterazione della situazione economica e finanziaria esistente al momento della concessione del credito (23) e sopravvenuta inadeguatezza delle condizioni inizialmente pattuite, le quali potranno essere rinegoziate soltanto dai creditori « forti » (24).

Parallelamente all'assunzione di nuovo debito può acuirsi la tendenza del debitore a preferire progetti di investimento più rischiosi, aumentando così la parte di rischio sopportata dai prestatori di capitale di credito (*asset substitution*). È appena il caso di precisare, infatti, che in caso di insuccesso dell'investimento, i relativi costi graveranno pressoché integralmente sui creditori, i quali non potranno vedere soddisfatte le

Process, in EBOR, 2006, p. 46 ss.; nonché, in un'ottica economico-finanziaria, M. BRADLEY - R.M. ROBERTS, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, May 13, 2004, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=466240>, p. 4 s.; cfr., inoltre, M. MOZZARELLI, *Appunti sulla tutela contrattuale dei creditori sociali nell'esperienza statunitense*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, p. 574 ss.; G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci*, cit., p. 15 ss.; M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1206 s.; ID., *Legal Capital and Limited Liability Companies: the European Perspective*, in *ECFR*, 2005, p. 460 ss.; L. ENRIQUES - J. MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, vol. 86, 2001, p. 1165 ss. [trad. it. *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, (da cui si cita) p. 91 ss.].

(23) M. MOZZARELLI, *Appunti sulla tutela*, cit., p. 574, che osserva come l'aumento del rapporto *debt/equity*, e quindi della leva finanziaria, incide direttamente sul tasso di rischio del finanziamento anteriore, che vede proporzionalmente ridotta l'efficacia del « cuscino » costituito dal capitale di rischio, dando luogo ad una conseguente sottocapitalizzazione materiale della società.

(24) G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci*, cit., p. 16, testo e nt. 57, che giustamente evidenzia come gli unici creditori dotati della forza contrattuale necessaria per rimettere in discussione le condizioni del prestito sono quelli di maggiori dimensioni, come le banche. Va anche aggiunto che il fenomeno della « diluizione » delle pretese creditorie preesistenti si aggrava quando il finanziamento successivo è privilegiato rispetto a quello preesistente o assistito da garanzia reale, dato che si riduce il patrimonio disponibile su cui il creditore anteriore può soddisfarsi (W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 46).

proprie pretese a causa delle perdite subite dalla società (25).

Speculare all'ipotesi testé menzionata, ma anch'essa espressione di un atteggiamento non collaborativo del debitore, è la rinuncia ad investire in progetti profittevoli aventi un valore attuale netto positivo (ovvero un ricavo attualizzato superiore all'investimento), il cui esito sia però inferiore allo sbilancio patrimoniale tra attività e passività (*underinvestment*). Specie laddove non vi sia spazio per ulteriori operazioni, la società debitrice non avrà interesse ad investire in progetti per essa pure economicamente convenienti, in quanto il profitto da questi risultante sarebbe destinato a soddisfare unicamente le pretese dei creditori (26).

(25) Si obietta che un fattore in grado di disincentivare questa azione opportunistica va identificato nella propensione del debitore a costruire e mantenere una « buona » reputazione nell'ambiente economico in cui opera, dal momento che, operando senza ledere gli interessi dei creditori, li indurrà a diminuire il proprio affidamento sui *covenants* (cfr., in questo ordine di idee, C.K. WHITEHEAD, *The Evolution of Debt*, cit., p. 652) e, più in generale, eviterà un aumento del costo e delle difficoltà connesse alla raccolta di capitale di debito (L. ENRIQUES - J. MACEY, *Raccolta di capitale*, cit., p. 82 ss.). Non manca di rilevarsi, però, che i soggetti che gestiscono l'impresa (siano essi gli amministratori, in caso di società ad azionariato diffuso, o i soci di controllo capaci di influenzare direttamente la gestione sociale), essendo interessati a salvaguardare la propria discrezionalità, preferiranno creditori più propensi al rischio, i quali, a fronte di un tasso di interesse più alto, imporranno minori vincoli al debitore [F. DENOZZA, *A che serve il capitale sociale?* (*Piccole glosse a L. Enriques e J.R. Macey*, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*), in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 592 s.]. Occorre, tuttavia, tener conto dell'avversione al rischio dei soggetti che gestiscono la società, i quali non sono indifferenti all'incremento del rischio di insolvenza dovuto al crescente costo del debito assunto con un alto tasso di interesse (L. ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, *ivi*, 2005, I, p. 615 ss.). Non è un caso, del resto, che la presenza dei *covenants* sia maggiore nei contratti di finanziamento con le imprese maggiormente esposte al rischio di *financial distress*, quali sono quelle di minori dimensioni, caratterizzate da un elevato impiego della leva finanziaria, maggiormente volatili o dotate di *assets* particolarmente liquidi (F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 145).

(26) Cfr., per una puntuale illustrazione di tale comportamento, M. MOZZARELLI, *Appunti*, cit., p. 576; v., anche, A. KEAY - H. ZAHNG, *Incomplete Contracts*,

Un'ulteriore condotta opportunistica a danno dei creditori consiste nella distrazione di aliquote del patrimonio sociale a favore del patrimonio personale dei soci o di terzi a questi collegati, allo scopo di sottrarle all'aggressione dei creditori medesimi. Dopo aver ricordato che il fenomeno in esame può manifestarsi attraverso la cessione di elementi patrimoniali da parte della società debitrice e la successiva « estrazione » dal patrimonio sociale del corrispettivo incassato che viene distribuito ai soci (*asset withdrawal*) (27), giova evidenziare che in questo caso il pregiudizio per i creditori deriva in via immediata dalla riduzione del capitale di rischio: in altre parole, il rapporto *debt/equity* si modifica non per l'aumento del numeratore, ma per il decremento del denominatore (28).

Infine, la possibilità che il debitore tenga comportamenti opportunistici è assai elevata in situazioni di crisi, quando il capitale proprio è ormai quasi del tutto (o già completamente) perduto e gli eventuali risultati negativi incidono — essendo venuto meno il *surplus* costituito dal patrimonio netto — sull'attivo patrimoniale posto a copertura del passivo. In questa situazione aumentano gli incentivi ad omettere o ritardare l'apertura di una procedura concorsuale, nonostante la situa-

Contingent Fiduciaries, and a Directors' Duty to Creditors, in *Melbourne University Law Review*, vol. 32, 2008, p. 155.

(27) Cfr., per tali precisazioni, G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci*, cit., p. 17 s., il quale fa presente che, sebbene tali condotte siano agevolate dalla disciplina delle società di capitali (potendo essere attuate mediante distribuzione di dividendi, acquisto di azioni proprie, pagamento di compensi elevati ai soci che siano anche amministratori e dipendenti della società, cessioni di beni da parte dei soci alla stessa società a prezzi più alti di quelli di mercato), l'osservazione della prassi rivela come anche per le società prive di personalità giuridica e le persone fisiche sia agevole sottrarre il proprio patrimonio all'aggressione dei creditori trasferendo i beni posseduti a familiari o a soggetti con cui intercorrono rapporti di natura economica.

(28) Non vi è bisogno di sottolineare che il risultato finale, in termini pregiudizievoli per il creditore, non cambia (M. MOZZARELLI, *Appunti*, cit., p. 575).

zione di crisi della società, e a tentare il salvataggio della stessa, destinando le risorse residue a progetti di investimento assai profittevoli, ma con un elevato livello di aleatorietà (29).

3. (Segue): *tecniche di tutela e loro efficacia anche in relazione alle diverse categorie di creditori*. — A fronte delle multiformi manifestazioni del rischio di credito evidenziate nel paragrafo precedente, sorge l'esigenza per il debitore di segnalare la serietà della propria iniziativa economica ed il fatto che il creditore non sarà il solo a subirne l'alea. Questo risultato può essere conseguito nel diritto societario grazie al sistema del capitale sociale, sulla base della constatazione che i creditori sono più disposti a finanziare la società se essa è fornita di fondi propri, sui quali grava in via prioritaria il rischio imprenditoriale (30).

(29) Tale azione è definita nell'ambiente anglosassone con l'icastica espressione « *gambling for resurrection* », dal momento che, in caso di crisi, chi gestisce l'impresa può essere paragonato ad un giocatore d'azzardo che non ha più nulla da perdere in quanto il determinarsi o l'aggravarsi dello squilibrio patrimoniale e finanziario incideranno non sui suoi interessi, ma su quelli dei creditori che vedranno ulteriormente ridotta la loro garanzia patrimoniale residua (G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci*, cit., p. 18). Si nota, peraltro, che anche in presenza di una situazione da « fine del gioco », come accade laddove l'impresa sia vicina all'insolvenza, il problema del comportamento opportunistico del debitore non sarebbe poi così grave, dato che, se si tratta di società quotate dirette da *managers* professionali, è improbabile che costoro scommettano sul ritorno *in bonis* della società, essendo interessati piuttosto ad evitare ogni sintomo di scorrettezza suscettibile di danneggiare il loro capitale reputazionale sul mercato dei servizi manageriali. D'altro canto, le sanzioni di tipo « sociale » non sarebbero del tutto prive di efficacia anche rispetto ai soci di controllo di società di minori dimensioni: ed infatti, sebbene il patrimonio di costoro possa essere al riparo da responsabilità per *mala gestio*, la reputazione e la stima di cui godono a livello locale sarebbero comunque a rischio (L. ENRIQUES - J. MACEY, *Raccolta di capitale*, cit., p. 84).

(30) Sotto questo profilo, il capitale sociale consente — attraverso una serie di regole, fra cui la fissazione di un capitale nominale minimo — di rilasciare una serie di informazioni, rafforzando la fiducia dei finanziatori nel fatto che l'impresa presenta delle solide basi patrimoniali ed è in grado di svolgere la propria attività (e v., in luogo di molti, G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottoca-*

Il sistema di protezione dei creditori fondato sul capitale sociale non assolve, peraltro, solo la funzione di un « segnale » della serietà dell'impresa debitrice ai finanziatori, ma — grazie alle regole in materia di formazione e conservazione ed alla sottoposizione di una data aliquota del capitale medesimo ad un regime di indisponibilità mediante distribuzioni ai soci — crea un'aspettativa giuridicamente garantita sull'effettiva esistenza di mezzi propri in capo alla società destinati a far fronte alle pretese dei creditori (31).

In un'ottica meramente classificatoria e di sistema, la cui portata non va eccessivamente enfatizzata, le regole sul capitale sociale si caratterizzano quali rimedi *ex ante*, rivolti a preconstituire gli strumenti per la tutela dei creditori sin dal momento della costituzione della società, e si contrappongono, sotto questo profilo, ai rimedi *ex post*, destinati ad intervenire solo quando si verifichi la già segnalata eventualità della per-

pitalizzata, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1**, Torino, 2004, p. 3 ss., spec. p. 28 ss.; M.S. SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, Agg., vol. IV, Milano, 2000, p. 220 ss. nonché, nella letteratura tedesca, G. FRANKE - H. HAX, *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*⁶, Berlin, 2009, p. 462 ss.; W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, cit., p. 55 s.).

(31) Cfr., in questi termini, T. BAUMS, *Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung*, in *ZHR*, 2011, p. 188; nonché J. PAYNE, *Legal Capital in the UK following the Company Act 2006*, in J. ARMOUR - J. PAYNE (Eds.), *Rationality in Company Law. Essays in Honour of D.D. Prentice*, Oxford and Portland, 2009, p. 127, secondo la quale non sorprende l'adozione nella direttiva 77/91/CEE (c.d. seconda direttiva societaria) e, sulla spinta di essa, nei sistemi europei (fra cui quello inglese), di un « *rule-based approach* » per regolare l'istanza di formazione e conservazione di un « *equity cushion* » rivolto a far fronte alle pretese dei creditori in caso di insolvenza, dal momento che « *[t]he idea of capital as a fund available to meet creditors' claims is well embedded* »; e tuttavia è interessante altresì notare come tali regole siano intese a contrastare il pericolo di « *asset diversion* » — ovvero di distribuzioni ai soci (su cui cfr. *supra*, nt. 27) — che fra i possibili « abusi » da parte dei soci è il più agevole da monitorare per i creditori, quanto meno per quelli *adjusting*; sul capitale sociale come uno dei possibili modelli di disciplina del « sistema del netto », cfr., inoltre, M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma*, cit., p. 1209; ID., *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 239.

data dell'intero capitale di rischio e del conseguente venir meno delle prospettive di svolgimento dell'attività d'impresa in una prospettiva di *going concern*, sebbene prima dell'apertura di una procedura concorsuale. Eppure, anche i rimedi di natura successiva, intesi ad affrancare la remunerazione dell'investimento in capitale di rischio da vincoli reali a tutela dei creditori, finché la società è *in bonis*, ed incentrati invece sull'imposizione di specifici obblighi a carico degli organi gestori, ed eventualmente degli stessi soci, con le relative responsabilità, svolgono una funzione *ex ante*, perché contribuiscono a prevenire i rischi di iniziale o successiva insufficienza del patrimonio offerto in garanzia ai creditori (32).

Per contro, l'assunzione da parte della società debitrice di una serie di impegni verso il finanziatore costituisce un esemplare di modelli di tutela dei creditori di matrice convenzionale alternativi rispetto ai meccanismi di fonte legale (33), ba-

(32) M. MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi*, cit., t. 1, p. 373 ss., che, a conferma del carattere relativo della classificazione sopra proposta e del conseguente ridimensionarsi dell'esigenza di stabilire la prevalenza di una categoria di rimedi sull'altra, nota come, osservando il problema da un altro angolo visuale, ci si avvede che la protezione accordata ai creditori di un'attività d'impresa è imperniata sulle procedure concorsuali e più in generale sulla disciplina delle situazioni di crisi, ponendo riparo ai pericoli suscettibili di impedire la soddisfazione dei diritti dei creditori con particolare attenzione alle situazioni immediatamente precedenti al verificarsi dello stato di insolvenza, e presenta perciò natura squisitamente successiva; sui doveri di comportamento degli organi gestori come rimedi integrativi a tutela dei creditori, cfr., in particolare, T. BAUMS, *Eigenkapital*, cit., p. 194 ss.

(33) Possono altresì menzionarsi al riguardo le varie tipologie di obblighi di trasparenza, soprattutto in ambito contabile, inizialmente sviluppatesi negli Stati Uniti e successivamente accolte nel diritto societario dell'Unione europea, in grado di avvantaggiare anche i creditori in quanto relative all'effettiva situazione patrimoniale della società debitrice (cfr., in proposito, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 55 ss), nonché le diverse forme di autotutela degli stessi creditori, grazie alla fissazione del tasso di interesse sui propri prestiti, al rilascio di garanzie, nonché — come cercheremo di evidenziare in questo studio — ai meccanismi di monitoraggio offerti nell'ambito della *corporate governance*: cfr., per un quadro d'insieme, W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, cit., p. 62 ss.; E. FER-

sati sulla capacità dei creditori medesimi di negoziare direttamente con l'impresa finanziata forme di protezione del finanziamento in vista del conseguimento di specifici e ben individuati obiettivi (34).

Risulta evidente, del resto, che la discussione sugli strumenti di tutela dei creditori si inserisce nel più ampio contesto della competizione fra ordinamenti c.d. *creditor oriented*, nel cui ambito rientra il nostro diritto societario caratterizzato da regole tendenzialmente rigide sul capitale sociale, ed ordinamenti c.d. *debtor oriented*, come quello statunitense, rivolti a consentire il più alto grado di flessibilità dei mezzi di finanziamento, in una cornice di massimizzazione del valore per gli azionisti, oltre che per gli investitori (35).

Sebbene scopo del presente lavoro non sia quello di prendere posizione all'interno dell'intenso dibattito sull'utilità o

RAN, *Principles of Corporate Finance*, Oxford, 2008, p. 341 ss.; M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma*, cit., p. 1211 s.; A. KEAY, *Directors' Duties*, cit., p. 687 ss.

(34) E v., per un'illustrazione di questi obiettivi, G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca, borsa, tit cred.*, 2009, I, p. 502, il quale fa riferimento alla tutela del creditore contro il rischio di posposizione delle sue pretese e di svuotamento del principio della *par condicio*, al mantenimento dell'identità dell'impresa debitrice, alla conservazione della sua solvibilità e liquidità, in relazione alla salvaguardia del patrimonio aziendale, alla fissazione del complesso di doveri informativi e contabili a carico dell'impresa medesima, alla predisposizione di un apparato sanzionatorio per le ipotesi di violazione dei *covenants* da parte del debitore.

(35) La diversità degli obiettivi perseguiti dal diritto societario in Europa rispetto a quello statunitense riflette la diversa posizione dei *fixed claimants*, chiamati a svolgere un ruolo centrale nel governo delle imprese europee, essendo tutelati dal rischio di comportamenti opportunistici degli azionisti dall'esistenza di regole sul capitale sociale, costretti, invece, a « badare a se stessi » negli Stati Uniti, il cui diritto societario appare incentrato sul riconoscimento di un'ampia libertà di manovra a favore degli azionisti: cfr. L. ENRIQUES - J. MACEY, *Raccolta di capitale*, cit., p. 86; e per un approfondimento dei condizionamenti esercitati dall'ambiente giuridico sull'utilizzazione dei *covenants*, da cui esce confermata l'idea di un maggiore ricorso agli stessi non soltanto nei paesi, ma anche nelle imprese che riconoscono maggiori diritti agli azionisti, W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 40 ss.; nonché Y. QI-L. ROTH - J.K. WALD, *How Legal Environments Affect the Use of Bond Covenants*, December 15, 2009, reperibile sul sito <http://ssrn.com>, p. 1 ss.

meno del capitale sociale, non si potrà fare a meno di adottare un'ottica valutativa fondata sul rapporto costi-benefici, tenendo conto della maggiore o minore convenienza degli strumenti di protezione di fonte contrattuale dal punto di vista dei creditori, nonché della loro idoneità a misurare e salvaguardare il grado di solvibilità della società (36).

È importante, in particolare, richiamarsi all'assunto secondo il quale i meccanismi contrattuali sono predisposti esclusivamente dai creditori informati e dotati di maggiore capacità negoziale, i creditori c.d. *adjusting*, i cui interessi non sempre coincidono — specie in caso di crisi dell'impresa debitrice — con quelli dei creditori *non-adjusting*, identificabili in genere nei creditori da atto illecito, nei fornitori e negli altri finanziatori a breve termine (37). Ne discende che, diversamente dai modelli di tutela connotati da profili di imperatività, quale è quello fondato sul capitale sociale, i meccanismi di natura volontaria, da un lato, non sono in grado di proteggere l'intero ceto creditorio (38), dall'altro, possono risentire

(36) In effetti, le critiche al sistema del capitale sociale non possono essere giudicate in astratto, ma esaminandone costi e vantaggi rispetto ad altre soluzioni suscettibili di essere seguite nel campo del finanziamento dell'impresa (cfr. M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale*, cit., p. 1213 ss.) ed avendo presente la possibilità di pervenire ad un'equilibrata coesistenza fra profili di imperatività e di volontarietà — come è testimoniato dal fatto che anche in un modello improntato ai primi, come è quello basato sul capitale sociale, sussistono degli spazi entro i quali almeno i creditori più forti possono procurarsi protezioni di fonte contrattuale —, nonché di completare e specificare la tutela fondata sulle *rules* affiancandovi il ricorso a *standards* (ID., *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, cit., p. 377).

(37) La contrapposizione fra creditori *adjusting* e *non-adjusting* viene fatta risalire a L.A. BEBCHUK - J.M. FRIED, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, in *Yale Law Journal*, vol. 105, 1996, p. 881 ss.

(38) Benché si replichi all'obiezione surriferita che i creditori sprovvisti della possibilità o della capacità di salvaguardare la propria posizione mediante garanzie o altre protezioni contrattuali possono avvalersi di condotte di *free-riding* sui *covenants* imposti dai creditori più sofisticati o di altri strumenti di tutela per essi specificamente apprestati, quali l'assicurazione per i creditori da atto illecito o, nel caso dei dipendenti, la legislazione in materia di diritto del lavoro (J. PAYNE,

— come si accennava in precedenza e come si cercherà di chiarire meglio più avanti — dell'attuazione di strategie di diversificazione del rischio di credito, nonché della possibilità per i creditori « forti » — laddove assumano, specialmente in caso di crisi della società debitrice, una rilevante influenza nella gestione — di essere coinvolti nella responsabilità degli organi di amministrazione della medesima (39).

E da questa constatazione deve trarsi un'indicazione ulteriore nel senso che il discorso sui potenziali vantaggi della tutela contrattuale dei creditori, e in specie di quella apprestata tramite *covenants*, non può essere disgiunto dalla valutazione della posizione dei creditori « forti » rispetto all'organizzazione corporativa dell'impresa debitrice.

Ci si accorge agevolmente, infatti, che una simile impostazione richiede di condurre l'indagine in una dimensione, per così dire, « relazionale », che tenga conto della convenienza di siffatti meccanismi non solo per i creditori (o per

Legal Capital in the UK following the Company Act 2006, cit., p. 133 s.), non mancano convinte (se pure non decisive) riaffermazioni della superiorità del modello legale rispetto ai meccanismi di mercato, in quanto connotati da intrinseche debolezze. Ed infatti, il sistema basato sulla fissazione convenzionale di un « *Eigenkapitalverhältnis* », per funzionare efficacemente, richiede un creditore dotato di capacità di monitoraggio e di adattamento, il quale agisca in un certo qual modo per conto dell'insieme dei creditori, con i quali dovrebbe avere una comunanza d'interessi. Ma che ciò accada non è affatto sicuro laddove, ad esempio, l'impresa debitrice offra al creditore *adjusting*, in specie una banca, delle garanzie quale « indennizzo » di una scarsa dotazione di mezzi propri, assicurandogli una priorità in sede di soddisfazione del credito. Infine, il vantaggio informativo di cui tale creditore gode può indurlo, in caso di peggioramento degli indici di solvibilità dell'impresa debitrice, non a sollecitare un miglioramento della sua struttura finanziaria, ma a ritirare tempestivamente il finanziamento, con la conseguenza che gli altri creditori saranno realmente esposti al rischio di subire delle perdite a causa dell'insufficiente dotazione di capitale proprio dell'impresa stessa (T. BAUMS, *Eigenkapital*, cit., p. 189).

(39) Cfr., al riguardo, G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci*, cit., p. 33 s.; J. PAYNE, *Legal Capital in the UK following the Company Act 2006*, cit., p. 125.

alcuni di essi), ma anche per la società finanziata e per i suoi soci (40).

Se così è, la considerazione dell'incidenza dei poteri dei creditori nell'ambito del rapporto di credito non può costituire che il punto di partenza di una più ampia e vigile analisi, diretta a verificare se le possibilità loro riconosciute di indirizzare la gestione possano portare ad un avvicinamento della posizione di costoro a quella dei soci e risolversi in una crescita del « valore dell'impresa » (41). Ma di là dalla suggestione esercitata dai discorsi di teoria generale, sarà utile riflettere sulla contrapposizione di interessi che percorre trasversalmente sia la categoria dei soci, sia la categoria dei creditori sociali.

Il problema, come si avrà modo di chiarire, non è tanto quello di privilegiare l'interesse dei primi alla redditività dell'investimento rispetto a quello dei secondi alla conservazione

(40) Giova osservare, peraltro, come l'assunto — elaborato nell'analisi economica dei *covenants* (M. BRADLEY - R.M. ROBERTS, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, cit., p. 2, sulla scia delle acquisizioni di C. SMITH - J. WARNER, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 7, 1979, p. 117 ss.) e spesso recepito anche dai giuristi (cfr., ad es., M. PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca, impr., soc.*, 2006, p. 247; D.U. SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 640) — secondo cui a più alti livelli di protezione del creditore si accompagnano più bassi tassi di interesse, mentre il mantenimento in capo al debitore di una certa flessibilità implicherebbe un maggior costo del credito, merita di essere valutato criticamente nell'ambito di una visione globale del fenomeno considerato: e per l'affermazione che « *more covenants mean more yields* », in linea con la maggiore rischiosità del prestito, W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 62 s., p. 71 s.

(41) Sul possibile affievolimento della differenza fra *debt* and *equity* per effetto dei *loan covenants*, D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006, p. 1216; per l'affermazione che i *covenants* tendono a massimizzare il valore dell'impresa, sicché non vi è contrasto, bensì una sorta di « sincronismo » fra l'interesse alla sicurezza del proprio credito da parte dei finanziatori e quello complessivo dei « proprietari » dell'impresa, H. EIDENMÜLLER, *Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz*, Köln, 1999, p. 154.

della garanzia costituita dal patrimonio sociale, quanto di prendere atto del grado di propensione al rischio e dell'orizzonte temporale dell'investimento che contraddistinguono, a seconda dei casi, coloro che forniscono *equity*, allo stesso modo di coloro che forniscono capitale di debito (42).

Nella prospettiva indicata, il discorso sulle tecniche di tutela dei creditori finisce per intrecciarsi con quello sulla scelta dei mezzi di finanziamento (43) e richiede, altresì, di prestare attenzione alla gestione ed all'evoluzione dell'attività finanziata.

Sarà interessante verificare se gli strumenti di tutela contrattuale permettano di tener conto delle possibilità di sviluppo e del livello di rischio dell'impresa debitrice, potendo così offrire una protezione dei creditori in linea di principio più efficiente (44) rispetto alla fissazione di un capitale sociale

(42) Cfr., per questo approccio, R. SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili internazionali*, in *La società per azioni oggi*, cit., t. 2, p. 1129 ss., il quale ammonisce che il costo della tendenza, comune alla generalità dei paesi di capitalismo avanzato, a privilegiare l'interesse dei fornitori di capitali di rischio e di debito propensi al rischio e con una prospettiva a breve termine è quello di allontanare l'investimento — non solo diretto, ma anche per il tramite degli investitori istituzionali — nei mercati finanziari da parte di soggetti avversi al rischio, con possibili ripercussioni negative sulla crescita dei mercati stessi. Occorre anche considerare che il *trend* incline a favorire l'esigenza di chi fornisce capitali all'impresa in un'ottica di *short terminism* e con un'elevata propensione al rischio è incentivata dalla sostituzione del *fair value* al costo storico nelle valutazioni di bilancio: cfr., su simili posizioni, V. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, spec. p. 878 ss.

(43) Cfr. *infra*, in questo capitolo, § 4.

(44) Appare, quindi, particolarmente felice l'affermazione secondo cui « i *covenants* non sono un abito *prêt-à-porter*, ma un vestito sartoriale » e si comprende altresì l'orientamento della prassi contrattuale americana a non utilizzare acriticamente moduli o formulari, per i possibili risvolti negativi che potrebbero discenderne tanto per il finanziatore quanto per il debitore (v., in questo senso, U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 608; nonché D.U. SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, cit., p. 641). È significativo, del resto, che anche coloro i quali (e v., al riguardo, T. BAUMS, *Eigenkapital*, cit., p. 185) ritengono che il sistema del capitale sociale — e, in partico-

obbligatorio per le società appartenenti ad un medesimo tipo, che non presenta alcuna correlazione con le effettive esigenze di dotazione finanziaria della specifica attività esercitata. L'importanza non meramente teorica di tale interrogativo si palesa con chiarezza alla luce delle recenti tendenze alla eliminazione o alla riduzione del capitale minimo nei tipi di società corrispondenti alle *private companies*, sottratte ai vincoli comunitari, per effetto della convergenza di vari interessi ed obiettivi quali la ricerca di spazi nella già ricordata concorrenza fra ordinamenti, la promozione di iniziative di *start up*, la volontà di favorire l'utilizzazione della forma societaria da parte di soggetti con risorse finanziarie modeste.

Questa traiettoria si è tradotta nei sistemi europei diversi dal nostro talora nel configurare una variante della società a responsabilità limitata verso la quale indirizzare le iniziative societarie minori [come è accaduto in Germania con la *Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt)* di cui al § 5a *GmbHG*; e in Belgio con la *société privée à responsabilité limitée-Starter*, artt. 211-bis e 214 *code soc.*], talaltra nell'abbattere nello stesso tipo principale il capitale minimo [così in Francia, dove il capitale è fissato dallo statuto senza la prescrizione di alcuna soglia di accesso (art. 223-2 *code comm.*), in Portogallo (art. 201 *código das sociedades comerciais*), e, in misura inferiore, in Spagna, con la fissazione di un capitale minimo di 3.000,00 euro (art. 4 *LSC*)] (45). Nell'ordinamento italiano si è

lare, la prescrizione di un capitale minimo obbligatorio quale soluzione di « *opt-in* » grazie alla possibilità di scegliere contrattualmente una soglia superiore a quella richiesta dalla legge, secondo un'opzione conforme al diritto comunitario e recepita anche nel nostro ordinamento (G.B. PORTALE, *Dal capitale « assicurato » alle « tracking stocks »*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 149 s.) — riduca i costi di transazione, riconoscono, però, come esso presenti delle lacune suscettibili di essere colmate soltanto mediante le clausole contenute nei contratti di finanziamento e nei prestiti obbligazionari e non offra una protezione del finanziatore esterno ritagliata « su misura ».

(45) Cfr., per gli opportuni riferimenti, G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale e imprenditore individuale con “capitale destinato”* (*Capi-*

assistito all'ingresso dapprima della società a responsabilità limitata semplificata (art. 2463-*bis* c.c.) (46), e, in un secondo momento, della società a responsabilità limitata a capitale ridotto (47). Non è difficile rendersi conto come tali riforme abbiano reso più urgente il bisogno di valutare non solo la portata sistematica delle scelte ad esse sottese (48), ma anche le possibili ricadute sulle diverse sfere d'interessi coinvolte (49).

tale sociale quo vadis?), in *Riv. soc.*, 2010, p. 1237 ss.; M. MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale*, cit., p. 248 ss.; v., pure, ASSONIME, *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, Circolare n. 29/2012, in *Riv. soc.*, 2012, p. 1272 ss.

(46) Giova ricordare che a mente dell'art. 2463-*bis* c.c. (introdotto dal d.l. 24 gennaio 2012, n. 1, convertito con modificazioni dalla l. 24 marzo 2012, 27), nella società a responsabilità limitata semplificata — la quale può essere costituita mediante contratto o atto unilaterale da persone fisiche che non abbiano compiuto i 35 anni di età alla data della costituzione e può giovare di un contenimento dei costi di attivazione grazie alla standardizzazione dell'atto costitutivo — il capitale sociale può essere pari ad almeno 1 euro e comunque inferiore a 10.000,00 euro ed il conferimento deve essere effettuato necessariamente in denaro.

(47) La possibilità di costituire una società a responsabilità limitata a capitale ridotto è stata estesa a persone fisiche che abbiano compiuto i 35 anni di età alla data della costituzione dall'art. 44 del d.l. 22 giugno 2012, n. 83, che richiama gli elementi dell'atto costitutivo della s.r.l. semplificata nonché le disposizioni in materia di società a responsabilità limitata, in quanto compatibili. Ne risulta — come è stato efficacemente notato nei primi commenti in materia (M. CIAN, *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 1101 ss.; ASSONIME, *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, cit., p. 1270) — un quadro normativo sistematicamente « anomalo » e di non agevole decifrazione, sicuramente meno lineare rispetto a quello ricostruibile negli altri ordinamenti di *civil law*.

(48) Tende, per vero, ad escludere che da tali novità legislative possano trarsi conclusioni più ampie rispetto alla sopravvivenza dell'intero istituto del capitale sociale, M. MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale*, cit., p. 253, sia perché il processo sommariamente delineato non riguarda le società azionarie, sia perché, anche a fronte della fissazione di una soglia minima di capitale del tutto simbolica, permane la possibilità di applicare il meccanismo di tutela basato sul « sistema del netto » in rapporto alla misura del capitale nominale di cui la società risulta comunque essere dotata e consentendo la conservazione di attività in misura almeno pari all'ammontare dei debiti.

(49) Mette conto soffermarsi sulla soluzione seguita nell'ordinamento tede-

Pur dovendoci limitare in questa sede a taluni cenni, sarà bene osservare come, nonostante sia formalmente salvo il sistema costruito sulla formazione e conservazione del capitale sociale, il quale è fissato in maniera simbolica nell'unità della moneta comune europea, appare plausibile prospettare un'applicazione più rigorosa per tali forme societarie dei doveri di monitoraggio della situazione finanziaria posti — come vedremo — a carico degli amministratori, nonché un possibile ricorso alla responsabilità per atti di eterogestione (art. 2476, comma 7, c.c.) (50).

sco per adattare la disciplina del capitale sociale alle ridotte dimensioni di questa voce di patrimonio nella *Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt)*. Accanto alla previsione dell'obbligo di aggiungere alla denominazione sociale la sigla *UG*, per portare a conoscenza dei terzi il fatto che stanno contrattando con una società con un capitale inferiore a 25.000,00 euro, va menzionato — in quanto indicativo della volontà di coniugare il *favor* per l'iniziativa, nella fase di avvio, con la tutela dei creditori, in quella della sua attuazione — l'obbligo di destinare annualmente ad una riserva legale il 25% dell'utile netto, fino al raggiungimento della soglia di 25.000,00 euro, introducendo così un modello di accantonamento degli utili tendente a sostituire la formazione del capitale iniziale [v., su questo aspetto, H.F. MÜLLER, *Die gesetzliche Rücklage bei der Unternehmergeellschaft*, in *ZGR*, 2012, p. 81 ss.; G.D. VON DER LAAGE, *La "Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt)": il nuovo modello di GmbH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 424 ss.; ult. rif. in M. CIAN, *S.r.l., s.r.l. semplificata*, cit., p. 1122, nt. 51]. Merita segnalare, inoltre, che la dottrina in argomento ha pure evidenziato il rischio di una responsabilità dei gestori per violazione dei doveri loro imposti in presenza di un pericolo di insolvenza, nonché la possibilità di un superamento della personalità giuridica (*Durchgriff*) e, dunque, una responsabilità dei soci fondatori per confusione di patrimoni e, infine, l'obbligo per i gestori di richiedere l'apertura di una procedura di insolvenza a fronte di una situazione di *Überschuldung*, superabili però attraverso la concessione di prestiti postergati da parte dei soci (G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale*, cit., p. 1241).

(50) M. CIAN, *S.r.l., s.r.l. semplificata*, cit., p. 1123, il quale sottolinea l'attenzione dedicata al tema della responsabilità negli studi sviluppatasi in paesi dove la disciplina è, se non altro, meno recente della nostra e la probabilità che, nonostante la soggezione dei submodelli a regole e principi non dissimili da quelli operanti per i tipi primari, la giurisprudenza pratica utilizzi una misura di maggior rigore nell'applicazione dei medesimi, parallelamente all'interesse suscitato in concreto dalle nuove figure societarie ed « alla (im)meritevolezza degli obiettivi che,

Riprendendo le fila del discorso sopra tracciato, può ipotizzarsi che la ricerca di una maggiore flessibilità rispetto alla rete di vincoli di natura reale da cui è corredato il sistema del capitale si traduca in un incentivo all'impiego di meccanismi di protezione contrattuale da parte dei creditori quale mezzo per mitigare i costi di agenzia del debito — ovvero gli accennati conflitti soci-finanziatori — nelle imprese operanti in settori di elevata tecnologia e contraddistinte da un alto potenziale di crescita (51), il cui finanziamento potrebbe essere ostacolato dal divieto di conferimenti d'opera o di servizi (52)

attraverso la loro adozione, verranno perseguiti »; nel senso che la rinuncia al capitale sociale, senza tuttavia « fare a meno di una programmazione stabile delle esigenze finanziarie della società, affidando l'ottica della continuità d'impresa al dialogo fra operatori del mercato del credito e soci », sia possibile in un sistema capace di offrire « adeguate garanzie in termini di responsabilità », v. pure E. GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 177 (corsivo nell'originale).

(51) In questo caso, l'impiego dei *covenants* può comportare una correlazione positiva fra la leva finanziaria e le opportunità di crescita, mitigando il rischio di *underinvestment* legato, invece, alla prospettiva dei prestatori di capitale di rischio di riappropriarsi delle risorse finanziarie della società. Facendo riferimento a questa problematica, si ritiene che un'alternativa all'uso di *restrictive covenants* per ridurre i costi di agenzia del debito sia rappresentata dal ricorso al finanziamento a breve termine, meno sensibile ai mutamenti di valore dell'impresa (cfr. M. BRADLEY - R.M. ROBERTS, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, cit., p. 27; nonché M.T. BILLET - TH.D. KING - D.C. MAUER, *Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants*, in *Journal of Finance*, vol. 62, 2007, p. 697 ss.). Conviene aggiungere che una simile opzione permetterebbe alle imprese con elevate opportunità di crescita di preservare — come si avrà modo di chiarire più avanti — la propria libertà in materia di investimenti, mantenendo intatta la flessibilità nella scelta dei mezzi di finanziamento (W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 73 s., che ribadisce la tesi secondo cui a determinare il disegno dei *covenants* è, tanto nel finanziamento erogato dalle banche quanto in quello attuato mediante il frazionamento dell'operazione in titoli destinati ad essere diffusi tra il pubblico, il merito di credito della società finanziata).

(52) E v., per questo ordine di idee, L. ENRIQUES - J. MACEY, *Raccolta di capitale*, cit., p. 109; ma in senso critico, F. DENOZZA, *A che serve*, cit., p. 587; ritiene che questo argomento confermi l'esistenza di contrapposti interessi all'interno sia della categoria dei fornitori di capitale di rischio, sia della categoria dei fornitori di

imposto dalla seconda direttiva comunitaria in materia societaria (art. 7) (53).

Non va sottovalutato, infine, che l'esigenza di una più articolata allocazione dei poteri di monitoraggio e di governo fra i soci ed i vari *stakeholders* può divenire opportuna alla luce dei possibili mutamenti della struttura finanziaria dell'impresa (54) nel corso dello svolgimento della relativa attività (55).

capitale di debito, essendo l'investimento nelle imprese della *new economy* caratteristico dei soggetti propensi al rischio, R. SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity*, cit., p. 1130.

(53) Può essere d'interesse segnalare come il nostro legislatore abbia seguito in materia di società a responsabilità limitata un'impostazione, per così dire, « anticipata », da un lato mantenendo fermi i principi in tema di formazione e conservazione del capitale sociale propri della seconda direttiva, dall'altro, però, disattendendo il divieto in essa contenuto di conferimenti di prestazioni d'opera o di servizi (cfr. art. 2464, comma 6, c.c.). Al riguardo, è stato notato (M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella « nuova » società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 657 ss., in specie p. 708) come tale opzione si collochi in posizione « intermedia » fra la soluzione accolta per la *société a responsabilité limitée* francese dall'art. 223-7 *code comm.*, in cui si ammettono i conferimenti d'opera o di servizi, ma si esclude la possibilità di imputarli a capitale, e quella prevista per la *private company* inglese, alla quale non trova applicazione il divieto di siffatti conferimenti stabilito per la *public company* dalla sec. 585 del *Companies Act 2006* ed è quindi consentito conteggiarne il valore per « coprire » la cifra eventualmente fissata dalle parti quale capitale sociale nominale (cfr. E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 107).

(54) Indicativa dell'istanza di definire contrattualmente l'allocazione dei *decision rights* nei rapporti endosocietari può essere la figura del *venture capital*, in cui si riscontrano, specie qualora oggetto dell'investimento siano la sottoscrizione o l'acquisto di partecipazioni in imprese giovani ed innovative, incertezze, asimmetrie informative e costi di agenzia persino più significativi di quelli presenti in ogni altra relazione di finanziamento (R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford Law Review*, vol. 55, 2003, p. 1076 s.). Tali problemi possono essere mitigati innanzitutto attraverso l'attribuzione al *venture capitalist* di azioni privilegiate, convertibili in azioni ordinarie al ricorrere di determinate circostanze, note nella prassi anglosassone come *convertible preferred shares*. Si tratta di strumenti « ibridi » in grado di proteggere il *venture capitalist* in situazioni sfavorevoli e di massimizzare l'investimento in scenari favorevoli, di allocare i diritti di controllo in funzione dell'andamento del progetto, di contribuire ad allineare gli incentivi delle parti, di garantire un *exit*. Tuttavia, trovandoci al cospetto di contratti tipicamente incompleti, si rileva in essi

4. *Il rapporto debt/equity nel finanziamento delle società di capitali.* — Giunti a questo punto del discorso occorre

un uso ampio e sofisticato di *covenants* che accordano al finanziatore poteri di controllo e monitoraggio dell'impresa finanziata ed inoltre regolano, limitano o escludono del tutto la facoltà di uscita del socio imprenditore, garantendo nel contempo al *venture capitalist* diritti di recesso o di vendita (*put*) della propria partecipazione allo stesso imprenditore. Tenendo conto, allora, delle posizioni emerse nell'ambito della letteratura economica (cfr. S. KAPLAN - P. STROMBERG, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in *Review of Economic Studies*, vol. 70, 2003, p. 281 ss.) e delle riflessioni sulla capacità del diritto societario italiano di garantire un adeguato sviluppo del *venture capital* (cfr. B. SZEGO, *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 821 ss.), può ravvisarsi nelle operazioni in discorso l'esigenza di avvalersi di strumenti contrattuali e di *governance* che, mediante l'attribuzione al *venture capitalist* di incisivi *control rights* eventualmente separati dai *cash flow rights*, agiscono non solo come incentivo per il socio imprenditore a approfondire un maggiore impegno una volta ottenuto il finanziamento, ma anche come metodo di selezione *ex ante* delle iniziative più meritevoli. Quanto sin qui osservato non basta, tuttavia, a fornire risposte definitive al tema dell'attribuzione di poteri decisionali ai vari *stakeholders* nelle società « aperte », diverse da quelle che rappresentano il contesto tipico delle operazioni di *venture capital*, né al problema dell'identificazione di un livello oltrepassato il quale l'interesse alla tutela del finanziamento si trasforma in interesse alle modalità di gestione dell'attività economica finanziata e delle conseguenze sul piano giuridico di tale differente connotazione (cfr., sulla distinzione fra i poteri di influenza sulla società riconosciuti dagli accordi di *venture capital* ed i *covenants* contenuti nei contratti di finanziamento, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 141 s.).

(55) Quel che si vuol dire è che i poteri di controllo dei creditori e degli investitori — e quindi i meccanismi stessi della *corporate governance* — tendono ad adattarsi ai mutevoli bisogni dell'impresa nel corso del tempo, in corrispondenza delle varie « sfide » che sorgono durante il ciclo vitale della stessa: dal momento di avvio dell'attività, in cui si tratta soltanto di valutare l'adeguatezza del *business plan*, e dai primi anni di svolgimento della stessa, nei quali si può scegliere di lasciare al *venture capitalist* il compito di sviluppare le tecnologie a tal fine necessarie, si passa ad una fase successiva in cui questi esce dalla società e viene rimpiazzato da un azionariato diffuso e da creditori professionali e non. Se così è, una struttura finanziaria basata quasi esclusivamente sul capitale di rischio può ritenersi appropriata alle esigenze dell'impresa nella fase iniziale, in quanto l'attività risulta florida e promettente proprio grazie all'abilità ed alla libertà di cui il *management* gode. Tuttavia, con l'evolvere delle condizioni economiche e degli impegni assunti, può risultare opportuna una diversa configurazione dei poteri di controllo,

prendere in esame — sia pure in prospettiva generale e senza alcuna pretesa di esaurire un campo problematico così ampio e complesso — i vari fattori, di natura economico-finanziaria, nonché giuridica, destinati ad indirizzare la scelta dei mezzi di finanziamento dell'impresa societaria.

Scorrendo la letteratura in materia è possibile rilevare come la questione venga comunemente affrontata assumendo quale punto di partenza il noto teorema di Modigliani e Miller (56), basato su due fondamentali proposizioni: 1) il valore di mercato di un'impresa è indipendente dalla struttura finanziaria di essa e si ottiene capitalizzando i ritorni attesi in relazione al tipo di attività svolta; 2) il debito, mentre aumenta il tasso di rendimento atteso dagli azionisti, aumenta altresì il rischio corrispondente, generando un gioco a somma zero. Tali proposizioni — che conducono a sostenere l'irrilevanza del rapporto c.d. di *leverage* fra debito e capitale, in quanto aumentando il costo dell'uno aumenta anche il costo dell'altro, e viceversa — possono adattarsi tuttavia soltanto a mercati finanziari perfetti, in cui tutti gli investitori hanno uguale accesso alle informazioni. Esse appaiono, invece, inadeguate a spiegare le scelte di finanziamento nei mercati « reali », dove hanno un peso ragioni di convenienza fiscale o valutazioni prognostiche riferite al rischio di dissesto dell'impresa (57).

sino a giungere alla rimozione dei *managers* qualora costoro abbiano fatto significativamente ricorso alla leva finanziaria e si sia verificato un *default* nel finanziamento a medio e lungo termine (D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever*, cit., p. 1220 ss.).

(56) F. MODIGLIANI - M.H. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, vol. 48, 1958, p. 261 ss. La teoria in esame è stata parzialmente modificata dagli autori in *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, *ivi*, vol. 53, 1963, p. 433 ss., e successivamente riconsiderata in M.H. MILLER, *The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, 1988, p. 99 ss.

(57) Cfr., per un'efficace sintesi dei contenuti e, insieme, dei punti deboli della teoria summenzionata, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo*, cit., p. 16; nonché, in una prospettiva più squisitamente economica, S. FRYDENBERG,

L'analisi economica successiva, tesa a riconsiderare il teorema in parola sulla base di valutazioni più realistiche, ha quindi dimostrato che se, da un lato, il trattamento fiscale di favore generalmente riservato al debito permette di fare ricorso all'indebitamento senza ripercussioni sul rendimento atteso dai soci, dall'altro le imprese per le quali è alto il rischio di incorrere in difficoltà finanziarie sono spesso costrette ad affidarsi al capitale proprio, dato che per la provvista di finanziamento fornita a titolo di debito gli investitori chiedono una remunerazione troppo elevata, che compensi gli alti costi della possibile insolvenza. Ne consegue che l'aumento dell'indebitamento può generare effetti positivi fino a quando il risparmio fiscale da esso generato non sia annullato dal rischio di insolvenza, con il risultato di spostare il fulcro dell'elaborazione teorica relativa alla struttura finanziaria ottimale della società in un'ottica di investimento a lungo termine sul *trade-off* fra i benefici del ricorso all'indebitamento ed i costi dell'insolvenza stessa (58).

La teoria testé menzionata — pur non essendo priva di riscontri empirici, da cui si evince l'attitudine di una serie di variabili (quali la durata, le dimensioni, l'oggetto sociale o gli elementi dell'attivo patrimoniale) a determinare il rapporto ottimale fra debito e capitale proprio dell'impresa — non appare, tuttavia, in grado di spiegare compiutamente perché le imprese

Theory of Capital Structure - A Review, January 26, 2011, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=556631>, p. 2 ss., dove anche i riferimenti alle elaborazioni successive.

(58) Una chiara precisazione di questi sviluppi si legge in S. FRYDENBERG, *Theory of Capital Structure*, cit., p. 8; E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 62 s.; L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 51, che osservano come per comprendere il rapporto fra *debt* ed *equity* è importante considerare non solo la probabilità di insolvenza, ma anche il presumibile valore di realizzo degli *assets* societari laddove l'insolvenza stessa si verifichi, dato che esso sarà minore nelle società operanti nei settori ad alta tecnologia.

più redditizie, le quali avrebbero un forte incentivo alla leva finanziaria, presentino bassi livelli di indebitamento (59).

Una volta preso atto di tale anomalia si è soliti rivolgere l'attenzione ad una diversa teoria, detta « dell'ordine della scelta » (*"pecking order" theory*) (60), basata sull'assunto che le asimmetrie informative fra *managers* ed investitori danno origine a rischi di « *mispricing* », la cui misura varia a seconda del grado di sensibilità alle informazioni della fonte di finanziamento in questione e risulta perciò maggiore in relazione agli strumenti di provvista a titolo di capitale di debito rispetto a quelli di provvista a titolo di capitale di rischio.

In modo consequenziale a questa enunciazione si osserva che « buoni » *managers* cercheranno di minimizzare i rischi in parola, così come di massimizzare il valore dell'investimento, optando per forme di finanziamento meno esposte ai problemi di asimmetria informativa. Ciò implica che le imprese preferiranno l'autofinanziamento finché esso sia disponibile e, dovendo ricorrere al finanziamento esterno, i titoli di debito rispetto alle azioni. Mentre quest'ultima acquisizione trova rispondenza nel fatto che l'avvio di grandi progetti imprenditoriali avviene di solito facendo ricorso al finanziamento esterno, la prima affermazione è contraddetta dalla circo-

(59) Cfr. S.C. MYERS, *Capital Structure*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, 2001, p. 88 ss.; J.K. WALD, *How Firms Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison*, in *Journal of Financial Research*, vol. 22, 1999, p. 161.

(60) Un contributo basilare a questa teoria, suscettibile di essere vista (non diversamente da quella del *trade-off*) come un affinamento della tesi dell'irrelevanza della leva finanziaria risalente a Modigliani e Miller, è offerto da S.C. MYERS, *The Capital Structure Puzzle*, in *Journal of Finance*, vol. 39, 1984, p. 575 ss., spec. p. 581 ss.; S.C. MYERS - N.S. MAJLUF, *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1984, p. 187 ss.

stanza che le imprese non esauriscono i fondi propri prima di ricorrere all'indebitamento (61).

Questa sintetica ricognizione rivela come le costruzioni surriferite, pur offrendo numerosi spunti per una valutazione avvertita e consapevole del caso concreto ed essendo accomunate dalla considerazione dell'esistenza di un rapporto di *leverage* fra debito e capitale oltre il quale la società finisce per compromettere la propria sopravvivenza, non appaiono in grado di rispondere pienamente all'esigenza di individuare una struttura finanziaria ottimale (62). Al medesimo rilievo si espone, del resto, il modello di spiegazione fondato sull'analisi dei costi di agenzia illustrati nel paragrafo precedente ed inteso a dimostrare come il punto di « ottimo » sia quello che riduce tali costi, di volta in volta, al livello più basso (63). In questo contesto l'indebitamento può avere effetti positivi se visto nella prospettiva di un disallineamento degli interessi dei *managers* e degli investitori, in quanto costringe i primi ad

(61) Cfr., per un'analisi dei limiti della teoria summenzionata, C. MAYER - O. SUSSMAN, *A New Test of Capital Structure*, October 6, 2004, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=643388>; nonché M. FRANK - V. GOYAL, *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 67, 2003, p. 217 ss.; pure reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=243138>.

(62) Un quadro completo ed aggiornato dei riscontri empirici e dei « fallimenti » delle tradizionali teorie sulla struttura finanziaria è offerto da J.R. GRAHAM - M.T. LEARY, *A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future*, April 7, 2011, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstracts=1729388>, p. 9 ss.

(63) I passaggi salienti di tale impostazione — risalente, come si è già ricordato, a M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the Firm*, cit., p. 10 ss. — sono sintetizzati da S. FRYDENBERG, *Theory of Capital Structure*, cit., p. 21 s.; nonché da M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo*, cit., p. 17 s., il quale sottolinea come non siano ad essa estranee valutazioni inerenti al « governo » dell'impresa, analogamente a quanto può riscontrarsi a proposito della tendenza all'autofinanziamento affermata dalla teoria « dell'ordine della scelta » e del pari giustificata dall'esigenza di circoscrivere il più possibile il potere di influenza sulla gestione di terzi estranei al gruppo di comando; sulla funzione di *governance* del capitale di credito, cfr., inoltre, J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, 2006, p. 51.

utilizzare il *cash flow* della società per far fronte al pagamento degli interessi sul prestito e riduce così le opportunità di impiegarlo a vantaggio proprio o di altre attività. Ne deriva — ed il tema è di indubbio interesse ai fini dell'indagine che si intende svolgere — che il debito viene a svolgere una funzione « disciplinare » affidata ai creditori nell'interesse sia proprio che dei soci. D'altro canto, la scarsa propensione dei *managers* a sfruttare appieno i vantaggi di natura fiscale dell'indebitamento potrebbe spiegarsi con la comprensibile riluttanza degli stessi ad assoggettarsi a tale forma alternativa di monitoraggio (64).

In una prospettiva non troppo dissonante da quella appena dischiusa si colloca la proposta di considerare la struttura finanziaria della società come un meccanismo idoneo a ridurre le asimmetrie informative fra soci e *managers*, nel senso che il ricorso all'indebitamento può essere visto come un segnale di « fiducia » che il *management* ripone nella buona riuscita dell'intrapresa sulla base delle informazioni « privilegiate » in suo possesso (65).

L'attenzione alle interrelazioni fra mercato e finanziamento dell'impresa contraddistingue, sia pure da un diverso angolo visuale, anche la c.d. "*market timing*" theory (66), se-

(64) Tale dato — evidenziato, fra gli altri, da E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 65; nonché T. BAUMS, *Eigenkapital*, cit., p. 183 s. — può dunque ricondursi all'icastica contrapposizione fra « *soft* » *investors*, identificabili nei fornitori di capitale di rischio (*equity*), e « *hard* » *investors*, coincidenti con i fornitori di capitale di credito (*debt*), in ragione della diversa propensione all'esercizio della funzione di *monitoring* da parte degli uni e degli altri: quest'ultima è, infatti, maggiore per i *lenders*, i quali, a fronte di condotte inefficienti da parte del gruppo di comando, hanno un rapporto costi-benefici più favorevole all'intervento e quindi all'esercizio dei *decision rights* loro eventualmente spettanti (cfr. P.R. MILGROM - J. ROBERTS, *Economics, Organization, and Management*, Prentice-Hall, 1992, p. 496 ss.).

(65) S.A. ROSS, *The Determination of Financial Structure: The Incentive-signalling Approach*, in *Bell Journal of Economics*, vol. 8, 1977, p. 23 ss.

(66) M. BAKER - J. WURGLER, *Market Timing and Capital Structure*, in *Journal of Finance*, vol. 57, 2002, p. 1 ss.

condo cui la struttura finanziaria dell'impresa può essere intesa quale risultante degli sforzi complessivi di « cogliere il momento giusto » sul mercato azionario: vale a dire emettere azioni quando il valore di mercato è alto e riacquistarle quando lo stesso diviene basso. Se così è, le scelte in tema di finanziamento collegate alle variazioni nel tempo del costo relativo dell'*equity* e del *debt* sono destinate a produrre effetti di lungo periodo sulla struttura finanziaria, la quale altro non è che la conseguenza in un dato momento delle precedenti decisioni in materia di emissione di strumenti finanziari di raccolta di capitale di rischio o di credito.

Risulta tuttavia confermata la fondatezza della conclusione sopra avanzata e, dunque, l'inesistenza di una formula che consenta di individuare un rapporto ottimale fra capitale di rischio e di credito. Manca nelle varie prospettazioni un momento di riflessione ulteriore capace di comprendere e di spiegare i complessi multiformi profili insiti nelle decisioni sulla struttura finanziaria delle società, lasciate, in definitiva, alla valutazione degli operatori e, in ultima analisi, del mercato (67).

5. (Segue): *la flessibilità finanziaria e la valutazione del merito di credito nell'attuazione della debt policy*. — È ora opportuno rivolgere lo sguardo ai risultati forniti dagli studi empirici per accertare se possano ravvisarsi fattori ulteriori rispetto a quelli presi in considerazione dalle tradizionali teorie sulla struttura finanziaria esaminate nel paragrafo precedente, in grado di contribuire ad illustrare il possibile rapporto fra *debt* ed *equity*, nonché la composizione dell'indebitamento dell'impresa.

Esaminando il fenomeno alla luce delle indicazioni prove-

(67) Cfr., per questa conclusione, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo*, cit., p. 16 ss.

nienti dalla prassi si è portati a riconoscere una significativa influenza delle dimensioni dell'impresa sulle scelte di *corporate finance*.

Ed in merito, è utile sottolineare come le grandi imprese tendano a fare minor uso della leva finanziaria e quindi a perseguire un *debt/equity ratio* più severo. Il significato di tale notazione è accresciuto dalla considerazione dell'importanza riservata dalle società debentrici al proprio merito di credito (68), a dimostrazione che se i vantaggi fiscali dell'indebitamento incidono tutto sommato moderatamente sulle decisioni che interessano il nostro discorso, il rischio di insolvenza esercita un'influenza senz'altro maggiore sulla provvista dei mezzi di finanziamento.

Questa constatazione ci introduce ad uno dei profili di maggiore rilevanza, ancora tutto da approfondire, nella costruzione e nella modifica della struttura finanziaria dell'impresa, rappresentato appunto dal *rating* del credito (69).

(68) Del resto, ad ulteriore conferma delle interconnessioni sussistenti fra scienza economica ed analisi empirica, può riscontrarsi come il merito di credito sia oggetto di particolare preoccupazione proprio fra le imprese statunitensi di maggiori dimensioni: cfr., su questi aspetti, J.R. GRAHAM - C.R. HARVEY, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 60, 1999, p. 187 ss.; reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=220251>, (da cui si cita) p. 10 s.; nonché, per un confronto dei risultati da essi esposti con quelli ricavabili a livello europeo, F. BANCEL - U.R. MITOO, *The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, AFA 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London Meetings, pure reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=299172>.

(69) Non è un caso che la decisione di restringere l'ambito di analisi alle imprese sottoposte ad una valutazione del merito di credito sia giustificata — nelle indagini empiriche più recenti (J.D. RAUH - A. SUFI, *Capital Structure and Debt Structure*, January 26, 2009, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1097577>, p. 4) — attraverso il richiamo alle ricerche inclini a riconoscere nella qualità del credito la principale determinante della struttura del debito dell'impresa esercitata in forma societaria; sul *rating* quale regola « informale » nell'adozione delle tecniche di finanziamento, cfr., inoltre, J.R. GRAHAM - C.R. HARVEY, *The Theory and Practice*, cit., p. 2, p. 10 s.; nonché J.R. GRAHAM - M.T. LEARY, *A Review*, cit., p. 17 ss.,

Sullo sfondo dell'eterogeneità degli strumenti di indebitamento, l'esperienza comparatistica segnala che — diversamente dalle imprese con un merito di credito elevato, le quali hanno una struttura finanziaria alquanto conservatrice, incentrata prevalentemente sul capitale di rischio e sul prestito non garantito, ma dotato di priorità rispetto agli altri crediti (*senior unsecured debt*) (70) — quelle caratterizzate da una qualità del credito inferiore presentano una composizione del debito connotata da una propensione, sul versante del prestito garantito (*secured debt*), verso quello bancario e, dal lato dei prestiti subordinati (71), verso

dove — attraverso una visione d'insieme dei diversi profili di incidenza del *rating* — si segnala, nel contempo, l'importanza di considerare le caratteristiche dell'offerta sul versante del credito nella ricostruzione delle strategie di finanziamento delle imprese. In linea con siffatta impostazione, si avrà modo di evidenziare più avanti come l'esistenza di discipline dell'attività di erogazione del credito sia destinata a ripercuotersi in diversa misura sulle società debitrice ed a tradursi, nel contempo, in un fattore di discriminazione fra gli stessi creditori.

(70) In quest'ottica, sembra non avere valore soltanto descrittivo la tripartizione del mercato del finanziamento societario — suggerita dalla dottrina americana (W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 63) — nei tre segmenti del prestito obbligazionario, del credito bancario e del collocamento « privato », cui si accompagna la notazione secondo la quale « *the public markets are open to larger, safer firms — firms with higher credit ratings, higher ratios of fixed assets to total assets, and higher profitability* ». Ciò non toglie che la parte più cospicua dell'attività di finanziamento si svolga sugli altri segmenti, cui fanno ricorso le imprese di dimensioni minori e con un merito di credito inferiore: e v., a conferma di questo assunto, i dati riportati da M. BRADLEY - R.M. ROBERTS, *The Structure*, cit., p. 8.

(71) È utile precisare che, di là dall'ipotesi in cui la subordinazione serva a non alterare il *leverage ratio* nei confronti della banca che abbia richiesto l'inclusione, nel contratto di finanziamento, di uno specifico *covenant* riguardante l'obbligo per il debitore di non superare una certa soglia di indebitamento, l'elemento caratterizzante sotto il profilo funzionale i prestiti subordinati quale operazione attiva di finanziamento alle imprese, risiede nella volontà del creditore *junior* — d'intesa normalmente con il debitore — di apprestare una sorta di garanzia a favore dei creditori *senior* (in specie le banche), che risultano più incentivati a finanziare (o rifinanziare) il debitore comune: e v., in questi termini, D. VATTERMOLI, *Finanziamento alle imprese. Banche e subordinazione volontaria dei crediti*, in *Banca*,

l'emissione di obbligazioni subordinate e convertibili (72).

È facile convincersi, del resto, che le imprese con un *rating* migliore hanno, da una parte, maggiori *chances* di provvista del finanziamento e dall'altra, possono raccogliere capitale di credito a costi contenuti, grazie alla possibilità di offrire tassi di interessi più bassi o di richiedere un corrispettivo più alto a fronte di un'operazione di emissione di obbligazioni o di altri strumenti finanziari ad esse assimilati (73); mentre quelle con un merito di credito inferiore vedono diminuire l'accesso a fonti di finanziamento a breve termine alternative all'indebitamento bancario (si pensi ai *commercial papers*).

Cercando, allora, di tradurre in una posizione sistematica i dati sin qui evidenziati, non sorprende che l'intensità dei diritti e dei poteri di intervento delle banche finanziatrici in ordine alla *governance* delle società debitrice sia non solo direttamente correlato alla scelta dei mezzi di finanziamento, ma anche inversamente proporzionale al merito di credito dell'impresa ed al rischio di *default* della stessa.

borsa, tit. cred., 2011, I, p. 774; ID., *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012, p. 291 ss.

(72) D'altro canto, i risultati dell'indagine condotta sia su talune imprese individuate « a campione », sia su altre sottoposte ad un « declassamento » del *rating* (ed efficacemente definite « *fallen angels* »), si prestano ad essere interpretati alla luce delle teorie economiche sulla struttura finanziaria ottimale complementari a quella sopra riferita del *trade-off* (J.D. RAUH - A. SUFI, *Capital Structure*, cit., p. 2 ss.). Così, la minore propensione delle imprese più redditizie a fare ricorso all'indebitamento e, all'interno di quest'ultimo, al prestito convertibile (piuttosto che al finanziamento bancario) sarebbe compatibile con l'ipotesi « dell'ordine di scelta ». D'altronde, l'utilizzazione di prestiti convertibili da parte delle imprese meno redditizie — che abbiano grandi opportunità di investimento, ma alti rischi di dissesto finanziario — non si pone in contrasto con la linea argomentativa incline a riconoscere un ruolo importante alle asimmetrie informative nella struttura del capitale (su questi temi, cfr. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo*, cit., p. 17; nonché, per una rilettura in chiave critica, J.R. GRAHAM - C.R. HARVEY, *The Theory and Practice*, cit., p. 11 s.).

(73) Sui vantaggi del *rating* dal punto di vista delle società emittenti strumenti finanziari ci si permette di rinviare a L. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, p. 718.

Si nota, pure, che la funzione di monitoraggio e di ingegneria svolta dalle banche presuppone che l'indebitamento bancario sia soltanto una delle componenti della struttura finanziaria complessiva (74).

Nel contesto della ricostruzione che si sta delineando, va messo in evidenza come il minore merito di credito ed il connesso ricorso all'indebitamento bancario quale fonte pressoché necessaria, se pure non esclusiva, di finanziamento, costituiscono tratti distintivi della piccola impresa, contrassegnata da un assetto proprietario concentrato (75).

(74) Ai fini di questo discorso, un modello teorico di utile riferimento è offerto da coloro i quali ritengono che, a fronte di un problema di « azzardo morale » dovuto all'intrapresa da parte del debitore di progetti altamente rischiosi, il finanziamento esterno sia possibile solo a condizione che uno dei finanziatori controlli le attività del medesimo. Conseguono da questa premessa due ordini di considerazioni: innanzitutto, il finanziatore investito di poteri di monitoraggio (ovvero la banca) gode del più alto grado di priorità, per l'intuitiva ragione che gli incentivi ad esercitare tali poteri sono massimizzati laddove esso si appropri integralmente dei relativi benefici; in secondo luogo, la circostanza che la banca, in caso di liquidazione dell'impresa, ottiene il valore di liquidazione pure in presenza di altre classi di creditori che hanno il più basso grado di priorità (*junior non-bank creditors*), fa sì che essa possa credibilmente « minacciare » l'impresa debitrice ed esercitare efficacemente la propria funzione di controllo specie rispetto a comportamenti del *management* che ne riducano il valore: cfr., sul tema, C. PARK, *Monitoring and the Structure of Debt Contract*, in *Journal of Finance*, vol. 55, 2000, p. 2157 ss.

(75) Volendo collegare i dati empirici con l'evoluzione del quadro normativo italiano, non può non ricordarsi come il codice civile del 1942 contenesse regole dirette ad impedire alla società a responsabilità limitata — creata quale tipo destinato a sostituire la società per azioni nei casi in cui questa apparisse troppo complessa in relazione alle modeste proporzioni dell'impresa sociale — di raccogliere risparmio altrui rivolgendosi direttamente al mercato per il proprio finanziamento. In questo senso andavano letti sia il divieto che le partecipazioni sociali fossero rappresentate da azioni, sia quello di emettere obbligazioni. La logica originaria del codice per cui le società a responsabilità limitata dovevano contare, per finanziarsi, essenzialmente sui soci originari e sul credito bancario — con indubbe conseguenze sul piano della *corporate governance* — parrebbe, tuttavia, superata dalla riforma delle società di capitali, che da un lato ha soppresso il suddetto divieto di emettere obbligazioni, dall'altro, introducendo il nuovo art. 2483, ha

Certo, quella appena rilevata è solo una correlazione che scaturisce dall'osservazione della realtà, specie statunitense, e

abilitato la s.r.l. ad emettere titoli di debito a condizione che l'atto costitutivo lo preveda (M. PORZIO, *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1187 s.). Obiettivo perseguito dalla norma è, dunque, quello « di sopprimere l'interdetto [...] di provvedersi di capitale di credito senza avvalersi dell'intermediazione bancaria », purché i titoli in questione siano sottoscritti da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, che garantiscano il buon fine dell'operazione [P. SPADA, *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi (Impresa-corporation e provvista di capitale di credito)*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 258]. Sebbene il tema sarà ripreso più avanti (v. *infra*, cap. III, § 2), preme porre in luce sin da ora come i titoli di debito — pur costituendo strumenti di raccolta del risparmio in quanto consentono l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso e pur essendo espressamente qualificati come tali dal Testo unico bancario (art. 11) e dalla normativa regolamentare del CICR (art. 3, del. CICR del 19 luglio 2005, n. 1058) — non appaiono idonei ad attingere la provvista direttamente al risparmio « del pubblico », dato che, in base all'attuale normativa della Banca d'Italia, la raccolta effettuata presso investitori professionali vigilati deve ritenersi raccolta privata (Banca d'Italia, Istruzioni di vigilanza per le banche, titolo IX, capitolo 2, sezione I, § 3; v., per questa lettura, oltre a M. PORZIO, *op. ult. cit.*, p. 1195, pure A. BARTALENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 296). Si è giustamente rilevato come questa caratteristica non consenta all'emittente di ottenere i vantaggi economici conseguibili con l'emissione di obbligazioni societarie, i quali risiedono nella possibilità di raccogliere ingenti finanziamenti a titolo di provvista di capitale di credito a condizioni più favorevoli di quelle offerte dal sistema bancario. Tale conseguenza discenderebbe dalla circostanza che l'investitore professionale assume *ex lege* la garanzia della solvenza della società, trovandosi esposto (sia che conservi i titoli sottoscritti, sia che li ceda) ad un rischio sostanzialmente analogo a quello derivante dall'erogazione di un normale finanziamento; sicché non « si vede allora per quale ragione, a parità di rischio dovrebbe accontentarsi di pretendere una remunerazione inferiore » (M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., vol. 3, p. 748; per una diversa lettura, cfr. P. SPADA, *L'emissione di titoli di debito nella « nuova » società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 808, ad avviso del quale la riserva di sottoscrizione, conferendo all'emittente l'immunità dalle « complesse normative » in materia bancaria e di intermediazione finanziaria, sarebbe stata presupposto indispensabile per impedire che la nuova modalità di finanziamento non restasse « sulla carta »). Ciò non toglie che i titoli di debito possano presentare motivi di interesse per gli intermediari creditizi, specie laddove si accolga la tesi secondo cui garante della solvenza dell'emittente deve ritenersi « l'ultimo degli investitori soggetti a vigilanza prudenziale che abbia ceduto

che merita perciò di essere vagliata criticamente alla luce della cornice in materia di regolamentazione prudenziale bancaria disegnata, a livello comunitario e nazionale, dall'Accordo di Basilea (c.d. *Basilea 2*) (76). Per quanto più interessa ai nostri

il titolo »: questa soluzione consentirebbe, infatti, tanto al sottoscrittore quanto ad ogni successivo investitore soggetto a vigilanza prudenziale di poter disporre del titolo senza assumere la responsabilità per la solvenza dell'emittente e, allo stesso tempo, senza affievolire « la consistenza della garanzia offerta dalla legge agli investitori non qualificati » (M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito della società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1006, corsivo nell'originale).

Considerazioni in parte analoghe suggerisce il recente intervento legislativo attuato con l'art. 32 del d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni nella l. 7 agosto 2012, n. 147 e diretto, fra l'altro, a coordinare la normativa sulle cambiali finanziarie con le rinnovate esigenze di rafforzamento finanziario delle imprese. La disposizione in esame amplia il potere di emissione di questi « titoli di debito » da parte delle società a responsabilità limitata, avendo però cura di subordinare e vincolare l'esercizio di tale potere, laddove l'emittente non abbia titoli rappresentativi del capitale negoziati nei mercati regolamentati e non, a modalità e condizioni funzionali alla tutela del risparmio. A tal fine si prevede che: *a*) l'emissione deve essere assistita, in qualità di *sponsor*, da una banca o da un'impresa di investimento, da una società di gestione del risparmio, da una società di gestione armonizzata, da una Sicav, purché con succursale stabilita nel territorio della Repubblica, che assiste l'emittente nella procedura di emissione dei titoli e lo supporta nella fase di collocamento dei medesimi; *b*) lo *sponsor* mantenga nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota di titoli non superiore a determinate percentuali (variabili dal 2 al 5 per cento del valore di emissione) rapportate all'ammontare complessivo di ciascuna emissione; *c*) l'ultimo bilancio sia certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili; *d*) le cambiali finanziarie siano emesse e girate esclusivamente a favore di investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente (art. 1, comma 2-*bis*, l. 13 gennaio 1994, n. 43). La destinazione in via esclusiva dei titoli in parola agli investitori professionali — sia pure senza l'ulteriore riferimento alla « vigilanza prudenziale » — conferma il distacco fra società emittente e pubblico. A ciò si accompagna la necessità, quanto meno per le piccole e medie imprese, di immettere tali titoli nel mercato avvalendosi dell'assistenza di intermediari specializzati (art. 1, comma 2-*quater*, l. n. 43/1994).

(76) Giova ricordare che la stesura definitiva dell'Accordo internazionale denominato “*Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione*”, comunemente denominato *Basilea 2*, è stato pubblicato nel giugno 2006 dal Comitato di Basilea, istituito dai

fini, è sufficiente rilevare come tale Accordo prevedesse, nel contesto di una disciplina intesa a promuovere una più esatta

governatori delle banche centrali dei dieci paesi più industrializzati del mondo (il c.d. G10) e chiamato a svolgere funzioni propositive in materia bancaria, anche al fine di favorire l'armonizzazione delle discipline nazionali. Il contenuto dell'Accordo è stato poi trasfuso nelle direttive comunitarie 2006/48/CE e 2006/49/CE relative, rispettivamente, all'accesso all'attività degli enti creditizi e all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, poi modificate dalla direttiva 2009/111/CE. In Italia il recepimento è avvenuto con il d.l. 27 dicembre 2006, n. 297, successivamente convertito in l. 24 febbraio 2007, n. 17, che ha apportato significative modifiche al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (Tub), nonché con il decreto del Ministro dell'Economia del 27 dicembre 2006 e con la circolare della Banca d'Italia n. 263 di pari data, recante le "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche". Queste ultime sono state successivamente e ripetutamente rivisitate, anche in seguito all'emanazione del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 239, di attuazione della succitata direttiva 2009/111/CE, che ha apportato, fra l'altro, ulteriori modifiche al Tub: cfr., sulla controvertosa natura dell'apparato regolatorio in questione, risultante dalla « trasformazione » di una fonte « privata » in regole cogenti per effetto del recepimento nell'ordinamento nazionale, G. GIANNELLI, *Gli Accordi di Basilea 2 tra soft law e autonomia organizzativa delle banche*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, Atti del Convegno di studi. Catania, 21 e 22 settembre 2007, a cura di V. Di Cataldo e P.M. Sanfilippo, Milano, 2008, p. 219 ss.

Occorre peraltro segnalare che è stata attuata una profonda revisione di *Basilea 2* (c.d. *Basilea 3*), anche alla luce degli esiti non del tutto positivi che tale struttura ha permesso di raggiungere nella recente crisi finanziaria e dei punti critici in essa ravvisati dai Governatori e dai Capi della vigilanza dei 27 paesi membri del Comitato di Basilea (cfr. COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Basilea 3. Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, dicembre 2010, successivamente rivisto e pubblicato nella versione definitiva nel giugno 2011, nonché Id., *Schema internazionale per la misurazione, la regolamentazione e il monitoraggio del rischio di liquidità*, gennaio 2013). A distanza di quasi due anni dalla proposta ad opera della Commissione europea di ulteriori miglioramenti dei requisiti patrimoniali delle banche [COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario, 20.7.2011 COM(2011) 453, definitivo 2011/0203 (COD; nonché COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di

misurazione dei rischi di credito da parte delle banche per la determinazione dei requisiti patrimoniali richiesti, l'affidamento della valutazione del merito di credito ad agenzie di *rating* esterne (*External Credit Assessment Institutions*) oppure a sistemi di *rating* interno (77).

investimento, 20.7.2011, COM(2011) 452 definitivo, 2011/0202 (COD)], i risultati dei lavori del Comitato di Basilea sono stati recepiti all'interno dell'Unione europea con la direttiva 2013/36/UE ed il regolamento n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, destinati a formare un plesso normativo integrato (c.d. *CRD IV Package*), chiamato a sostituire le già ricordate direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE: cfr., per dettagli sulla recente normativa, F. ACCETTELLA, *L'Accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 497 ss.; sulle linee evolutive della disciplina del patrimonio di vigilanza delle banche, v. B. RUDOLF, *Eigenkapitalanforderungen in der Bankregulierung*, in *ZHR*, 2011, p. 284 ss.; nonché T. BAUMS, *Eigenkapital*, cit., p. 190 ss.

(77) Osserva come dall'adozione di siffatti metodi di valutazione dei rischi dovrebbe derivare una diretta incidenza delle caratteristiche delle imprese finanziate sul rapporto fra patrimonio di vigilanza della singola banca e crediti concessi, A. VICARI, *La nuova disciplina di Basilea tra obblighi di capitalizzazione delle banche, costo medio del passivo e obiettivo di riduzione dei tassi di finanziamento per le imprese*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese*, a cura di I. Demuro, Torino, 2010, p. 12. Va anche aggiunto, però, che a fronte del ruolo centrale assegnato al *rating* da Basilea 2, il nuovo Accordo sopra menzionato è improntato a « maggior prudenza (*scilicet*, maggiore attenzione al rischio di devolvere integralmente al giudizio di *rating* la valutazione delle esposizioni assunte) », laddove prevede precisi doveri di valutazione del rischio di credito da parte delle stesse banche, in concorrenza con l'affidamento alle agenzie di *rating* (G. CARRIERO, *Brevi note sulle agenzie di rating*, in *Foro it.*, 2012, V, 2, c. 213 ss.; v., inoltre, L. ENRIQUES - M. GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2010, p. 475 ss.). L'esigenza di considerare con cautela i *ratings* è particolarmente avvertita anche dal legislatore comunitario, come traspare sia dalla direttiva CRD IV, sia dal regolamento n. 462/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 che modifica il regolamento CE n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito (cfr., per puntuali riferimenti, B. SZEGO - G. GOBBO, *Rating, mercato e regolatori « Reliance » e « over-reliance » sulle agenzie di rating*, *ivi*, 2012, p. 345 s.; F. ACCETTELLA, *L'Accordo di Basilea III*, cit., p. 498 s.). Nel contempo, a livello di *governance* dell'impresa bancaria viene rafforzato il ruolo attivo degli amministratori nel vigilare e monitorare la struttura di *risk management*, ponendo particolare attenzione anche ai « macro rischi » cui l'intero settore bancario può essere esposto, così come al-

Sul piano generale, conviene segnalare come la discussione sorta fra studiosi ed operatori del mondo bancario ed imprenditoriale all'indomani dell'adozione di tale Accordo documenti una varietà di orientamenti, che può essere utile ricordare sia pure assai brevemente: da un lato, si paventava che l'evoluzione verso criteri di valutazione del rischio di credito rigidamente selettivi delle informazioni utilizzabili per la formulazione del *rating* potesse provocare un abbassamento del merito di credito delle piccole (e medie) imprese; dall'altro, si dava risalto al fatto che l'applicazione di siffatti criteri avrebbe comportato un alleggerimento dei requisiti patrimoniali richiesti alle banche e quindi una complessiva attenuazione del costo del credito bancario, con effetti positivi per la maggior parte delle imprese ad ogni livello dimensionale. E tuttavia, valutando comparativamente la distribuzione dei pronosticati vantaggi fra grandi imprese ed imprese minori, appariva concreto il pericolo di innescare una sorta di circolo vizioso, per cui queste ultime, avendo un merito di credito inferiore ed essendo al tempo stesso « bisognose » del finanziamento bancario, apparivano destinate inesorabilmente a subire un aumento del costo medio dello stesso, salvo che non riposizionassero il proprio debito dal breve al medio-lungo periodo e non rivestissero la propria attività di « forme » più agevolmente decifrabili in termini di *rating* (78). Tale previ-

l'incremento prociclico dei medesimi nel corso del tempo: cfr., sulle problematiche poste dal rafforzamento della funzione di controllo dei rischi sia sotto il profilo della riduzione dei flussi di credito nell'economia sia sul piano dell'organizzazione interna delle banche, E. WYMEERSCH, *Risk in Financial Institutions - Is It Managed?*, Ghent University, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-04, January 20, 2012, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1988926>.

(78) E v., su questa problematica, M. SCIUTO, *Organizzazione e merito di credito delle società a responsabilità limitata alla luce di "Basilea II"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, p. 707 ss., il quale, con specifico riguardo al rapporto interno al nostro ordinamento fra i criteri di erogazione del credito bancario secondo *Basilea 2* e gli assetti organizzativi in tema di società a responsabilità limitata, non evita di

sione appare coerente, del resto, con la notazione secondo cui, pur essendo l'impresa finanziata « un mero dato oggetto di osservazione » nel contesto della regolamentazione prudenziale bancaria (79), la necessità di ottenere un *rating* che permetta di accedere al credito bancario a costi sostenibili possa condurla a prestare maggiore attenzione alla propria situazione economico-finanziaria ed al proprio assetto organizzativo (80).

In questa prospettiva, non si è mancato di rilevare come i sistemi di *rating* interno possano costituire la premessa per utilizzare in modo efficace le opportunità offerte dall'innovazione finanziaria, incentivando il già evidenziato ricorso a strumenti « ibridi » di finanziamento — come i prestiti subordinati e le operazioni di *Mezzanine Financing* (81) — quale

cogliere come la pressione competitiva cui sarebbero soggette le imprese minori potrebbe favorire, se non un vero e proprio « effetto fuga » dalla stessa s.r.l., quanto meno una convergenza verso il « modello residualmente corporativo » predisposto dalla disciplina dispositiva, sacrificando le molte opzioni messe a disposizione dell'autonomia statutaria ai « bisogni di prevedibilità del Mercato ».

(79) G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 610.

(80) U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni* (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Riv. soc.*, 2004, p. 1084; nel senso che *Basilea 2* sia un chiaro esempio di come regole dettate per soggetti economici operanti sul mercato, le banche, e con finalità particolari, possano riflettersi positivamente sul comportamento di altri soggetti economici pure presenti sul mercato, le imprese, costringendole ad adottare comportamenti « virtuosi » e « trasparenti » ed assicurando così una più efficiente allocazione delle risorse, C. COSTA, *Le regole di Basilea II tra tutela del capitale delle banche e comportamenti virtuosi delle imprese*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, cit., 209 ss., che evidenzia anche la previsione, nell'ambito del sistema « standardizzato », di un meccanismo di ponderazione favorevole alle piccole imprese prive di *rating*.

(81) Nel senso che tanto il c.d. prestito mezzanino, quanto il ricorso ai *covenants* quali « garanzie atipiche » nei contratti di finanziamento, concorrono a rendere meno netta la tradizionale bipartizione fra « *Fremd- und Eigenkapital* », riferita alla posizione formale dei finanziatori come « *Eigentümer* » o « *Dritter* », cfr. W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 32.

soluzione all'istanza di rafforzamento patrimoniale delle imprese (82).

Sebbene una ricostruzione dei problemi di disciplina dei finanziamenti predetti — e, in particolare, un loro inquadramento sistematico all'interno del nostro ordinamento — esulino dalle finalità del presente paragrafo, preme porre in risalto che, laddove l'operazione in questione intercorra tra un ente di emanazione bancaria ed una società di capitali, l'emissione dei c.d. ibridi potrebbe consentire di attribuire statutariamente quei poteri di influenza sulla società finanziata pressantemente richiesti, in genere, dal finanziatore, arrivando così a « tipizzare » un risultato conseguito nella prassi attraverso la stipulazione dei *covenants*.

D'altro canto, una volta riconosciuta l'incidenza del *rating* sulle decisioni di finanziamento dell'impresa e sulla relazione fra quest'ultima e l'ente finanziatore, grazie alla riduzione per l'una del costo del finanziamento e per l'altro del proprio patrimonio di vigilanza, non si può fare a meno di sottolineare come l'attribuzione di poteri di monitoraggio in capo al creditore, se non di più o meno pervasiva partecipazione al governo della società debitrice, possa contribuire a realizzare un tempestivo ed accurato adeguamento delle condizioni del prestito al rischio di credito (83).

(82) Cfr., per tale auspicio, R. MAINO - M. MODINA, *L'impatto dei sistemi di rating interno sulla politica di finanziamento delle imprese*, in *Banca, impresa, società*, 2012, p. 101; nonché, nella nostra letteratura giuridica, S. VANONI, *Mezzanine finance*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese*, cit., p. 277 ss.

(83) Con specifico riferimento ai *covenants*, può osservarsi come essi siano idonei ad assumere una funzione complementare rispetto al *rating*, in quanto comportano una traslazione dei costi di monitoraggio del rischio di credito dalla banca finanziatrice all'impresa finanziata che da soggetto passivo diventa soggetto attivo e collaboratore (cfr., in tale ottica, G. GIANNELLI, *Covenants finanziari*, cit., p. 611). In effetti, grazie a queste clausole il rischio di credito viene ad inserirsi in una dimensione dinamica, consentendo, così, di applicare nella prassi contrattuale l'astratta correlazione economica fra rischi e costi: dal punto di vista dell'impresa debitrice, i *covenants* presentano positive ripercussioni sul *rating* e permettono di

Nel contempo, occorre essere avvertiti, però, che la previsione di tali poteri di ingerenza nel contratto di finanziamento (ed eventualmente nel regolamento degli strumenti finanziari emessi a servizio dell'operazione) si risolve in un'innegabile limitazione della discrezionalità degli amministratori, preoccupati, invece, di mantenere la flessibilità finanziaria dell'impresa (84).

Più esattamente, guardando al profilo dinamico del rapporto e limitandoci ad introdurre un aspetto che sarà sviluppato nel secondo capitolo, appare indicativo che l'eventuale violazione di un *covenant* non solo permette al creditore di attivare il diritto all'immediata restituzione del finanziamento, ma, anche laddove non si addivenga ad un'accelerazione nel rimborso del prestito, comporta una compressione della sfera

gestire i costi del finanziamento esterno, assoggettando lo stesso debitore ad una serie di obblighi e vietando alcune operazioni che possono compromettere il rimborso del finanziamento; per quanto riguarda la posizione del creditore, invece, i *covenants*, per un verso, consentono di conoscere tempestivamente una situazione di crisi del debitore e di avviare le opportune misure per fronteggiarla, per l'altro, favoriscono l'« apprezzamento » del rischio di credito e l'adozione di tecniche intese a ridurlo (cfr., in tale ordine di idee, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., in specie p. 432 s., nonché, a proposito della funzione di « *warning and guidance* » svolta dai *covenants*, W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, cit., p. 32 ss.; sul tema, cfr., inoltre, *infra*, cap. II). Peraltro, non si vuole con ciò affermare la sussistenza di una diretta correlazione fra classe di *ratings* e *covenants*, ricollegando all'attribuzione di una certa valutazione del merito di credito l'introduzione di talune tipologie di vincoli ed oneri nei contratti di finanziamento che saranno stipulati dalle imprese appartenenti ad una determinata classe di credito, dato che si finirebbe così per ridurre un apprezzabile vantaggio offerto dagli stessi *covenants*, rappresentato dalla duttilità del ricorso ai medesimi a seconda della situazione del finanziato (v., in tal senso, M. DI RIENZO, *Concessione del credito e tutela degli investimenti*, Torino, 2013, p. 49 s.).

(84) Cfr. W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 65; J.R. GRAHAM - C.R. HARVEY, *The Theory*, cit., p. 12, testo e nt. 9, che osservano come la spinta a preservare la flessibilità sia più forte per le imprese che distribuiscono dividendi ed in cui le asimmetrie informative tra *managers* e *shareholders* sono relativamente meno accentuate.

di discrezionalità degli amministratori per effetto di un più attivo intervento del creditore nella gestione sociale (85).

Ed è proprio avendo presente la distanza che separa la posizione dei creditori « forti » da quella dei portatori di titoli di debito tendenzialmente privi di significavi poteri di ingerenza nella gestione che si comprende meglio la tendenza delle imprese con un *rating* elevato a stipulare — nonostante la maggiore facilità di accesso al finanziamento bancario di cui pure astrattamente godono — contratti di finanziamento « ad armi pari » e ad evitare, così, i costi aggiuntivi derivanti dall'assoggettamento ai poteri di monitoraggio e di influenza sulla propria gestione (86).

6. *L'incidenza delle banche finanziatrici sul mercato del controllo societario: i poteri dei creditori « forti » quale « leva*

(85) Questa eventualità risulta problematica anche per le imprese floride, dal momento che la violazione spinge la banca a rivedere le condizioni del prestito e può determinare l'imposizione di oneri informativi aggiuntivi sugli amministratori della società debitrice, che sono chiamati a difendere le proprie previsioni e strategie, sottraendo tempo ed energie alla gestione dell'impresa (cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 146). D'altro canto, la volontà di sottrarsi ad una rinegoziazione delle condizioni del finanziamento bancario da una posizione di svantaggio può spingere la società debitrice a fare ricorso al mercato obbligazionario, aumentando la propria flessibilità e riducendo, nel contempo, i costi di transazione e di monitoraggio (M. BRADLEY - R.M. ROBERTS, *The Structure*, cit., p. 4; W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 65 s.; sulla violazione dei *covenants* e sulle conseguenze che ne discendono, cfr. *infra*, cap. II, § 3).

(86) È utile rimarcare — a conferma che la distinzione di fondo tra il prestito bancario e quello obbligazionario risiede nella maggiore capacità di monitoraggio (e di rinegoziazione delle condizioni del prestito) propria delle banche — come, in caso di scarsi profitti e di una seria probabilità di insolvenza, le banche medesime possono investigare sulla futura redditività dell'impresa debitrice, mentre i portatori di obbligazioni e di strumenti finanziari ad esse assimilati possono al più liquidare il proprio investimento: v., per queste considerazioni, J.D. RAUH - A. SUFI, *Capital Structure and Debt Structure*, cit., p. 13, cfr., inoltre, F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 146; XI LI - I. TUNA - F.P. VASVARIC, *Corporate Governance and Restrictions in Debt Contracts*, July, 2012, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1988272>.

mancante » della corporate governance. — La correlazione precedentemente illustrata fra il merito di credito dell'impresa e la selezione dei mezzi di finanziamento della stessa può arricchirsi di contenuto non appena si rivolga l'attenzione ai meccanismi di *corporate governance*.

Ci si accorge così dell'esistenza di una serie ulteriore di fattori legati al livello di esposizione ai *takeovers*, all'esercizio del potere di *monitoring* da parte del consiglio di amministrazione, alla struttura proprietaria, tutt'altro che privi di influenza sulle decisioni di finanziamento e sulla gestione dell'impresa (87).

Per seguire un ordine del discorso vicino alla non vasta letteratura straniera in argomento, è bene muovere ancora una volta da un'evidenza empirica — sorretta da motivazioni logiche — per cui l'autonomia del *management*, l'indipendenza del comitato per il controllo (*audit committee*), la separazione fra la posizione degli amministratori esecutivi e quella del presidente del consiglio di amministrazione sono associati a migliori *ratings* del credito ed a più bassi tassi di interesse sui prestiti obbligazionari (88). Da qui la già rilevata tendenza

(87) A dimostrazione dell'esistenza di una sorta di rapporto di proporzionalità inversa fra l'inserimento dei *covenants* nei contratti di finanziamento ed i meccanismi di *corporate governance* della società debitrice, soprattutto nei casi di prestiti obbligazionari e sindacati, vi sono evidenze empiriche secondo cui le maggiori dimensioni ed *expertise* del *board*, così come il coinvolgimento di « *activist shareholders* » in contrapposizione alla *governance* dei soci di controllo sono percepiti positivamente dal finanziatore e si accompagnano a minori restrizioni a carico della società debitrice: cfr., in proposito, XI LI - I. TUNA, F.P. VASVARIC, *Corporate Governance*, cit., in specie p. 13 ss.

(88) V., sul punto, M.P. ARENA - J.S. HOWE, *Takeover Exposure and the Choice between Private and Public Debt*, September 2008, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1273077>, p. 4, i quali rilevano peraltro come il medesimo effetto si riscontri a fronte di previsioni statutarie che diminuiscono i poteri dei soci e difendono l'impresa dalle scalate. Per meglio comprendere questa affermazione è il caso di riflettere sul possibile (*rectius*, probabile) conflitto fra gli amministratori della società bersaglio ed i soci della stessa, conseguente al lancio di un'offerta

delle imprese c.d. « *investment grade* » a soddisfare le proprie esigenze di finanziamento a medio e a lungo termine attraverso operazioni di emissione di strumenti finanziari potenzialmente destinati al pubblico degli investitori.

Proseguendo nell'indicato schema argomentativo, conviene aggiungere che la posizione di tali soggetti, tradizionalmente minacciata dal rischio di comportamenti opportunistici degli amministratori, può essere pregiudicata anche dal lancio (e dal susseguente successo) di un'offerta pubblica di acquisto (89). E per avere un'idea della fondatezza di quanto stiamo asserendo basta richiamare l'ipotesi di un aumento della leva finanziaria a seguito dell'offerta, con conseguente riduzione del valore del debito pendente a causa delle accresciute probabilità di dissesto e del mutamento del grado di priorità in caso di fallimento (90).

pubblica diretta ad acquistare il controllo: i primi saranno verosimilmente indotti a contrastare l'offerta destinata a ribaltare la maggioranza in assemblea dall'interesse personale a conservare le proprie funzioni; i secondi sono interessati unicamente alla massimizzazione del proprio investimento azionario: cfr., a proposito della correlazione fra la presenza di clausole statutarie idonee ad accrescere il lassismo degli amministratori (*entrenching provisions*), quali quelle dirette a contrastare il lancio di offerte pubbliche di acquisto ostili (note come *poison pills* e *golden parachutes*), ed una inferiore valutazione dell'impresa, L.A. BEBCHUCK - A. COHEN - A. FERRELL, *What Matters in Corporate Governance?*, in *Review of Financial Studies*, vol. 22, 2009, p. 783 ss.

(89) In termini piuttosto ampi, giova osservare che un'offerta pubblica di acquisto è destinata, in caso di successo, a cambiare profondamente gli indirizzi di politica aziendale e finanziaria, anche nelle operazioni amichevolmente concordate con gli amministratori in carica, dal momento che, senza mutamenti, difficilmente potrebbero realizzarsi le previste sinergie tra la società acquirente e quella acquistata.

(90) Cfr., per un riesame in chiave economica della tematica sopra enunciata, J. FARRE-MENSA, *Why does Takeover Vulnerability Matter to Debtholders?*, March 15, 2010, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1507300>.

Uno specifico approfondimento in questa direzione richiederebbero le operazioni di acquisizione di una società *target* da parte di una società preesistente o di nuova costituzione, mediante fusione con indebitamento, c.d. *Merger Leveraged Buy-Out*, qualora — tenendo conto dei risultati futuri dell'impresa — la società risultante dalla fusione non fosse in grado di adempiere regolarmente alle obbligazioni future: cfr., in luogo di molti, C. CINCOTTI, *Merger leveraged buy-out, soste-*

D'altronde, se si tiene conto del « virtuale » inserimento in tutti i contratti di prestito di una « *material adverse clause* » che consente al finanziatore di rinegoziare e persino di risolvere il contratto in circostanze che riducano la capacità di rimborso del debitore, nonché della frequente classificazione del *takeover* (grazie all'inserimento nei *covenants* di una « *change of control* » *provision*) quale evento che obbliga a rimborsare o rinegoziare il prestito, è facile convincersi che eventuali conseguenze negative derivanti dal cambiamento del controllo possono essere meglio neutralizzate dalle banche, piuttosto che dagli altri finanziatori-investitori (91).

Osservando la situazione da un diverso angolo visuale, giova evidenziare come all'influenza esercitata dalle banche creditrici si affianca la capacità delle stesse di condizionare sistematicamente il mercato del controllo societario, stimolando il lancio di offerte pubbliche di acquisto aventi come *target* le imprese finanziate e trasmettendo informazioni sulle stesse ai potenziali acquirenti. Ne consegue che le banche possono giocare un ruolo cruciale affinché imprese offerenti con un *rating* più elevato acquisiscano il controllo di società *target* dotate di una valutazione del merito di credito peggiore, con una conseguente riduzione del proprio rischio di credito ed un miglioramento della solidità del proprio portafoglio prestiti (92).

nibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento, in *Riv. soc.*, 2001, p. 634 ss.

(91) Tale risultato si deve proprio alla possibilità di dare attuazione agli impegni contrattuali assunti dal debitore nei confronti della banca finanziatrice ed alla capacità della stessa di rinegoziare il prestito in risposta ad azioni pregiudizievoli degli amministratori, quali, in particolare, la dismissione di cespiti aziendali, la restituzione di finanziamenti ai soci o la promozione di *spin-off*: e v., anche per ulteriori riferimenti, M.P. ARENA - J.S. HOWE, *Takeover Exposure*, cit., p. 6.

(92) Cfr., per un'analisi della funzione « disciplinare » delle banche e dell'indebitamento bancario nel mercato del controllo societario, V. IVASHINA - V.B. NAIR - A. SAUNDERS - N. MASSOUD - R.D. STOVER, *Bank Debt and Corporate Governance*, in *Review of Financial Studies*, vol. 22, 2009, p. 41 ss.; reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=1320563>.

Si comprende da questi brevi cenni che la mancata previsione di tecniche difensive nei contratti di prestito ha un'incidenza complessivamente minore sul costo del credito bancario e che le società più esposte ai *takeovers* tendono a preferire quest'ultimo al finanziamento diretto, ovvero alla raccolta di fondi effettuata direttamente sul mercato dei capitali. D'altro canto, poiché tale stato di cose influenza negativamente il *rating*, ne esce confermata sotto un diverso profilo la tesi secondo cui le società « *non-investment grade* » sono comparativamente sbilanciate verso l'indebitamento bancario.

Un altro aspetto da non trascurare nella ricerca di un possibile legame fra il livello di esposizione ai *takeovers* ed il finanziamento dell'impresa è rappresentato dalla sua struttura proprietaria.

Si nota, a questo proposito, che la presenza di investitori istituzionali titolari di quote non insignificanti del capitale sociale rende le società più contendibili e contribuisce a promuovere gestioni imprenditoriali più efficienti (93). Se così è, non sembra azzardato ritenere che l'organo amministrativo, preoccupato di perdere la propria autonomia in caso di offerta pubblica di acquisto (94), possa essere indotto a fare affidamento sul finanziamento bancario od a corrispondere, al-

(93) Per un tentativo di dimostrare le interconnessioni fra norme di mercato e norme relative agli intermediari ed agli investitori professionali nell'attuazione di una gestione imprenditoriale quanto più possibile efficiente, si consenta il rinvio a L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, p. 20, testo e nt. 35.

(94) Merita di essere segnalato che il potenziale conflitto di interessi degli amministratori della società bersaglio ricorre persino nel caso in cui all'origine del premio pagato dall'acquirente per ottenere il controllo della società medesima vi sia il desiderio di creare grandi imperi economici, acquisendo nella sfera di influenza imprese ben condotte e quindi, nella prospettiva di lettura sopra accolta, caratterizzate da una positiva valutazione del proprio merito di credito: anche in questa evenienza, infatti, il *management* della società acquistata è esposto al rischio di perdere la propria indipendenza, pur se viene mantenuto in carica e anzi potenziato con robusti investimenti finanziari.

trimenti, un'elevata remunerazione ai portatori di obbligazioni e di altri strumenti finanziari (95).

L'accoglimento di una simile impostazione di vertice non deve far dimenticare, tuttavia, che anche nei sistemi a proprietà azionaria diffusa possono manifestarsi seri problemi di agenzia (96), tali da condurre il *management* a sottrarsi ai poteri di *monitoring* della banca finanziatrice, al solo scopo di mantenere intatti i propri benefici personali (97).

Le considerazioni appena svolte appaiono significative della funzione di *governance* dell'indebitamento bancario, accanto o in alternativa a quella (del resto assai controversa) dei *takeovers* (98).

7. *Competenze e doveri degli amministratori in materia di corporate finance.* — Constatata la difficoltà di fornire una spiegazione univoca e del tutto appagante della scelta di finanziare l'impresa mediante l'indebitamento piuttosto che mediante i mezzi propri, anche per l'incidenza di una serie di

(95) M.P. ARENA - J.S. HOWE, *Takeover Exposure*, cit., p. 7, p. 26.

(96) E v., per questa considerazione, P. MONTALENTI, *Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 804; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1096, nt. 46, a conferma dell'impossibilità di affermare aprioristicamente la superiorità dei modelli a proprietà azionaria diffusa rispetto ai sistemi a proprietà concentrata e dell'utilità di indagare invece analiticamente su « pregi e difetti » degli uni e degli altri; cfr., pure, V. CALANDRA BUONAURA, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, ne *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zamarone*, diretto da P. Benazzo - M. Cera - S. Patriarca, Torino, 2011, p. 671.

(97) M.P. ARENA - J.S. HOWE, *Takeover Exposure*, cit., p. 8.

(98) Per la constatazione che i poteri attribuiti ai creditori professionali soprattutto attraverso i *covenants* tendono ad eguagliare (se non a superare) l'importanza delle offerte pubbliche di acquisto ostili nel minimizzare i costi della separazione fra proprietà e controllo e nel disciplinare condotte manageriali scarse o inefficienti, cfr. D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Private Debt*, cit., p. 1224 ss., dove anche l'indicazione dell'opportunità di inserire questa « leva mancante » della *corporate governance* in una moderna visione del diritto societario.

fattori non sempre adeguatamente considerati nell'elaborazione dei modelli teorici sulla struttura del capitale, occorre ora soffermarsi sul ruolo degli amministratori nella definizione delle strategie di finanziamento e, più in particolare, nella fissazione del rapporto di *leverage* fra debito e capitale (99).

Sarà appena il caso di precisare che ad indirizzare il discorso in questa direzione è la considerazione che le decisioni in materia di indebitamento, diversamente da quelle riconducibili alla zona del finanziamento mediante il capitale proprio, rientrano di regola nella competenza dell'organo gestorio (100).

Un'indicazione in tale senso può trarsi, del resto, con specifico riferimento al nostro sistema, dall'attribuzione in capo agli amministratori di tutta una serie di decisioni riguardanti la definizione (o la modifica) della struttura finanziaria della società. Meritano di essere ricordati, in particolare, le competenze in materia di emissione di obbligazioni, di costituzione di patrimoni destinati e di stipulazione di finanziamenti destinati ad uno specifico affare, nonché l'ampliamento dei poteri attribuibili all'organo gestorio in tema di aumento del capitale sociale (101).

(99) È bene non dimenticare che, per effetto dell'innovazione finanziaria e dell'ampliamento anche a livello legislativo delle fonti di finanziamento dell'impresa, come è accaduto in Italia con la riforma del 2003, gli amministratori (e, nelle imprese con una struttura proprietaria concentrata, il gruppo di controllo) dispongono di una vasta gamma di strumenti di capitale di rischio, oltre che di debito, da utilizzare « consapevolmente » nella costruzione di una situazione finanziaria equilibrata della società (U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1096 s.).

(100) V., per tutti, L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 20, che sottolineano anche la necessità di ponderare attentamente la selezione delle forme di indebitamento data la grande varietà delle stesse.

(101) La considerazione dei poteri tradizionalmente spettanti agli amministratori e di quelli loro riconosciuti dalla riforma del 2003 convince che sono costoro ad assumere la quasi totalità delle decisioni in merito alla struttura finanziaria.

Sebbene non sia espressamente codificato, nel nostro come in altri ordinamenti, un principio in forza del quale la definizione ed il mantenimento di una struttura finanziaria non manifestamente squilibrata costituiscono l'oggetto di un preciso dovere dell'organo amministrativo (102), esistono indizi tali da far ritenere che alcune decisioni debbano essere prese sulla base di una valutazione della situazione sociale condotta alla luce di elementi ulteriori rispetto a quelli del capitale e del patrimonio netto, tradizionalmente assunti — nei sistemi c.d. *creditor oriented* — come termini di riferimento a livello legislativo.

ria. D'altro canto, la dislocazione di competenze in capo all'organo amministrativo corrisponde alla molteplicità di posizioni finanziarie e partecipative presenti all'interno della società, che non sono rappresentate nell'assemblea ordinaria, nonché alla minore centralità del capitale sociale sia sotto il profilo della tutela dei creditori, sia sotto il profilo dell'organizzazione sociale. Inoltre, la concentrazione nell'organo responsabile della gestione della maggior parte delle competenze incidenti sulla stessa *governance* dell'impresa consente di superare i problemi dovuti altrimenti all'attribuzione ad organi sociali diversi di competenze concorrenti e non coordinate relativamente alla costruzione della struttura finanziaria della società: e v., in questo ordine di idee, A. LOLLI, *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance delle S.p.A.*, Milano, 2009, p. 132 ss., che ravvisa, conclusivamente, come si sia addivenuti alla sostituzione della dialettica fra maggioranza e minoranza interna all'assemblea con quella (di stampo statunitense) tra organo assembleare e consiglio di amministrazione, quale portatore, quest'ultimo, di interessi più ampi rispetto a quelli dei soci.

L'esigenza di tutelare un interesse « esterno » alla società stessa, coincidente — nel caso dell'emissione di obbligazioni — con quello dei terzi sottoscrittori alla stabilità dell'operazione, giustifica, peraltro, la previsione ad opera del secondo comma dell'art. 2410 della verbalizzazione notarile nonché del deposito e della iscrizione della delibera di emissione a norma dell'art. 2436, contribuendo a delineare uno « statuto » delle decisioni qualificabili come « intermedie » fra quelle di mera « gestione dell'impresa » e quelle « strutturali » adottate su delega dell'assemblea (artt. 2420-ter e 2443) o in virtù di una clausola predisposta ai sensi dell'art. 2365, comma 2 (L. PISANI, *Le obbligazioni*, ne *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum* Gian Franco Campobasso, cit., vol. 1, p. 771 s.).

(102) Come auspicato, invece, da M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo*, cit., p. 163.

Per un corretto ordine espositivo conviene chiarire che, pur volendosi privilegiare un'impostazione "per principi", non si potrà fare a meno di richiamare talune fattispecie direttamente regolate nel diritto societario italiano, utili a confermare l'accresciuta rilevanza della dimensione finanziaria in ambito nazionale e comunitario, sulla scia di sistemi caratterizzati da mercati finanziari più evoluti.

Accanto alla fissazione *ex ante* di un limite quantitativo rispetto ad una particolare forma di indebitamento come quello obbligazionario (103), va dato risalto al dovere degli amministratori di verificare l'adeguatezza della situazione finanziaria della società, vale a dire la sussistenza di un equilibrio anche prospettico tra i flussi di cassa in entrata e in uscita (104).

(103) Si è da più parti rilevato come la scelta del legislatore italiano, in sede di riforma, di ridurre significativamente i limiti di emissione (individuati nel doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili) e, nel caso delle società quotate, di rimuoverli del tutto, non faccia che rafforzare l'opinione — già espressa nel vigore della disciplina precedente — secondo cui la fissazione di un tetto massimo non persegue una finalità di tutela degli obbligazionisti (A. BARTALENA, *Le nuove obbligazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, p. 552). Si tratta, piuttosto, di un principio di equilibrio che si giustifica in considerazione delle peculiarità del prestito obbligazionario in quanto forma di finanziamento a medio termine, contraddistinta sul piano strutturale dal frazionamento aprioristico dell'operazione in unità uguali e fungibili destinate alla diffusione fra una pluralità indifferenziata di investitori (P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, cit., p. 694 s.; ID., *Il limite alla emissione di obbligazioni*, cit., p. 253). Quel che si vuole evitare è che azionisti di controllo, i quali abbiano soddisfatto una piccola parte delle esigenze finanziarie dell'impresa rispetto alla ricchezza apportata dai sottoscrittori di mezzi finanziari, possano gestire la società senza correre un rischio d'impresa corrispondente al potere: e v., in tal senso, M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 531 s., il quale non manca di evidenziare come la soluzione regolatoria seguita per le obbligazioni emesse da società quotate risulti eccentrica rispetto all'obiettivo di correlazione potere-rischio che pure il legislatore ha voluto salvaguardare all'art. 2351 c.c. con riguardo al rapporto fra categorie di azioni.

(104) La previsione del dovere di accertare la situazione finanziaria della società in una serie di ipotesi determinate (su cui *infra*, nt. 107) dimostra indirettamente l'impossibilità di applicare in via analogica il limite puntuale stabilito dal-

In effetti, la situazione finanziaria della società sembra aver assunto una rilevanza tale da porsi quale strumento di gestione delle risorse sociali e, segnatamente, come limite ai poteri degli amministratori, destinato a scattare in presenza di uno squilibrio suscettibile di compromettere la capacità della società di proseguire la propria attività, ovvero di provocare un possibile danno alla stessa ed ai suoi creditori (105).

Si comprende, allora, la proposta di leggere le norme riguardanti le valutazioni prospettiche richieste agli amministratori dalla disciplina del bilancio di matrice comunitaria (106),

l'art. 2412, comma 1, c.c. (non diversamente dal rapporto « ideale » fra mezzi propri ed indebitamento della cooperativa fissato dall'art. 2545-*quinquies* c.c.) fuori dei confini della fattispecie del prestito obbligazionario e, in particolare, di utilizzarlo come parametro per la verifica in concreto della natura fisiologica o meno del rapporto fra mezzi propri ed indebitamento (C. CINCOTTI, *Merger leveraged buy-out*, cit., p. 635). La tesi può essere rafforzata dalla notazione della sostanziale inadeguatezza della soglia di cui al succitato art. 2412 a garantire l'equilibrio economico-finanziario dell'impresa a tutela dei creditori e dei terzi, dal momento che non si fa riferimento a tutte (e solo) le poste del netto liberamente disponibili, né a tutte (e solo) le poste del netto vincolate, e neppure a tutti i « mezzi propri » della società in senso aziendalistico-contabile (A. LOLLI, *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance*, cit., p. 58; sull'importanza di tener conto dei « mezzi propri » per assicurare un rapporto equilibrato fra *debt* ed *equity*, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo*, cit., p. 158 s.).

(105) Posto che una specifica pianificazione finanziaria è espressamente richiesta quando l'operazione sia particolarmente complessa o gravosa per la società, la necessità di una ricognizione della situazione finanziaria su cui l'operazione stessa va ad incidere appare destinata ad accrescersi nel corso della gestione, qualora la situazione medesima diventi critica: cfr., al riguardo, A. LOLLI, *Situazione finanziaria e responsabilità*, cit., p. 137; v., anche, *infra*, in questo capitolo, § 8.

(106) Basti pensare ai giudizi prognostici richiesti agli amministratori ai fini dell'applicazione del principio di valutazione delle voci di bilancio secondo la prospettiva della continuazione dell'attività (*going concern*) di cui all'art. 31(1)(a) della quarta direttiva, ribadito dal principio IAS 1, nonché al contenuto della relazione sulla gestione delineato dall'art. 46 della medesima direttiva, con riferimento all'informazione da fornire in ordine sia all'evoluzione prevedibile della gestione sia, più specificamente ed in seguito alla direttiva 2003/51/CE, alla descrizione dei « principali rischi ed incertezze cui la società è sottoposta ».

Con riferimento al nostro ordinamento vanno menzionate le indicazioni ri-

in combinazione con la diffusa predisposizione ad opera degli stessi amministratori di piani finanziari (107), quali norme di

chieste nella relazione sulla gestione circa l'evoluzione prevedibile della gestione, nonché, in relazione all'uso di strumenti finanziari e se rilevanti ai fini dei dati di bilancio, sugli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario e sull'esposizione al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità ed al rischio di variazione dei flussi finanziari (art. 2428, comma 3, n. 6 e 6-bis, c.c.); ed ancora, più in generale, alla descrizione dei « principali rischi ed incertezze cui la società è esposta », richiesta dall'art. 2428, commi 1 e 2, come modificati dal d.lgs. 2 febbraio 2007, n. 32 (cfr. P. BALZARINI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, *Obbligazioni. Bilancio*, Milano, 2007, sub artt. 2428-2429, p. 607 ss.; A. LOLLI, *Situazione finanziaria*, cit., p. 96 ss.; S. FORTUNATO, *Il controllo dei rischi: informativa di mercato e revisione contabile*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 1109 ss.). Una crescente attenzione per i dati attinenti alla redditività futura della società è a fondamento, inoltre, delle modalità di formazione del capitale sociale, a seguito delle innovazioni introdotte dalla direttiva 2006/68/CE sotto il profilo dei criteri di valutazione dei conferimenti, specialmente quando sia consentito il conferimento di beni in natura secondo il *fair value*: sulla disciplina in questione introdotta nel nostro ordinamento dal nuovo art. 2343-ter, comma 2 c.c., cfr., fra gli altri, G.B. PORTALE, *Le nuove norme sui conferimenti in natura nelle s.p.a.: dal « riavvicinamento » alla « disarmonizzazione » dei diritti nazionali*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 11 ss.; G. STRAMPPELLI, *I regimi alternativi di stima dei conferimenti in natura in società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, II, p. 211 ss.; N. ABRIANI, *Il nuovo regime dei conferimenti in natura senza relazione di stima*, in *Riv. notar.*, 2009, p. 295 ss.; G. FERRI jr., *La nuova disciplina dei conferimenti in natura in società per azioni: considerazioni generali*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 253 ss.; M. NOTARI, *Il regime alternativo dei conferimenti in natura in società per azioni*, *ivi*, 2009, p. 54 ss.

(107) Va ricordato, al riguardo, l'accertamento della sostenibilità finanziaria richiesto agli amministratori in occasione di alcune operazioni di carattere straordinario, come avviene nel caso della liquidazione della quota del socio recedente (art. 2437-ter, comma 2, c.c.); nella fusione a seguito di indebitamento, là dove la relazione degli amministratori deve contenere un piano economico e finanziario destinato ad attestare l'idoneità dei flussi di cassa preventivati a ripagare il debito assunto per l'acquisizione del controllo (art. 2501-bis c.c.); nella delibera di costituzione di patrimoni destinati [art. 2447-ter, comma 1, lett. c), c.c.] e nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare [art. 2447-decies, comma 2, lett. b), c.c.], recanti un piano indicante, rispettivamente, la valutazione di congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare e la parte coperta del finanziamento e quella a carico della società; nella determinazione del rapporto di cambio nella fusione da effettuarsi utilizzando il parametro della redditività futura (cfr. art. 2501-quinquies c.c.); nella relazione da predisporre qualora la società conceda pre-

carattere imperativo, che da un lato impongono a costoro il diligente accertamento dell'intera situazione finanziaria della società, dall'altro, orientano a ritenere che essi debbano assumere le proprie decisioni sulla base degli elementi desumibili dal quadro finanziario e dai documenti previsionali in maniera sistematica — anche oltre i casi in cui tale obbligo sia espressamente previsto (108) — e con un grado di attenzione e di analiticità crescente a mano a mano che l'esposizione finanziaria o le esigenze gestionali aumentino.

In questo ordine di idee, si può giungere ad ipotizzare una responsabilità degli amministratori per le decisioni gestorie che, in quanto suscettibili di generare o aggravare lo squi-

stiti o garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, dalla quale devono risultare, fra l'altro, i rischi che l'operazione comporta « per la liquidità e la solvibilità della società » (art. 2358 c.c., sostituito dal d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142). Ed una valutazione previsionale effettuata dagli amministratori ai fini della distribuzione di utili, ma sulla base di dati contabili redatti secondo i canoni del bilancio di esercizio, è rappresentata dalla distribuzione di acconti dividendo, la quale è condizionata alla previsione dell'esistenza di utili anche alla fine dell'esercizio alla luce della prevedibile evoluzione della situazione patrimoniale ed economica della società (art. 2433-*bis*, comma 5, c.c.). Infine, una valutazione prospettica è da ritenere richiesta agli amministratori anche ai fini del rimborso dei finanziamenti dei soci ai sensi dell'art. 2467 c.c., concernente la capacità della società di far fronte regolarmente al pagamento dei propri debiti nei confronti dei creditori non postergati, sempre che lo stesso non si ritenga del tutto precluso sino all'integrale soddisfacimento di questi ultimi, secondo una soluzione coincidente con quella seguita in Germania con il *MoMiG*, dove il rimborso in parola è stato espunto dal novero delle operazioni comportanti in linea di principio la violazione del divieto di restituzione anticipata del capitale sociale (§ 30, *Abs. 1, Satz 3, GmbHG*): cfr., in proposito, N. ABRIANI, *Finanziamenti « anomali » dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, ne *Il diritto delle società oggi*, cit., p. 337 ss.

(108) Si ritiene, così, che anche nell'ipotesi di accensione del prestito obbligazionario sarà necessario accertare non soltanto il rispetto dei requisiti di patrimonializzazione fissati dal legislatore, ma anche la capacità della società di sostenere l'indebitamento salvaguardando il proprio equilibrio finanziario, grazie alla previsione che i flussi in entrata la mettano in condizione di rimborsare il prestito nei tempi concordati (A. LOLLI, *Situazione finanziaria*, cit., 135 s.).

librio finanziario della società, possano compromettere la prospettiva della continuità aziendale (109).

Il tema si presenta strettamente connesso con la riflessione sull'impiego nella legislazione societaria europea di *solvency tests*, intesi a valutare la capacità della società di far fronte non solo alle obbligazioni attuali, ma anche a quelle future (110), secondo l'approccio complessivamente seguito negli Stati Uniti ed in altri paesi anglosassoni.

(109) Benché il tema meriti di essere ripreso più avanti, appare plausibile che gli amministratori siano chiamati a rispondere per fatto commissivo nel caso in cui non abbiano redatto il piano finanziario correttamente, nel rispetto dei parametri aziendalistici, oppure abbiano indicato come disponibili risorse finanziarie che, tenuto conto dell'esposizione finanziaria o dell'attività di gestione nel suo complesso, difficilmente lo saranno. Ma un peso ancora maggiore sotto il profilo della responsabilità dell'organo amministrativo riveste l'assunzione di determinate decisioni in modo manifestamente squilibrato rispetto alle condizioni finanziarie della società, in assenza di risorse che ne assicurino la sostenibilità. Avendo presente, poi, il non facile coordinamento tra i compiti degli amministratori e quelli dell'assemblea, nonché la possibile distonia fra le risorse qualificabili come disponibili secondo i criteri di bilancio e quelle che appaiono come tali sotto il profilo finanziario, è ipotizzabile un dovere degli amministratori di proporre all'assemblea in sede di approvazione del bilancio — alla luce degli impegni già assunti a livello gestionale e ricompresi solo fra i conti d'ordine (si pensi a contratti già sottoscritti ma non ancora eseguiti da entrambe le parti, a derivati, a garanzie rilasciate dalla società per impegni di terzi) — l'accantonamento a riserva delle risorse necessarie a far fronte a tali impegni. Più in generale, nei casi in cui date decisioni suscettibili di avere un impatto significativo sulla struttura finanziaria della società rientrano nella residua sfera di competenza dell'organo assembleare (come avviene per le delibere di riduzione e di aumento del capitale sociale, di distribuzione degli utili, di fusione e scissione), può radicarsi una responsabilità degli amministratori concorrente e per fatto omissivo laddove costoro non abbiano assunto le iniziative necessarie per fronteggiare decisioni illegittime o pericolose per la società (A. LOLLI, *Situazione finanziaria*, cit., p. 126 ss.): in particolare, non abbiano convocato tempestivamente un'assemblea mettendo all'ordine del giorno lo squilibrio del *leverage ratio* ed i provvedimenti conseguenti (cfr., in questi termini, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo*, cit., p. 163 s.).

(110) Preme segnalare che, nell'ambito della legislazione societaria europea più recente, *liquidity tests* sono stati predisposti dal legislatore inglese nelle *private limited companies* per le operazioni di riduzione del capitale (*sec. 643 Companies Act 2006*) e di *share repurchase* (*sec. 714 Companies Act 2006*), attraverso la redazione di un *solvency statement*, analogamente a quanto accadeva in passato per le

Non sembra superfluo ribadire, però, che ciò che interessa ai fini del nostro discorso non è tanto verificare se i doveri previsionali degli amministratori possano rappresentare misure alternative o preliminari alla futura soppressione del capitale sociale (111) o condurre — laddove si combinino con

operazioni di assistenza finanziaria (*sec. 155 Companies Act 1985*), ora interamente liberalizzate per tale tipo di società (cfr. E. FERRAN, *Principles of Corporate Finance*, cit., p. 197 ss.; J. PAYNE, *Legal Capital in the UK*, cit., p. 145 ss.; D. KERSHAW, *Company Law in Context. Text and Materials*, Oxford, 2009, p. 790 ss.). Sviluppi analoghi possono ravvisarsi nella legislazione tedesca in seguito all'introduzione dello *Zahlungsverbot* ad opera del MoMiG (§ 64, Satz 3, GmbHG, e § 92, Abs. 2, Satz 3, AktG), con il quale si vieta agli amministratori, anche precedentemente al verificarsi dell'insolvenza e dunque con l'obiettivo di prevenirla, il pagamento di dividendi e ogni altra operazione comportante la distribuzione del patrimonio sociale ai soci che possa aver provocato l'incapacità della società di adempiere alle proprie obbligazioni, salvo la non prevedibilità di tale effetto alla stregua della diligenza richiesta all'*ordentlichen Geschäftsmann*. Si è in presenza, dunque, di un *solvency test* che si aggiunge, senza sostituirli, ai meccanismi di tutela connessi al *balance sheet test* — vale a dire, ai vincoli imperniati sul bilancio di esercizio e facenti leva sul divieto di restituzione del patrimonio attivo posto a copertura del capitale sociale — ed è destinato a colpire — sul piano della responsabilità degli amministratori in funzione integrativa dei tradizionali rimedi restitutori — quelle ulteriori distribuzioni del patrimonio che, senza intaccare il capitale sociale, compromettano la liquidità della società (sul tema, cfr., all'interno di una vasta letteratura, B. PELLENS - T. KEMPER - A. SCHMIDT, *Geplante Reformen im Recht der GmbH: Konsequenzen für den Gläubigerschutz*, in ZGR, 2008, p. 426; A. SCHALL, *Kapitalgesellschaftsrechtlicher Gläubigerschutz. Grund und Grenzen der Haftungsbeschränkung nach Kapitaldebatte, MoMiG und Trihotel*, Köln, 2009, p. 184 ss.; cfr., nella letteratura italiana, M. MIOLA, *La tutela dei creditori*, cit., p. 282 ss., dove ulteriori rif.).

(111) La previsione di obblighi a carico degli amministratori assimilabili a *solvency tests* era indicata, se pure in chiave prospettica, già nel *Report of the High Level Group of Company Law on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* del 4 novembre 2002, dove si proponeva di concedere agli Stati membri — in un momento successivo rispetto agli obiettivi di semplificazione della disciplina del capitale sociale contenuta nella seconda direttiva, poi attuati con la direttiva 2006/68/CE — la possibilità di optare per un regime di protezione dei creditori sociali alternativo al capitale sociale, imperniato su un *solvency test*, articolato a sua volta in un *balance sheet test* (o *net asset test*) e in un *liquidity test* (o *current assets/current liability test*): cap. IV, § 4, lett. a), p. 87 ss.; v. anche COMMISSIONE UE, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union-A Plan to Move Forward*, COM (2003)284, Bruxelles, 21

un *capital adequacy test* idoneo a definire l'ambito delle distribuzioni del patrimonio sociale ai soci — a risultati analoghi a quelli ottenuti mediante i *financial covenants* negli ordinamenti che non accolgono il capitale sociale (112), quanto domandarsi se da essi sia possibile risalire all'esistenza di un più

maggio 2003, § 3.2, p. 17. Non è forse inutile ricordare, peraltro, le critiche cui è stato sottoposto il *balance sheet test* — in quanto strumento rivolto ad accertare, sulla base della situazione patrimoniale della società risultante dal bilancio di esercizio, un « netto » quale condizione per procedere a distribuzioni ai soci — perché ritenuto un fattore di complessità e di incremento dei costi di *compliance* gravanti sulla società, soggetto ad arbitraggio normativo e privo di razionalità. In contrapposizione a ciò, si proponeva di accentuare il ruolo del *liquidity test*, il cui nucleo è costituito, per l'appunto, dalle valutazioni previsionali degli amministratori sul futuro andamento della società e sulla sua redditività, con il risultato di rendere ammissibili distribuzioni ai soci, tanto sotto forma di dividendi, quanto attraverso altre operazioni a ciò direttamente o indirettamente indirizzate, fintantoché le proiezioni future del *cash flow* facciano ritenere che la società sia in grado di soddisfare le obbligazioni assunte, a mano a mano che vengono a scadenza [cfr. J. RICKFORD (Ed.), *Reforming Capital. Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in EBOR, 2004, p. 919 ss.; ID., *Legal Approach to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, ivi, 2006, p. 135 ss., spec. p. 165 ss.; cfr., inoltre, B. PELLENS - T. SELHORN, *Zukunft des bilanziellen Kapitalschutzes*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin, 2006, p. 461 ss., secondo cui l'adozione di un *liquidity test* consentirebbe di risolvere in radice il problema della compatibilità del principio di conservazione del capitale sociale con le summenzionate modifiche apportate alla disciplina dei bilanci dalla quarta direttiva]. E tuttavia, l'evoluzione in atto, pur potendo determinare un ridimensionamento della funzione di garanzia del capitale sociale, non ne giustifica il superamento: cfr., per tutti, G.B. PORTALE, *Rileggendo la ristampa di un libro sul capitale sociale e la responsabilità interna nelle società di persone: il capitale sociale oggi*, in *Riv. dir. impr.*, 2010, p. 201 ss.

(112) Come si vedrà più avanti, i *financial covenants* mirano a garantire il mantenimento della solvibilità della società e ad evitare l'eccessivo indebitamento della stessa: essi riflettono il convincimento che la società sarà in grado di pagare i propri debiti a mano a mano che giungono a scadenza (*cash flow solvency*) grazie al fatto che le proprie attività eccedono le passività (il c.d. *working capital covenant*) e che essa risulta solvente anche sotto il profilo dei dati di bilancio perché il patrimonio netto supera un determinato ammontare (*net worth tangible covenants*). Ciò non toglie che i *covenants* intesi a limitare le distribuzioni a titolo di utili siano meno diffusi nei contratti di finanziamento stipulati in Europa rispetto a quelli conclusi negli Stati Uniti, in quanto trovano una sorta di « surrogato » nei vincoli scaturenti dall'art. 15 della seconda Direttiva: e v., sul punto, E. FERRAN, *Principles of Corporate Finance*, cit., p. 331 ss.

ampio dovere — coessenziale all'esercizio dei poteri gestori — di predisporre un costante monitoraggio dei rischi corsi dalla società, evitando che essi gravino sui creditori accrescendone il rischio di credito, e di attuare conseguentemente comportamenti prudentziali e conservativi specie in presenza di sintomi di difficoltà, anche prima del determinarsi di uno stato di insolvenza.

8. (Segue): *prospettive di continuità aziendale e principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale. L'attenzione agli interessi dei creditori in prossimità dello stato di insolvenza della società.* — L'interrogativo posto in chiusura del paragrafo precedente coinvolge il tema, di vasto respiro sistematico, del rapporto fra la posizione rivestita dai soci e dai creditori nelle varie fasi della vita della società.

A parte ogni ulteriore successivo approfondimento, è utile dar conto, sia pure brevemente ed in modo forse assiomatico, delle riflessioni sviluppate nel decennio appena trascorso dalla giurisprudenza teorica e pratica in merito all'opportunità di cercare forme di contemperamento fra i contrapposti interessi dei soci e dei creditori idonee a privilegiare i primi fintantoché la società sia *in bonis*, ma a tener conto, nel contempo, della posizione dei secondi e del loro bisogno di protezione in prossimità dello stato di insolvenza della stessa.

Sebbene l'obiettivo che ci si prefigge sia soltanto quello di mettere a fuoco alcune questioni utili per inquadrare il tema dell'operatività e dei limiti della tutela contrattuale dei creditori e delle sue ripercussioni sulla gestione delle società debitorie, vale la pena di sottolineare come — a fronte dell'affermazione del c.d. « *shareholder primacy principle* » quale portato della già ricordata visione contrattualistica dell'impresa societaria (113) — si è ormai preso atto della necessità di

(113) V. *supra*, nt. 2; cfr., a favore dell'adozione di una nozione di *sharehol-*

estendere l'angolo di osservazione a situazioni nelle quali gli interessi degli stessi creditori richiedono maggiore considerazione.

Rinviando, dunque, al prosieguo dell'indagine l'analisi dei problemi specifici che si pongono in materia, mette conto ricordare come all'approssimarsi dello stato di insolvenza, il conflitto fra l'interesse dei soci (e della società stessa) alla massimizzazione del profitto, e quello dei creditori alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, si presenta più acuto. L'affermazione si comprende agevolmente sol che si rifletta sull'esistenza — già segnalata in apertura di questo capitolo — di forti incentivi per chi controlla ed indirizza l'attività sociale ad intraprendere iniziative eccessivamente rischiose in un momento in cui il patrimonio netto si è ridotto ad esigui livelli e, in conseguenza di ciò, l'iniziale investimento di capitale di rischio risulta quasi o tutto perduto (114).

Discende da tale stato di fatto l'imposizione — quasi come una « costante », di là dalle diverse soluzioni regolatorie adottate in ciascuna esperienza giuridica nazionale — di

der value « illuminata » (*enlightened*) dalla rilevanza degli interessi coinvolti nell'esercizio dell'impresa, sulla spinta della *sec. 172 del Companies Act 2006*, V. HARPER HO, "Enlightened Shareholder Value": Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide, in *Journal of Corporation Law*, vol. 36, 2010, p. 59 ss.; A. KEAY, *The Global Financial Crisis: Risk, Shareholder Pressure and Short-termism in Financial Institutions. Does Enlightened Shareholder Value Offer a Panacea?*, May 20, 2011, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1839305>; nonché, nella nostra letteratura, P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*. Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 2010, p. 81 ss.

(114) Cfr., a proposito dei « *perverse incentives* » che sorgono in tali situazioni, sì da giustificare l'imposizione di una responsabilità degli amministratori a tutela degli interessi dei creditori, P. DAVIES, *Legal Capital in Private Companies in Great Britain*, in *AG*, vol. 43, 1998, p. 349; ID., *Director's Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decision Taken in the Vicinity of Insolvency*, in *EBOR*, 2006, p. 306; W. SCHÖN, *Balance Sheet Test or Solvency Tests - or Both?*, *ivi*, p. 182 s.; D. PRENTICE, *Creditors' Interests and Directors' Duties*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, vol. 10, 1990, p. 265.

un mutamento di indirizzo dell'attività di impresa, la cui gestione non può svolgersi in contrasto con gli interessi dei creditori (115).

Lasciando in disparte i profili applicativi anche di diritto fallimentare, occorre misurarsi, per ora, con il tentativo di ricostruire il fondamento logico e sistematico del dovere degli amministratori di salvaguardare la capacità della società di adempiere le proprie obbligazioni, al fine di verificare se esso, pur acquistando maggiore rilevanza in prossimità dello stato di insolvenza, sia connaturato all'effettivo esercizio dei poteri gestori.

Il tema è stato impostato dalla dottrina anglosassone attraverso il riferimento al principio di *fairness* chiamato ad operare — in una tensione dialettica con quello di efficienza tradizionalmente invocato nella letteratura giuseconomica per giustificare le scelte regolatorie (116) — al fine di impedire quei trasferimenti di ricchezza dai creditori ai soci attuati di-

(115) Una ricognizione delle diverse soluzioni accolte in ambito europeo è in S. KALSS - N. ADENSAMER - J. OELKERS, *Die Rechtspflichten der Geschäftsleiter in der Krise der Gesellschaft sowie damit verbundene Rechtsfolgen in Rechtsvergleich*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft*, cit., p. 134 ss.; nonché in L. STANGHELLINI, *Directors' Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A Reassessment of the "Recapitalize or Liquidate Rule"*, ne *Il diritto delle società oggi*, cit., p. 733 ss.; per un'ampia trattazione del tema nella letteratura giuridica italiana, cfr. F. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 1027 ss., il quale dimostra che un principio di responsabilità degli organi gestori in prossimità dell'insolvenza può essere rinvenuto attraverso un'interpretazione estensiva dell'impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale ed una valorizzazione del dovere degli amministratori di accertare tempestivamente il verificarsi di una causa di scioglimento e di continuare l'attività al solo scopo di conservare l'integrità del patrimonio sociale.

(116) Non è inutile precisare che il modello di efficienza su cui normalmente si basano i fautori della *law and economics* è quello di Kaldor e Hicks, secondo cui un sistema è efficiente quando il benessere aggregato dello stesso eccede i costi nella misura in cui i « vincitori » possano compensare i « perdenti », a prescindere dal fatto che ciò accada o meno. Esso si differenzia dal modello di Pareto basato sulle preferenze individuali, pur rappresentandone una derivazione: sul tema, cfr., in generale, R. COOTER - T. ULEN, *Law and Economics*³, Massachussets, 2000, p. 12; E. ZAMIR - B. MEDINA, *Law, Economics and Morality*, Oxford, 2010, p. 13 ss.

rettamente o indirettamente mediante distribuzioni del patrimonio sociale o l'assunzione di rischi eccessivi (117).

Nonostante il carattere per definizione vago e sfuggente del parametro in parola, va tuttavia riconosciuto che l'imposizione in capo agli amministratori del dovere di tenere comportamenti prudenti quando la società è in una situazione di difficoltà economica, anziché risolversi automaticamente nella preferenza per condotte « avverse al rischio » e nel sorgere di una responsabilità gestoria in caso di esiti sfavorevoli, richiede che le decisioni inerenti alla gestione siano assunte in modo informato e in una prospettiva di lungo periodo, con conseguenti benefici anche per i creditori (118).

(117) Muovendo dall'assunto che l'equità (*fairness*), diversamente dall'efficienza, non è insensibile alle istanze di distribuzione del benessere e può offrire un sostegno alla posizione dei soggetti più vulnerabili, nonché venire incontro alle ragionevoli e legittime aspettative di ciascuno, si afferma l'esigenza di assicurare una posizione di parità ai creditori « deboli » in quanto sforniti — come si è detto — delle informazioni, della competenza e del potere contrattuale necessari per proteggersi adeguatamente o per chiedere una remunerazione per la concessione del credito commisurata al rischio assunto. Similmente è a dirsi per i creditori chiamati ad estendere il credito, i quali non ricevono informazioni dalla società o non hanno modo di verificarle e, soprattutto, sono privi di poteri di influenza sul *management*, a fronte della possibilità per gli amministratori di modificare il rapporto di *leverage* rendendo le condizioni del finanziamento incapaci di riflettere il rischio di credito attuale. In presenza, poi, di una situazione di scarsità di risorse, come quelle che si verifica quando la società è vicina o già in uno stato di insolvenza, si chiede di tutelare i creditori, divenuti ormai « *residual claimants* » a causa dell'aumento dell'indebitamento e dell'assottigliarsi dell'*equity*, mediante l'imposizione di rimedi *ex post* quale è il giudizio di responsabilità nei confronti degli amministratori (A. KEAY, *Directors' Duties*, cit., p. 679; cfr., inoltre, A. KEAY - H. ZAHNG, *Incomplete Contracts*, cit., p. 29 ss., dove la proposta, sullo sfondo della considerazione dell'opportunismo degli amministratori oltre che di quello dei soci, di imporre in capo ai primi un dovere fiduciario « contingente » di contemperare l'interesse dei soci stessi e quello dei creditori ogni qualvolta si verifica un conflitto fra questi due gruppi — quindi anche prima del determinarsi dell'insolvenza —, con il risultato di definire così il momento in cui tale dovere sorge e di predisporre una protezione supplementare, ma non esclusiva, rispetto a quelle ottenute *ex ante* dai creditori).

(118) Alla base di tali rilievi vi è l'idea che esista una correlazione fra il

Sono evidenti, sotto questo profilo, i punti di contatto con il principio di corretta gestione quale clausola generale di comportamento degli amministratori e con quello, correlato al primo, di adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili.

Fermando, dunque, l'attenzione sul nostro ordinamento, mentre deve rilevarsi la mancanza di una norma che espressamente preveda l'obbligo per chiunque gestisca un'impresa di attenersi a criteri di correttezza imprenditoriale, non si può al tempo stesso ignorare la presenza di talune disposizioni, che, postulando questo precetto, attestano come esso discenda dal sistema ed abbia, a ben vedere, una portata generale.

Va menzionata, a questo proposito, la norma dell'art. 2403 c.c., in tema di compiti del collegio sindacale, la quale, nello stabilire che i sindaci devono vigilare sul rispetto non soltanto della legge e dello statuto, ma anche dei principi di corretta amministrazione, presuppone l'obbligo in capo a coloro che sono chiamati a gestire l'attività sociale, vale a dire gli amministratori, di agire in conformità ai principi medesimi (119).

grado di rischio consentito ed il livello effettivo di stabilità finanziaria della società, con la conseguenza che quando quest'ultima è in difficoltà, gli amministratori non devono astenersi dal prendere qualsiasi decisione rischiosa, ma dal « giocare d'azzardo » con quello che può essere visto ormai come il denaro dei creditori (A. KEAY, *Directors' Duties*, cit., p. 681 ss.).

(119) Giova precisare che l'espressa statuizione di un obbligo specifico di vigilanza sul rispetto dei principi di corretta amministrazione si rinviene anche nell'art. 2409-*terdecies*, comma 1, lett. b), a proposito del consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico, ma non nell'art. 2409-*octiesdecies* in relazione al comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico, presumibilmente solo a causa di un difetto di coordinamento (P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni: profili critici e prospettive*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, p. 935). La norma succitata si inserisce in un ampliamento del catalogo degli obblighi o doveri degli amministratori attuato dalla riforma organica del 2003, di cui sono espressione anche il dovere di agire in modo informato in base all'ultimo comma dell'art. 2381 c.c., e quello di riservatezza, sancito dall'ultimo comma dell'art. 2391 c.c., mentre il di-

Nella traiettoria appena indicata appare, per certi versi, ancor più significativa la disposizione dell'art. 2497 c.c. (sulla quale si tornerà più avanti), là dove l'uso del binomio « corretta gestione societaria ed imprenditoriale » — quale limite di legittimità all'esercizio del potere di direzione e coordinamento della controllante, non derogabile neppure in presenza di superiori interessi di gruppo — suggerisce che il principio di cui si tratta deve essere valutato sotto due profili diversi, ma connessi fra loro: da un lato, la corretta gestione va ricostruita nella prospettiva societaria, ossia sulla base delle norme di diritto societario che prescrivono obblighi e doveri gestori riferiti al tipo di società concretamente adottato come forma organizzativa dell'impresa facente parte del gruppo; dall'altro, la corretta gestione deve essere considerata nella prospettiva imprenditoriale, verificando l'osservanza di quegli obblighi e doveri che la legge riconnette alla gestione dell'impresa la quale, in ragione della pluralità di interessi coinvolti e dell'esigenza di realizzare « un arbitraggio » fra gli stessi, appare una realtà ben più complessa di quella regolata dalla disciplina di un determinato tipo societario (120).

Avendo presente, dunque, l'incidenza determinante dell'obbligo di corretta amministrazione sulla gestione societaria

vieta di agire in conflitto di interessi viene sostituito da nuovi obblighi di comunicazione, astensione e motivazione (v., al riguardo, M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, *passim*; Id., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 358 ss.).

(120) Cfr., per tali suggestioni, A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, p. 830, il quale precisa che « una corretta gestione societaria è solo un aspetto (essenzialmente attinente alla disciplina organizzativa del soggetto imprenditore) del più ampio contenuto gestorio, che consiste nel prestare diligenza e perizia anche nella cura o trattamento, in prospettiva imprenditoriale, di interessi diversi da quello o quelli riferibile/i alla società (cioè, più realisticamente, ai suoi soci) ».

e, in definitiva, sulle scelte discrezionali inerenti all'attività d'impresa, potranno ritenersi ad esso conformi le decisioni assunte dai gestori secondo l'*honest business judgement* misurato alla stregua del parametro imprenditoriale della prospettiva di continuità aziendale, ossia quelle decisioni che — sulla base di una valutazione di ragionevolezza misurabile *ex post* — risultino essere state prese con l'obiettivo di mantenere l'impresa in condizioni tali da poter rimanere indefinitamente sul mercato (121). Il perseguimento di siffatto obiettivo implica, nel dettaglio, il dovere di acquisire informazioni adeguate rispetto al compimento delle scelte di gestione, di adottare le necessarie cautele ed effettuare le opportune verifiche di carattere preventivo; di accertare che le operazioni stesse non siano manifestamente imprudenti o azzardate e che le iniziative più rilevanti siano assistite dagli strumenti di pianificazione economica e finanziaria ricordati nel paragrafo precedente; infine, che i processi decisionali, nelle loro varie fasi, siano rispettati (122).

Queste brevi riflessioni bastano ad avallare il convincimento che l'obbligo di corretta gestione imprenditoriale sia uno *standard* di valutazione (123) immanente al concreto eser-

(121) Cfr., ancora, A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria*, cit., p. 831 s., che aggiunge come, una volta venuta meno la prospettiva della continuità aziendale, la *honest business judgement rule* comporta che sia esente in via presuntiva da responsabilità non una qualunque decisione gestoria che sia stata assunta, ma quella o quelle che, per il solo fatto di essere state prese in tale situazione, siano obiettivamente rivolte a tutelare in modo esclusivo o preminente l'interesse dei creditori; per ulteriori precisazioni sull'applicabilità della *business judgement rule* anche alla società in stato di crisi o di insolvenza cfr., inoltre, A. VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 129 ss.

(122) V., per questa esemplificazione, M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori*, cit., p. 364, sullo sfondo dell'affermazione che i principi di corretta amministrazione consentono di ricostruire il contenuto della prestazione richiesta ai gestori dell'impresa restituendo al principio della diligenza la funzione ad esso propria di strumento di misurazione del grado di adempimento di un obbligo.

(123) La disciplina in esame non si discosta, sotto questo profilo, dalla tra-

cizio del potere gestorio, presente, cioè, sin dall'inizio dell'attività d'impresa, ma destinato ad « ispessirsi » quando quest'ultima si avvicina ad una condizione che ne rende illegittima la mera continuazione non accompagnata da idonee cautele a tutela degli interessi dei creditori (124).

D'altro canto, se il principio in parola rappresenta una sorta di « *continuum* precettivo » (125) presente, sia pure con

dizionale tecnica di regolazione dei doveri degli amministratori quando la società è pienamente solvente (P. DAVIES, *Director's Creditor-Regarding Duties*, cit., p. 316). Questa visuale potrebbe risultare, però, argomentativamente deviante, laddove si volesse giustificare la preferenza per un sistema di *standards*, piuttosto che di *rules*, con un'assoluta superiorità dell'uno rispetto all'altro, dimenticando che, in realtà, ciascun sistema è in grado di assicurare « potenziali vantaggi » che l'altro non permette di conseguire (cfr., per simili rilievi, F. DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 501 ss.; v., pure, ID., *Il capitale sociale tra efficienza economica ed equità distributiva*, in *La società per azioni oggi*, cit., t. 1, p. 568 ss.). Guardando allora alla situazione dell'impresa effettivamente operante nel mercato — il cui esercizio coinvolge ed espone al rischio una serie di interessi « altri » rispetto a quello del soggetto che vuole agire come imprenditore — sembra plausibile l'imposizione di regole rivolte ad indirizzare la condotta dell'agente secondo parametri di prudenza e diligenza, la cui inosservanza è fonte di responsabilità *ex post*, anziché la mera enunciazione di criteri *ex ante*, diretti a fissare le condizioni di accesso al mercato e quelle di imputazione (e di esonero) dal rischio d'impresa.

(124) Cfr., per tali conclusioni, A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria*, cit., p. 836; ID., *Capitale sociale*, cit., p. 520, secondo cui « il divieto in certe circostanze di esercitare l'impresa senza l'osservanza di certe cautele o senza l'adozione di adeguate contromisure esprime una regola di comportamento di portata generale », che per un verso esige di essere rispettata anche prima del precipitare dell'impresa in uno stato di insolvenza in senso tecnico, per l'altro, può essere applicata per analogia a tutte le iniziative imprenditoriali gestite in regime di responsabilità limitata, anche laddove esse siano esercitate, ad esempio, da associazioni o fondazioni: e v., su quest'ultimo aspetto, A. CETRA, *L'impresa collettiva non societaria*, Milano, 2003, *passim*; nonché, per una recente rimediazione del tema della tutela dei creditori nelle associazioni e sulle prospettive di superamento delle disparità di regime giuridico fra queste ultime e le imprese societarie i cui soci beneficiano della limitazione di responsabilità nell'ordinamento tedesco, L. LEUSCHNER, *Der eintragene Verein im System des körperschaftsrechtlichen Gläubigerschutzes*, in *ZHR*, 2011, p. 787 ss.

(125) L'espressione è di A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria*, cit., p. 841.

diversa intensità, in ogni fase della gestione imprenditoriale, non si può fare a meno di aggiungere come esso trovi un'esplicitazione o, se si vuole, un'articolazione in quello di adeguatezza organizzativa il quale, ancorché codificato per le sole società per azioni (126), appartiene tuttavia al diritto comune delle imprese e risulta perciò applicabile quali che siano la forma giuridica ed il criterio di imputazione della titolarità della stessa (127). In tale ordine di idee appare, quindi, con-

(126) Il nucleo della disciplina degli assetti organizzativi va ricercato nelle disposizioni sul modello tradizionale di amministrazione e controllo da cui si evince l'obbligo, in capo agli organi delegati, di *curare* l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile rispetto alla natura e alle dimensioni dell'impresa; quello, in capo agli amministratori non titolari di deleghe, di *valutare* l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile (art. 2381, comma 3, c.c.); l'obbligo, in capo al collegio sindacale (ovvero nel sistema dualistico in capo al consiglio di sorveglianza, e nel sistema monistico in capo al comitato per il controllo sulla gestione) di vigilare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile (art. 2403). Tali obblighi trovano il proprio antecedente, con riferimento alle sole società con azioni quotate, nell'art. 149 del Testo Unico della Finanza, che, diversamente dalle norme di diritto comune, prevede l'obbligatorietà del sistema di controllo interno: cfr., sul rapporto fra l'adeguatezza della struttura organizzativa e quella del sistema di controllo interno, P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni*, cit., p. 937; ID., *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, p. 538; M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori*, cit., p. 369; G. FERRARINI, *Controlli interni e strutture di governo societario*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., vol. 3, p. 25.

(127) Ciò si deve al fatto che il paradigma degli assetti organizzativi adeguati ha superato i confini dei settori sottoposti a vigilanza prudenziale (banche, assicurazioni, imprese di investimento), dove le regole sui controlli interni e sull'adeguatezza dell'organizzazione e delle procedure operative e di controllo erano già previste dalla normazione secondaria, per divenire « canone necessario di organizzazione interna dell'impresa » (P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni*, cit., p. 936; ID., *I controlli societari*, cit., p. 537). Questo processo, da una parte, costituisce « uno di quei casi, non infrequenti » (si pensi anche all'attività di direzione e coordinamento di società) per cui istituti e principi elaborati nell'ambito del diritto bancario e dell'intermediazione finanziaria assurgono ad istituti e principi del diritto societario comune o, più ampiamente, del diritto dell'impresa [G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 144], dall'altra, rafforza il preva-

divisibile il rilievo secondo cui il principio di adeguatezza organizzativa non può essere ricondotto in via principale o esclusiva al fenomeno della « procedimentalizzazione » dell'attività, dovendo, piuttosto, essere proporzionato alle dimensioni ed alla struttura dell'impresa ed al tipo di attività da essa esercitata (128). Ma quel che più interessa sottolineare è che il richiamo agli assetti adeguati vale ad arricchire il catalogo degli obblighi imposti agli organi di gestione e controllo, cui spetta di curare, valutare e vigilare affinché l'impresa sia munita di un'organizzazione adeguata. L'adempimento di tale obbligo presuppone, a sua volta, in una sorta di processo circolare, quello di conoscere ed analizzare i rischi cui l'impresa è esposta, nonché la pianificazione dell'attività in funzione degli obiettivi programmati (129).

D'altro canto, il modo in cui gli organi sociali si saranno dapprima adoperati per munire l'impresa di assetti organizza-

lente orientamento incline a ritenere non necessarie significative deviazioni dal diritto societario comune motivate dalla particolarità degli interessi coinvolti nella gestione delle imprese bancarie (e finanziarie) e dei profili di rischio che essa implica (V. CALANDRA BUONAURA, *Crisi finanziaria, governo*, cit., p. 670).

(128) Cfr., in tal senso, G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze*, cit., p. 164 s., che — oltre ad osservare come la previsione e l'attivazione di determinate procedure per il conseguimento di taluni obiettivi aziendali potrebbe, in date situazioni, risultare non conforme all'esigenza di modulare gli assetti in questione rispetto alle dimensioni ed alla natura dell'impresa — distingue, a livello sistematico, la valenza della procedimentalizzazione quale strumento di trasparenza e di controllabilità delle decisioni finali rispetto a quella dell'adeguatezza intesa come « razionalità, coerenza e proporzionalità delle soluzioni organizzative adottate »; nel senso che la predisposizione di « assetti » significa, in generale, « procedimentalizzazione dell'organizzazione aziendale », M. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori*, cit., p. 368 s., che ravvisa il fulcro dell'assetto amministrativo e contabile nella predisposizione e nell'impiego di strumenti idonei a consentire una « corretta, completa, tempestiva e — soprattutto — attendibile rilevazione dei fatti contabili », avendo riguardo al profilo sia consuntivo che preventivo (attraverso l'elaborazione, sotto quest'ultimo profilo, di *budget* e previsioni) e senza trascurare gli aspetti finanziari, ossia la capacità dell'impresa di possedere flussi monetari in grado di sostenere e garantire la continuità aziendale.

(129) G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze*, cit., p. 163.

tivi, amministrativi e contabili adeguati e li avranno poi concretamente utilizzati non è privo di conseguenze sul piano della composizione dei vari conflitti di interessi di cui sono portatori i soci ed i terzi finanziatori o investitori. Qualora si consideri, infatti, la diversa propensione al rischio dei soci nonché di molti investitori, interessati unicamente alla immediata valorizzazione del proprio investimento (130), rispetto ai creditori, più favorevoli a gestioni prudenti, appare evidente la necessità di attuare forme di monitoraggio dei rischi in grado di non deresponsabilizzare gli amministratori e di scongiurare comportamenti di « azzardo morale ».

I rilievi sopra svolti confermano come l'indagine sulle modalità e sull'efficacia di forme di controllo sulla gestione esercitate dai creditori « forti » in forza di specifiche previsioni contrattuali non possa risultare avulsa dal contesto dei principi e delle regole di *governance* delle imprese debitrici, per verificare se e fino a che punto le une possano contribuire a rafforzare e precisare l'operatività degli altri ed offrire una soluzione vigile ed equilibrata con riferimento al tema della insindacabilità delle scelte gestorie.

(130) Può essere di qualche interesse notare che gli investitori in grado di diversificare il proprio portafoglio potrebbero preferire una gestione della società altamente rischiosa a fronte del conseguimento di un rendimento adeguato, mentre il socio cui tale strategia è preclusa sarebbe interessato alla massimizzazione del profitto non disgiunta, però, da un contenimento dei rischi. D'altro canto, poiché la valutazione in merito all'adempimento dei doveri gestori non può avvenire assumendo come parametro di riferimento la posizione dei « *diversified stockholders* » e, almeno finché la società è *in bonis*, gli amministratori hanno forti incentivi di carattere finanziario e reputazionale a non attuare strategie ad alto rischio, appare plausibile concludere che costoro siano portati a salvaguardare la stabilità dell'impresa in una prospettiva di continuità aziendale, anche in assenza di norme che espressamente richiedano o consentano di considerare interessi diversi da quelli dei soci: cfr., per questa posizione, R.A. BOOTH, *Stockholders, Stakeholders, and Bagholders (or How Investor Diversification Affects Fiduciary Duty)*, in *The Business Lawyer*, vol. 33, 1998, p. 429 ss.

9. *Sviluppo dell'indagine.* — Le considerazioni che precedono hanno fatto emergere la rilevanza dei *covenants* quale strumento « paradigmatico » di tutela contrattuale dei creditori (131), che, affermatosi originariamente nei contratti relativi ai prestiti internazionali, è sempre più ampiamente utilizzato anche negli ordinamenti basati sul sistema del capitale sociale (132). Nel contempo, si è accennato alle implicazioni del ricorso a tali mezzi di garanzia « preventiva » (133) sulla *governance* delle imprese finanziate e all'incidenza che essi possono esercitare sulla scelta delle forme di finanziamento dell'impresa organizzata in forma societaria.

Ne discendono, per un verso, l'insufficienza delle sole norme che regolano l'attuazione del rapporto obbligatorio ad

(131) È appena il caso di ricordare come la stipulazione di accordi individuali fra i creditori e la società debitrice venga considerata ora quale alternativa al sistema del capitale sociale (S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 119 s.), ora quale strumento in grado di affiancare e di intensificare la tutela da esso offerta (M. MIOLO, *Il sistema del capitale*, cit., p. 1302 ss.; ID., *Capitale sociale*, cit., spec. p. 470 ss.; seguito da G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci*, cit., p. 28).

(132) Inizialmente presenti soprattutto nel settore dei prestiti sindacati, laddove i contratti *standard* contenenti tali clausole secondo lo schema anglosassone risultano assai vantaggiosi per la commercializzazione del credito grazie alla larga accettazione da parte delle banche, i *covenants* sono stati poi utilizzati nei contratti relativi a crediti internazionali stipulati dalle imprese (*eurocurrency loans*) e si prestano ad una più intensa utilizzazione anche a livello domestico per effetto delle regole di *Basilea 2*. Va pure richiamato l'ampio utilizzo dei medesimi in una vasta serie di operazioni creditizie caratterizzate dalla sistematica rinuncia alle garanzie reali, quali la finanza di progetto, le acquisizioni societarie (in specie, il *private equity*) e — come si è anticipato — il *venture capital*: cfr., al riguardo, G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., p. 501 s.; S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 134 ss.; W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 33 ss.; B. SZEGO, *Finanziare l'innovazione*, cit., p. 821 ss.

(133) L'espressione è utilizzata da G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., p. 508 e ripresa da M. DI RIENZO, *Concessione del credito*, cit., p. 48, il quale precisa, tuttavia, che a differenza delle classiche garanzie del credito, per lo più idonee a diminuire la percentuale di perdita in caso di insolvenza, i *covenants* consentono di ottenere una riduzione della « stima » dell'esposizione, non potendo « operare come strumenti di etero-reintegrazione della garanzia patrimoniale eventualmente lesa da comportamenti non conformi alle attese tenute dal finanziato ».

inquadrate e ricostruire compiutamente il fenomeno in esame, per l'altro, l'esigenza di approfondire le ricadute dell'esercizio del potere di influenza dei creditori sulla conduzione dell'impresa organizzata in forma societaria.

Sarà dunque opportuno, nelle pagine che seguiranno, procedere ad un'analisi dei *covenants* sia per individuarne le possibili interferenze con le competenze ed i poteri degli organi sociali, sia per valutare gli effetti del monitoraggio delle banche e degli altri finanziatori « esterni » sulla gestione delle società debtrici.

Procedendo oltre nell'indagine, occorrerà verificare la possibilità per i creditori « forti » di arrivare ad esercitare, avvalendosi delle prerogative loro conferite dal contratto di finanziamento, un'attività di orientamento sistematico delle scelte gestorie della società debitrice, quand'anche con una portata limitata a particolari settori, e cercare di individuare le regole in grado di assicurare un adeguato temperamento delle diverse sfere di interessi coinvolte. La consapevolezza delle implicazioni del ruolo dei creditori sul piano dell'organizzazione e del governo della società debitrice non potrà essere disgiunta da una riflessione sull'idoneità dei *covenants* a configurare un'ipotesi di eterogestione e dalla ricerca degli istituti noti al nostro diritto societario in grado di rispondere in maniera efficace ed appropriata all'istanza di tutela dell'integrità patrimoniale ed organizzativa della società finanziata e delle posizioni di interesse riferibili ai soci ed agli altri creditori.

Nella linea ricostruttiva indicata non va trascurato di considerare — come pure si è anticipato — l'incidenza dei *covenants* sul sistema dei doveri e delle responsabilità inerenti alla gestione dell'impresa sociale, evidenziandone la capacità di limitare la discrezionalità degli amministratori e l'operatività della *business judgement rule*, nonché di consentire una tempestiva rilevazione delle situazioni di crisi della società debitrice.

Nella consapevolezza di quanto articolato e complesso sia il tema oggetto di attenzione, potrà essere particolarmente proficuo rivolgere lo sguardo all'evoluzione degli altri ordinamenti di *civil law*, nei quali si pongono problemi in parte analoghi di recepimento e di disciplina del fenomeno analizzato.

Giuffrè Editore

Giuffrè Editore

CAPITOLO II
LA FATTISPECIE DEI COVENANTS

SOMMARIO: 1. Funzione e rilevanza dei *covenants* nel finanziamento societario. — 2. Varie tipologie di *covenants*: *affirmative covenants*, *negative covenants*, *financial covenants*. — 3. La violazione dei *covenants* e il sistema delle sanzioni. L'inadempimento degli obblighi contrattuali quale « segnale d'allarme » per un più intenso monitoraggio del creditore sulla società debitrice. — 4. Le speciali capacità di monitoraggio delle banche finanziatrici. — 5. (*Segue*): l'efficacia del monitoraggio delle banche e degli altri creditori « forti » rispetto ai tradizionali meccanismi di *corporate governance*, e in particolare alla figura degli amministratori indipendenti. — 6. I potenziali limiti alla *debt governance* derivanti dalla liquidità del mercato finanziario e dalle opportunità di trasferimento del rischio di credito. — 7. (*Segue*): la riduzione degli incentivi al monitoraggio delle società finanziate per effetto dello sviluppo dei *credit default swaps*. Il « *debt decoupling* » e l'emersione della figura degli « *empty creditors* ».

1. *Funzione e rilevanza dei covenants nel finanziamento societario.* — Delineato nel capitolo precedente il contesto normativo ed istituzionale in grado di orientare le scelte di finanziamento dell'impresa esercitata in forma societaria, è tempo di indirizzare l'indagine sulla struttura e funzione dei *covenants*. Dopo aver ricordato, in termini generali e con un consapevole grado di approssimazione, che questi ultimi mirano — nella loro varietà — a garantire l'adempimento delle obbligazioni nei confronti del creditore (1), può essere interessante sottolineare che essi, diversamente dalle tradizionali garanzie reali, non costituiscono a favore del finanziatore una prelazione su determinati beni del patrimonio del debitore, ma pongono una serie di obblighi di comportamento a carico di quest'ultimo indirizzandone in modo specifico i processi decisionali (2). Ed è proprio in ragione di tali modalità operative che i *covenants* sono utilizzati pressoché esclusivamente nei casi in cui debitore è una società di capitali, laddove è più acuta la necessità per i creditori di tutelarsi rispetto al già delineato fenomeno di parziale esternalizzazione del rischio

(1) Cfr., in luogo di molti, L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 155; E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 328, che individua sinteticamente lo scopo sottostante alle varie tipologie di *covenants* nell'assicurare che il debitore mantenga la capacità di adempiere alle proprie obbligazioni e nell'evitare che possa tenere comportamenti idonei a compromettere tale capacità.

(2) Cfr., per tali notazioni, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 119; nonché G. PIEPOLI, *Profili civilistici*, cit., p. 498 ss., che osserva come la prassi bancaria faccia ricorso ai *covenants* non solo nei casi in cui il debitore non voglia o non possa fornire sufficienti garanzie reali, ma anche nell'ipotesi in cui le stesse vengano concesse, dal momento che anche in quest'ultima evenienza il creditore deve misurarsi con i costi e le eventuali difficoltà connesse alla loro gestione e realizzazione finendo per risultare non del tutto protetto rispetto al rischio di perdite.

d'impresa conseguente al riconoscimento della personalità giuridica della società stessa ed alla limitazione della responsabilità dei suoi soci (3).

Più esattamente, avendo presente le considerazioni svolte nel capitolo precedente a proposito dei problemi di agenzia del debito, giova evidenziare come i *covenants* rispondano all'esigenza di mitigare in via negoziale il conflitto fra il finanziatore, da una parte, ed i soci di controllo (nelle società « chiuse ») o i *managers* (nelle *public companies*), dall'altra, ossia di limitare il pericolo di scelte inefficienti (ancorché vantaggiose per la società) che, determinando un mutamento della situazione finanziaria del debitore, ne compromettano le capacità di rimborso. D'altro canto, poiché il costo al quale il credito viene concesso è influenzato anche dalla prognosi sulle probabilità di comportamenti opportunistici del debi-

(3) A tale rilievo di natura sistematica si accompagna la considerazione dei costi elevati connessi alla elaborazione ed alla implementazione dei *covenants*, la quale conduce ad espungere dalla sfera di applicazione dei medesimi le piccole società a base familiare (S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 120, p. 133). È importante ricordare, altresì, che i *covenants* possono afferire sia ad un prestito obbligazionario diffuso fra il pubblico dei risparmiatori (*public debt*), sia ad un finanziamento concesso da un singolo creditore (di regola, una banca) o da un gruppo di finanziatori che agiscono come un soggetto singolo (*private debt*). Ed a questo proposito preme evidenziare come l'incentivazione del ricorso al mercato finanziario e lo sviluppo di forme di finanziamento societario mediante l'appello al pubblico risparmio non sembrano, tuttavia, destinati a tradursi in un netto ridimensionamento delle possibilità operative delle banche e degli altri intermediari specializzati nel reperimento di risorse finanziarie a favore delle imprese, dal momento che tali soggetti partecipano normalmente (anche se non necessariamente) alla predisposizione delle operazioni di raccolta diretta, svolgendo compiti diversi ed in vario modo strumentali, quali il collocamento di strumenti finanziari, l'assistenza alla quotazione in borsa, il *venture capital*, nonché tutte le altre attività riconducibili al c.d. *corporate and investment banking*. Ciò non toglie che nelle ipotesi di destinazione del finanziamento al pubblico dei risparmiatori, che ne sopportano in definitiva il rischio finale, la banca, anche laddove ne assuma il rischio (specie nella fase iniziale), è comunque portata ad adottare processi valutativi meno rigorosi di quelli richiesti quando eroga in proprio credito a medio e lungo termine (P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, cit., p. 699).

tore, è ragionevole attendersi una riduzione del costo medesimo qualora l'uno acconsenta ad introdurre mediante previsioni contrattuali una serie di doveri comportamentali in grado di « alleviare » le preoccupazioni dell'altro (4).

Eppure, affinché i *covenants* possano efficacemente operare quale strumento di controllo del rischio di credito, occorre verificare se essi rappresentano un rimedio adeguato rispetto alla funzione perseguita, al fine di evitare ingiustificate ed inammissibili compressioni della discrezionalità degli amministratori della società debitrice e, nel contempo, possibili abusi ad opera dei creditori. Ecco perché vale la pena di provare ad enucleare, prima ancora di scendere ad un'analisi più dettagliata del contenuto di tali clausole, i possibili ambiti su cui tali regole di fonte negoziale vanno ad incidere, non senza precisare che esse sono « confezionate » dalle parti secondo il livello di intensità del controllo che intendono perseguire (5).

(4) Vale la pena di segnalare che nelle operazioni di credito possono essere isolate due tipologie di rischio alle quali è possibile rimediare in vario modo. Vi è, anzitutto, il rischio concernente la « scelta » del debitore, dovuto alla già accennata presenza di asimmetrie informative, il quale viene di norma limitato attraverso le valutazioni del merito di credito. Sussiste, poi, il rischio di perdita del credito, influenzato sia da eventi esterni all'impresa (si pensi ai cambiamenti generali del mercato, alle oscillazioni delle valute, al calo della domanda) sia da comportamenti opportunistici del debitore. Mentre gli uni sono sottratti al controllo del debitore e, a maggior ragione, del creditore che a causa della disparità di informazioni non potrà venirne a conoscenza affatto (o lo farà troppo tardi), gli altri possono costituire oggetto di negoziazione fra le parti (cfr. M. MOZZARELLI, *Appunti sulla tutela*, cit., p. 582 s.; nonché, ampiamente, W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 48 ss.). Occorre aggiungere che i *covenants* possono limitare anche il primo ordine di problemi attraverso la previsione di obblighi di informazione a beneficio del creditore (S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 125).

(5) Cfr. W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 39 ss., il quale, assumendo come punto di riferimento l'esperienza statunitense, osserva che i *covenants* in concreto inseriti nel contratto di finanziamento dipendono da una serie di fattori, quali il potere contrattuale della società debitrice, l'importo in gioco (dal momento che un finanziatore che sta per erogare una somma contenuta attribuirà ai *covenants* un'importanza minore che un creditore maggiormente esposto), il tasso di interesse, la durata del prestito, la circostanza che sia assistito o meno da garanzie,

Il punto si coglie con immediatezza non appena si torni a riflettere sul fatto che i *covenants* offrono al creditore la non comune possibilità di indirizzare e monitorare sulla base di specifici impegni contrattuali la sfera delle scelte imprenditoriali della società, che di norma è, invece, autonoma e sottratta all'ingerenza dei terzi (6). Si ricollega a tale dato di fatto la tendenza delle parti a ricercare, attraverso un'intensa attività di contrattazione condotta sullo sfondo della gamma di protezioni astrattamente disponibili, il *trade-off* fra l'interesse del creditore ad essere garantito finanziariamente e quello del debitore a mantenere la più ampia flessibilità possibile (7).

il fatto che si tratti di un finanziamento bancario o di un'operazione di emissione di strumenti finanziari a titolo di capitale di credito.

(6) Cfr., sul punto, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 120; nonché E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 328. Tale notazione non esaurisce, evidentemente, il campo problematico da esplorare, dal momento che può porsi sul piano civilistico la questione dei requisiti e dei limiti di validità dei *covenants* in quanto espressione della autonomia privata nell'area delle garanzie del credito. Al riguardo, si è suggerito di attribuire una specifica rilevanza al giudizio di proporzionalità, desumibile a ben riflettere anche dall'art. 1179 c.c., subordinando la validità dei *covenants* alla verifica positiva della permanenza dell'autonomia economica ed imprenditoriale del debitore, anche tenuto conto del meccanismo sanzionatorio particolarmente pervasivo che la loro violazione legittima: cfr., su questa tematica, G. PIEPOLI, *Profili civilistici*, cit., p. 508 s.; cfr., inoltre, per soluzioni largamente coincidenti fondate su un esame analitico della validità ed efficacia dei *covenants* alla luce, in particolare, del § 138 BGB, G.C. RUNGE, *Covenants in Kreditverträge*, Köln, 2010, p. 93 ss.

(7) Esiste, in altre parole, una compensazione fra i costi imposti al debitore a fronte dell'inserimento di *covenants* nel contratto di finanziamento ed i benefici derivanti dalla previsione di clausole restrittive in grado di ridurre il rischio di comportamenti opportunistici dei soci di controllo o dei *managers*. Appare correlato a tale constatazione il riscontro di un impatto economicamente significativo in termini di prezzo dell'inclusione di *covenants* intesi a limitare gli investimenti o le distribuzioni ai soci (cfr., al riguardo, S. CHAVA - P. KUMAR - A. WARGA, *Managerial Agency and Bond Covenants*, March 8, 2009, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1355596>; nonché M.H. BRADLEY-M.R. ROBERTS, *The Structure*, cit., in specie p. 20 ss.). Viene, così, a delinearsi una prassi « efficiente » nel senso che il contratto stabilisce le condizioni dello scambio ed il mercato il relativo prezzo, senza tuttavia arrivare a chiarire — a conferma dell'attuale inadeguatezza delle teorie

Fatta questa premessa, non sembra superfluo procedere ad una rapida classificazione delle clausole tipo rinvenibili nella prassi del finanziamento societario in base alla loro connotazione funzionale, ovvero agli obiettivi sul piano della tutela dei creditori che esse mirano a raggiungere. Una volta chiarito che tali obiettivi possono ricondursi fondamentalmente al mantenimento del grado di priorità del credito rispetto ai creditori successivi, alla conservazione della solvibilità della società attraverso la salvaguardia del patrimonio sociale dal punto di vista sia quantitativo che qualitativo, alla continuità dell'identità dell'impresa debitrice, possono enuclearsi tre corrispondenti classi di *covenants*.

Alla prima possono ascriversi le clausole che prevedono l'impegno a non concedere ad altri creditori garanzie senza l'autorizzazione del creditore richiedente per primo tale *covenant* (*negative pledge*) o a concedere la stessa garanzia eventualmente fornita ad altri (*pari passu*) o riconoscano diritti di priorità in caso di insolvenza o diritti di informazione.

Perseguono la seconda tipologia di obiettivi le clausole che limitano il ricorso ad ulteriori forme di indebitamento, l'attuazione di una politica di investimento rischiosa, la distribuzione di dividendi, oppure che vietano l'alienazione di importanti *assets* del patrimonio aziendale, o impongono il rispetto di determinati dati e parametri finanziari o la manutenzione ed il rinnovamento di beni aziendali.

Mirano, infine, a salvaguardare l'identità del debitore le clausole rivolte a vietare determinate modifiche societarie (ad esempio, la fusione), il mutamento dell'oggetto sociale o la vendita di consistenti frazioni del patrimonio sociale, o, ancora, a disporre l'applicazione di sanzioni in caso di cambia-

sulla struttura ottimale del capitale (v., *supra*, cap. I, § 4) — perché ogni variazione che si registra nella stessa rappresenti un *trade-off* superiore fra il rischio e la sua remunerazione (W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 45).

mento del gruppo di controllo o della composizione personale del *management* (*change of control, capital maintenance*) (8).

A tali restrizioni si accompagna l'imposizione di ulteriori obblighi di informazione e di *disclosure*, sul presupposto che in mancanza di un'informazione periodica continua sulla situazione economica e finanziaria della società debitrice le restrizioni medesime finirebbero per essere una « spada spuntata » (9), lasciando il creditore esposto all'inadempimento da parte del debitore. Perciò la predisposizione di doveri informativi ha, come si è già accennato e si vedrà meglio più avanti, la funzione di una sorta di « campanello d'allarme » che dovrebbe porre il creditore in condizione di venire tempestivamente a conoscenza di situazioni capaci di compromettere la solvibilità e la prospettiva di continuità aziendale dell'impresa e di adottare le misure più opportune a contrastarle (10). È evidente, però, che un siffatto meccanismo può ade-

(8) S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 128 s. Conviene aggiungere come la classificazione di volta in volta suggerita risenta della già accennata distinzione — che pure non va eccessivamente enfatizzata, data la sostanziale coincidenza delle clausole contrattuali appartenenti alle due categorie — fra *loan covenants*, vale a dire clausole accessorie ad un contratto di mutuo, e *bond* (o *debt*) *covenants*, ossia clausole accessorie di un contratto di finanziamento obbligazionario. Con riferimento a quest'ultima categoria, si prospetta una scomposizione delle clausole dei *covenants* in due sottosistemi, a seconda che impongano limiti operativi volti a tutelare direttamente il patrimonio sociale, oppure pongano in essere una garanzia soltanto mediata, attraverso la prescrizione di restrizioni operative in grado di attuare indirettamente una difesa dell'attivo societario. E per dare un'idea più chiara di quanto si viene enunciando, giova ricordare che al primo sottosistema vengono ricondotte le clausole di limitazione all'indebitamento, ai pagamenti verso taluni soggetti, alle operazioni di *lease back*, alla vendita di *assets* aziendali; mentre al secondo sottosistema sono ascritte le clausole di limitazione alle operazioni di fusione, al cambiamento del gruppo di controllo, alle transazioni con affiliate o controllanti, nonché le clausole contenenti uno specifico dovere di informazione a favore degli obbligazionisti (M. PALMIERI, *I bond covenants*, cit., p. 257 s.).

(9) V. per questa espressione, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 129.

(10) Concordano nel ritenere che l'efficacia dei *covenants* è legata alla costante verifica della loro efficacia durante il rapporto, G. PIEPOLI, *Profili civilistici*, cit., p.

guatamente operare solo se affiancato — in un sistema di reciproche interazioni — da obblighi di comportamento la cui inosservanza non sia priva di conseguenze sul rapporto fra debitore e creditore. Grazie a tale capacità di incidenza sulla dimensione dinamica del rapporto di finanziamento i *covenants* offrono ai creditori una protezione contrattuale concordata *ex ante* anche in considerazione della pregressa capacità del debitore di adempiere alle proprie obbligazioni (11), ma suscettibile di adattarsi all'evolvere della situazione economica e finanziaria della società debitrice e di ripercuotersi, in ultima analisi, sulla *governance* della stessa (12).

505; W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 44; nonché, conclusivamente, A. WITTIG, *Financial Covenants im inländischen Kreditgeschäft*, in WM, 1996, p. 1391; E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 331; L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 170.

(11) È bene ritornare sulle modalità di raccolta delle informazioni in base alle quali il creditore assumerà le proprie decisioni per segnalare la differente posizione delle banche, da una parte, e dei destinatari di un'offerta al pubblico di strumenti finanziari o dei partecipanti ad un prestito sindacato, dall'altra. Mentre costoro faranno affidamento, oltre che sulle già ricordate valutazioni del merito di credito elaborate dalle agenzie di *rating*, su un prospetto informativo o, nel caso di offerte riservate ad investitori professionali o ad un numero limitato di destinatari oppure, nell'ipotesi di un prestito sindacato, sulle informazioni contenute in una *offering circular*, una *invitation letter* o un *memorandum* informativo (cfr. S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 135 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, p. 785 ss.; ci si permette inoltre di rinviare a L. PICARDI, *Vendita alla clientela privata di euroobbligazioni collocate presso investitori professionali*, in *Giur. comm.*, 2006, II, p. 709 ss.), la singola banca cercherà di informarsi presso lo stesso debitore, sebbene una certa quantità di dati « storici » sulla situazione finanziaria di una società sia pubblicamente disponibile, specie laddove sia quotata: cfr., a tale proposito, L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 166 s., che aggiungono come nella fase iniziale della concessione del credito la tutela contrattuale del creditore sarà assicurata da « *condition precedents* » che devono essere soddisfatti affinché il credito medesimo sia erogato (ad esempio, la capacità del debitore di accedere al credito e di produrre la documentazione intesa a provarla).

(12) In effetti, i *covenants*, mentre perseguono « una essenziale finalità di garanzia preventiva », consentendo al creditore di ottenere costanti informazioni sulla situazione finanziaria e patrimoniale del debitore, legittimano un'influenza del creditore medesimo sulla gestione dell'impresa debitrice e permettono di « at-

2. *Varie tipologie di covenants*: affirmative covenants, negative covenants, financial covenants. — Occorre chiarire che il quadro appena tratteggiato può essere sviluppato e diversamente articolato mediante il richiamo di criteri di qualificazione dei *covenants*, diversi (se pure non incompatibili) rispetto a quello di natura funzionale testé proposto (13).

Non vi è bisogno di sottolineare al riguardo come la determinazione del contenuto della prestazione richiesta al debitore sia fondamentalmente rimessa alla contrattazione delle parti, alla cui « fantasia » non sembra in linea di principio essere imposto alcun limite (14). E tuttavia, pur nella consape-

tivare una immediata e tempestiva reazione » in caso di eventuale crisi di quest'ultima (G. PIEPOLI, *Profili civilistici*, cit., p. 508 s.).

(13) Tralasciando di considerare le varie classificazioni delle clausole tipiche dei *financial covenants* elaborate nella letteratura economica-finanziaria, occorre segnalare che la dottrina giuridica ha articolato le clausole medesime in due o più categorie, adottando come parametro selettivo ora il diverso oggetto della prestazione prevista a carico del debitore, ora la funzione (unitamente al contenuto) dell'impegno a costui richiesto. Adottando, dunque, una visuale piuttosto ampia e comprensiva delle varie tipologie di *loan covenants*, si ritiene di allocare le relative clausole in quattro gruppi: *a) covenants* che impongono all'impresa obblighi di comportamento (sia di fare, sia di non fare) efficienti ai fini della conservazione del patrimonio netto; *b) covenants* di bilancio; *c) covenants* che ricollegano il *default* a comportamenti di terzi; *d) covenants* informativi (U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari*, cit., p. 603; affinità con questa ripartizione paiono emergere anche da G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., p. 503 ss.). Ed ancora, guardando ai profili di maggiore incidenza di tali patti, si individuano tre tipologie: *a) covenants* finanziari su rapporti finanziari di impresa, come ad esempio l'impegno a non far scendere il fatturato o i valori di bilancio al di sotto di certi valori, o, in negativo, a limitare o non aumentare l'esposizione debitoria; *b) covenants* non finanziari su rapporti finanziari d'impresa, tra cui rientrano i *negative pledges*, l'obbligazione *pari passu*, la *ownership clause*; *c) covenants* finanziari su rapporti non finanziari d'impresa, quali quelli regolati dal diritto di famiglia (D.U. SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari*, cit., p. 639 s.).

(14) E v., per questa notazione, W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, cit., p. 39; G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., p. 502; E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 329 s., che rileva come la definizione dei *covenants* rappresenta normalmente la parte della documentazione contrattuale oggetto di più intensa negoziazione.

volezza della molteplicità di possibili varianti connesse alla singola vicenda contrattuale, si è soliti qualificare le clausole in parola come *affirmative covenants*, laddove prevedano a carico del debitore specifiche prestazioni di fare (ovvero l'osservanza di determinati obiettivi), *negative covenants*, se obblighino lo stesso debitore ad astenersi dal compiere operazioni prestabilite in generale oppure senza il consenso della banca finanziatrice, ed infine *financial covenants*, il cui tratto marcante risiede nel vincolare l'impresa finanziata a rispettare dati indicatori aziendali, quali la dotazione di capitale proprio, l'indebitamento, gli utili o la liquidità.

Merita segnalare, sia pure a costo di incorrere in qualche ridondanza, che la parte più significativa degli *affirmative covenants* è rappresentata dalla prescrizione di ampi obblighi di informazione a favore del creditore, tali da determinare uno stabile flusso di informazioni a favore di costui sotto forma di documenti periodici riguardanti l'operatività e la situazione patrimoniale, economica e finanziaria del debitore. Sebbene si sia già messa in luce la rilevanza dei doveri informativi in ogni sistema di tutela dei creditori basato sui *covenants* e se ne siano chiarite le ragioni, preme ora sottolineare come gli obblighi in questione superino in molti casi la soglia delle prescrizioni legislative in materia di informazione, di contabilità e di pubblicità, avendo ad oggetto l'immediata presentazione dei bilanci annuali ed infrannuali ed essendo indipendenti dall'imposizione di doveri informativi a carico delle società quotate (15).

Inoltre, laddove si tenga conto che la decisione concernente l'erogazione del finanziamento è il risultato di un'accurata valutazione del merito di credito del debitore ed è assunta sul presupposto che quest'ultimo mantenga invariata la

(15) Cfr. S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 182 s.; E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 329.

propria identità e solvibilità, si comprende l'interesse del creditore a raggiungere tale risultato mediante la previsione contrattuale di « *maintenance covenants* » (16).

Contenuti tipici di questi ultimi sono, ad esempio, la prescrizione di determinati obblighi di *compliance*, con particolare riguardo al mantenimento di licenze o brevetti necessari all'attività d'impresa (« *preservation of existence* » *covenants*).

Struttura e funzione analoghe a quelle dei predetti *covenants* presentano, inoltre, le clausole aventi ad oggetto l'obbligo di preservare e curare l'organizzazione aziendale o di stipulare congrue assicurazioni dei relativi beni, nonché la previsione di restrizioni all'alienazione degli stessi (« *maintenance of properties* » *covenant*) (17).

Vanno altresì menzionati l'impegno a gestire correttamente l'impresa (18), rispettando le leggi del settore, a tenere

(16) Cfr. S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 183 s., che — sullo sfondo della comune funzione di cristallizzare la situazione del debitore al momento della concessione del credito — contrappone i « *maintenance covenants* » agli « *incurrence-type covenants* » appartenenti per lo più al novero degli impegni « negativi », in quanto vietano l'attuazione di determinate azioni; per una descrizione degli *affirmative covenants* cfr., inoltre, G.C. RUNGE, *Covenants*, cit., p. 26 ss.

(17) La fattispecie alla quale si fa riferimento mira a prevenire l'« *asset stripping* », vale a dire la vendita di un bene da parte della società debitrice ad un prezzo simbolico. Va osservato, tuttavia, che anche gli atti di alienazione di determinati *assets* ad un prezzo di mercato equo possono generare un ricavo inferiore rispetto alla vendita di tutti i beni aziendali in una prospettiva di *going concern*. Ed un'attenzione particolare richiedono i trasferimenti di beni effettuati all'interno dei gruppi, dal momento che i diritti dei creditori della società debitrice sono « strutturalmente » subordinati rispetto ai creditori della società beneficiaria del trasferimento. Ne consegue che se il *covenant* è costruito in modo tale da consentire i trasferimenti infragruppo, esso impedisce di regola gli atti dispositivi da parte della società debitrice e restringe o esclude, inoltre, i trasferimenti a favore di soggetti diversi dalle società interamente partecipate. D'altro canto, se un limite alla validità dei *covenants* deve essere ravvisato nella soppressione dell'autonomia dispositiva della società finanziata, è da ritenere che i *covenants* in esame debbano necessariamente consentire l'alienazione di *assets* che rientri nella gestione ordinaria dell'impresa (E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 333 s.).

(18) Sarà appena il caso di osservare come da una gestione « corretta » è le-

un'adeguata contabilità, ad assumere un *management* esperto.

Questi brevi cenni bastano a dare l'idea della limitata incidenza degli *affirmative covenants* sulla discrezionalità degli amministratori e della conseguente inadeguatezza a rappresentare di per sé un presidio rispetto ai problemi di agenzia del debito descritti nel capitolo precedente ed adottati a fondamento della necessità di una protezione per i creditori (19). Da qui la preferenza da parte di costoro per formule contrattuali negative, che consentano di influenzare indirettamente il comportamento futuro del debitore attraverso la specificazione di *events of default* correlati alla violazione dei doveri in esse previste, evitando di incorrere nella c.d. *lender liability* ricollegata nella *common law* all'esercizio di un « *control power* » (20).

cito aspettarsi un contenimento del rischio del finanziatore, dal momento che l'impresa sopporta in tal modo il solo rischio di mercato, calcolato dal finanziatore al momento della concessione del prestito ed evita rischi ulteriori rispetto alla propria attività caratteristica, quali penali e sanzioni dovuti a violazioni di leggi: e v., in tal senso, U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari*, cit., p. 604.

(19) Cfr. M. MOZZARELLI, *Appunti*, cit., p. 587, che si riferisce, in particolare, ai comportamenti di *claim dilution*, *asset withdrawal*, *underinvestment* e *asset substitution* (su cui v. *supra*, cap. I, § 2).

(20) Benché il tema sarà ripreso nel capitolo successivo, si può notare che nell'ordinamento statunitense il creditore che, in virtù dei *loan covenants* e/o dell'acquiescenza del proprio debitore, eserciti un'influenza significativa sugli affari di quest'ultimo, tanto da debordare dai limiti di una tipica relazione di finanziamento, oltre a poter incorrere in una responsabilità nei confronti del debitore per la violazione del « *duty of good faith and fair dealing* », può anche subire, nell'ambito di una procedura di *bankruptcy*, la « riclassificazione » del proprio credito ammesso al passivo come chirografario o privilegiato in subordinato, sulla base del principio di equità, in considerazione della condotta tenuta sia rispetto allo stesso debitore, sia verso gli altri creditori (*equitable subordination*). Ciò può verificarsi quando, in specie in presenza di una situazione di *financial distress* dell'impresa debitrice, le decisioni sociali fondamentali, come la sostituzione del CEO o la nomina di un CRO, l'applicazione del *Chapter 11*, il controllo del *cash flow* del debitore nell'ambito di una ristrutturazione del debito, la modifica del *business plan*, sono sottoposte all'approvazione della banca. Merita sottolineare, però, come i giudici richiedano ai fini dell'applicazione della subordinazione equitativa ai cre-

Nell'ambito dei *covenants* «negativi», vale la pena di menzionare quelli che impongono limitazioni in materia di distribuzione di dividendi nonché di ulteriori operazioni intercorrenti fra la società ed i soci destinate a realizzare un trasferimento di patrimonio a favore di questi ultimi, come il riscatto e l'acquisto delle azioni, le distribuzioni di dividendi «mascherate» o attuate sotto forma di riduzione del capitale (*dividend restrictions*) (21). Pur nella consapevolezza che si tratta di previsioni in grado di sollecitare più delle altre il confronto fra la tutela contrattuale dei creditori e quella legale risultante dalle norme imperative sulla conservazione del capitale sociale (22), ci si deve limitare a sottolineare in questa sede l'idoneità di tali patti non solo a contrastare il fenomeno dell'*asset withdrawal*, in quanto fanno sì che i mezzi propri della società debitrice non diminuiscano rispetto al momento

diti vantati da soggetti non *insider* condotte gravemente scorrette di questi ultimi, mostrando un atteggiamento più cauto di quello assunto nei confronti dei soci di controllo e della capogruppo: cfr., al riguardo, L. BENEDETTI, *Le anomalie del rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 509 s., dove ampi riferimenti bibliografici; M. MOZZARELLI, *Appunti*, cit., p. 587; D. VATTERMOLI, *La subordinazione «equitativa»* (Equitable Subordination), in *Riv. soc.*, 2009, p. 1401 ss.; W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 119; S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 96 s., p. 368 s.

(21) Cfr., sull'ampio ambito di applicazione delle *dividend restrictions*, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 164; C.W. SMITH - J.B. WARNER, *On Financial Contracting*, cit., p. 131 ss.; W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 54 s.

(22) È appena il caso di ricordare la posizione di centralità assunta nel dibattito sul capitale sociale dalle regole sulla sua conservazione e sui conseguenti limiti posti alla distribuzione del patrimonio ai soci nel corso della vita della società, per effetto sia dell'erosione del principio di prudenza e di quello di «realizzazione», che prevede la distribuibilità dei soli utili «realizzati» alla fine dell'esercizio (art. 31, par. 1, lett. c), della direttiva 78/660/CEE), scaturita dalla già segnalata adozione dei principi IAS/IFRS, sia della spinta — pure in precedenza evidenziata (cfr. *supra*, cap. I, § 7) — all'adozione di *solvency tests*: sul tema, cfr., fra gli altri, M. MIOLA, *La tutela*, cit., p. 269 ss.; N. ABRIANI, *Finanziamenti «anomali»*, cit., 338 ss.; sul distacco fra le clausole restrittive delle distribuzioni e la disciplina tedesca delle società per azioni, che limita queste ultime all'utile risultante dal bilancio (§ 57, *Abs. 3, AktG*), cfr. S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 166 ss.

dell'erogazione del finanziamento (23), ma anche a migliorare la posizione dell'impresa finanziata rafforzando la garanzia del credito ed aumentandone il valore. Inoltre, tali clausole scoraggiano l'*underinvestment*, impedendo la distribuzione della liquidità non qualificabile come profitto secondo i criteri previsti dalla clausola e costringendo la società ad impiegarla a beneficio dei creditori (24).

Ugualmente oggetto di limitazioni da parte dei creditori possono essere l'alienazione di *assets* strategici o il mutamento dell'oggetto sociale (25); la fusione con altre società o il cam-

(23) Tale risultato viene conseguito mediante la previsione che la distribuzione di dividendi, l'acquisto di azioni proprie o il riscatto delle medesime possano avvenire soltanto per una percentuale degli utili prodotti da una data predefinita, vicina di regola a quella della concessione del credito. Ciò non impedisce alle banche di modificare questo schema per adattarlo alle proprie esigenze di prestito, limitando ulteriormente la tempistica e la frequenza dei pagamenti o condizionandoli al rispetto di criteri diversi, quali *ratings* del credito o *financial ratios* previsti da altri *covenants* imposti al debitore (W.W. BRATTON, *Bond covenants*, cit., p. 54; cfr., sulla possibilità di limitare indirettamente le distribuzioni mediante *covenants* finanziari, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 168).

(24) Tale effetto può tradursi nell'obbligo per la società di investire in progetti a NPV negativo. È quanto avviene, dal punto di vista dei soci, quando il rendimento del progetto è inferiore al costo del capitale di rischio, per cui è più conveniente distribuire fondi ai soci medesimi. Ciò non vale però per il creditore, che giudica superiore ogni investimento capace di generare un rendimento positivo, sia pure basso. Ne discende che, « *as long as the loan remains outstanding, the borrower without positive investment projects can always direct its free cash flows to repayment of the loan's principal amount* » (W.W. BRATTON, *Bond covenants*, cit., p. 55).

(25) Occorre precisare che le suddette clausole restrittive sono incentrate sull'ipotesi di « *change in nature of business or line of business* » che ha confini più ampi rispetto alla nozione normativa di mutamento dell'oggetto sociale ed appaiono perciò in grado di proteggere il creditore anche rispetto a quelle modiche « di fatto » o « indirette » dell'oggetto medesimo, connesse al cambiamento dell'ambito di attività della società e poste in essere senza il consenso dei soci (S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 182). Si nota altresì come il *covenant* in parola impedisca comunemente solo il « *change of business* » che sia « *substantial* » in quanto conduca ad un aumento del rischio di credito del *lender* (L. GULIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 158), ovvero tale da determinare un

biamiento della compagine di controllo (26); nonché determinate scelte gestorie, quali l'alienazione di partecipazioni esistenti o future, la conclusione o la cessazione di accordi di una certa rilevanza, lo scioglimento o il mutamento sostanziale di contratti con importanti collaboratori, la stipula di accordi transattivi a favore di società legate da un rapporto di controllo all'impresa debitrice (27).

Particolare importanza rivestono, ancora, le clausole che prescrivono restrizioni agli investimenti quale correttivo al pericolo che una politica del debitore troppo aggressiva in questo settore possa compromettere la capacità dello stesso di rimborsare il debito (*capital expenditure restrictions*) (28).

« *material effect* » sull'attività, il patrimonio o le condizioni finanziarie della società debitrice (E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 334). Vale la pena di ricordare, peraltro, come nell'ordinamento inglese, la regolamentazione degli atti estranei all'oggetto sociale — ovvero la dottrina dell'*ultra vires* — appare in grado di offrire una tutela dei creditori di natura reale, rispondente all'obiettivo di conservare la consistenza iniziale del patrimonio attivo offerto loro in garanzia e suscettibile di consentire di configurare un diritto dei creditori stessi alla non modificabilità dell'oggetto sociale (cfr. sul punto M. MIOLA, *L'oggetto sociale tra autonomia statutaria e autonomia gestoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 711). Giova soggiungere, infine, che una completa riorganizzazione dell'impresa verso diverse e più rischiose linee di operatività può essere attuata, talvolta, attraverso la vendita separata di beni aziendali (W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 56).

(26) In effetti, la fusione o il mutamento del controllo, pur non incidendo necessariamente sul rischio di credito, sono normalmente percepite in tal senso e possono influenzare il valore attuale del credito (L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 158). Tale notazione generale non consente di escludere, peraltro, che laddove la società risultante dalla fusione sia fortemente indebitata, il creditore possa trovarsi in una situazione di *claim dilution*; in ogni caso, la fusione può portare ad un cambiamento delle politiche aziendali pregiudizievole per i creditori nel caso in cui conduca ad orientare la gestione verso operazioni altamente rischiose (W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 55).

(27) Cfr., per questa esemplificazione, W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 42 s.).

(28) È da notare che un simile risultato può essere conseguito anche in via indiretta mediante la previsione di « *sweep* » *covenants*, ossia clausole contrattuali che prevedono la restituzione anticipata del finanziamento in occasione di certe operazioni di raccolta di fondi (tipicamente la vendita di cespiti patrimoniali o

Tra gli impegni « negativi » sono altresì frequenti le clausole già menzionate in precedenza che impediscono di avvantaggiare i creditori esistenti (diversi da quelli a protezione dei quali i *covenants* sono apposti) o i creditori futuri con la creazione di garanzie dirette a vincolare al loro esclusivo soddisfacimento uno o più beni dell'impresa debitrice, riducendo così il patrimonio disponibile per gli altri (c.d. *negative pledge*) (29). È appena il caso di aggiungere che la stessa finalità può essere perseguita mediante un *covenant* che vieti di compiere operazioni di *leaseback* (30), oppure attraverso la clausola di *pari passu* rilasciata eventualmente insieme a quella di *negative pledge*.

Maggiori cautele accompagnano l'impiego nei sistemi giuridici europei dei c.d. *financial covenants*, quale insieme di vincoli al rispetto di dati e rapporti di bilancio, a causa della preoccupazione del debitore di vedere limitata la propria autonomia (31).

l'emissione di strumenti sia di capitale di credito, sia di capitale di rischio), oppure nel caso in cui la liquidità dell'impresa superi una soglia prestabilita (F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 138; W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 64).

(29) La violazione di tali patti solleva delicati problemi, dal momento che non è agevole giustificare come possa ripercuotersi nella sfera giuridica di un soggetto terzo, ovvero il creditore a favore del quale la garanzia sia stata successivamente concessa (cfr. E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 334 ss.; L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 161 ss.; S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 176 s.).

(30) Non sembra superfluo precisare che l'obiettivo suddetto potrebbe essere facilmente aggirato se non si vietasse il trasferimento di beni aziendali a terzi per poi riottenerne il godimento attraverso il *leaseback* (S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 179). Va pure evidenziata la particolare pericolosità dell'operazione in parola per il creditore, dato che essa permette al debitore di aumentare la liquidità a scapito degli *assets* e di investirla in progetti più rischiosi o distribuirla ai soci, dando luogo a problemi — oltre che di *claim dilution* — di *asset withdrawal* e di *risky investment policy*. D'altro canto, per preservare una certa flessibilità in capo al debitore le clausole restrittive della vendita di beni prevedono spesso un « paniere » di operazioni ammissibili, individuate in relazione al valore di libro o di mercato massimo del complesso dei beni aziendali trasferibili annualmente (W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 56).

(31) È indicativo, ad esempio, che — diversamente da quanto accade nel-

I parametri di riferimento più utilizzati a questi fini possono consistere sia in valori assoluti, come l'obbligo di mantenere per tutta la durata del finanziamento un importo minimo di capitale netto contabile (*minimum net worth*), sia in indicatori relativi prefissati (c.d. *financial ratios*), come l'impegno ad osservare un determinato rapporto indebitamento totale/capitale netto; a mantenere un indicatore di « liquidità corrente » (capitale circolante in rapporto all'indebitamento a breve termine) non inferiore ad un minimo stabilito; a conservare il livello del capitale circolante netto al di sopra di un certo limite; a contenere gli oneri finanziari entro una percentuale del fatturato, oppure del margine operativo lordo. Tali *covenants* garantiscono al finanziatore un flusso di informazioni parametrato su specifici *tests*, la cui inosservanza funziona da « avvertimento » dello stato di dissesto del debitore.

Eppure, di là dal valore che tali differenti costruzioni possono assumere in un'ottica classificatoria e di sistema, la ripartizione proposta basta a dare la percezione non solo delle variegate tipologie di strumenti contrattuali di protezione dei creditori, ma anche delle principali aree nelle quali si esplica l'influenza da costoro esercitata sulla gestione dell'impresa debitrice.

Anticipando alcune riflessioni che emergeranno con maggiore chiarezza nel capitolo successivo, deve dirsi, infatti, che la presenza di *covenants* finanziari (e, segnatamente, di quelli che fissano un tetto all'indebitamento, eventualmente in rapporto all'indicatore di « liquidità corrente ») permette al creditore di incidere sulla provvista di mezzi di finanziamento

l'esperienza anglo-americana, dove la loro inserzione nei contratti di credito è « la regola » — la praticabilità di siffatti *covenants* nell'ambiente giuridico tedesco è oggetto di un intenso dibattito, essendo particolarmente controversa la portata che essi devono avere per consentire di limitare il rischio di credito, senza risultare tuttavia eccessivamente complessi e perciò incomprensibili (W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 43).

dell'impresa debitrice, allo stesso modo in cui la prescrizione di limitazioni dirette o indirette alla politica di investimento si traduce in una spiccata capacità dei creditori « forti » di indirizzare le decisioni gestorie (32).

3. *La violazione dei covenants e il sistema delle sanzioni. L'inadempimento degli obblighi contrattuali quale « segnale d'allarme » per un più intenso monitoraggio del creditore sulla società debitrice.* — Non è difficile intuire che i creditori sono portati a controllare più da vicino l'impresa finanziata, sino al punto di intervenire nelle sue dinamiche decisionali, laddove si riscontrino scarsi rendimenti, nonché violazioni degli obblighi imposti dai *covenants*. Ed infatti, sebbene queste violazioni siano piuttosto comuni e non preludano tipicamente al dissesto finanziario dell'impresa debitrice, possono tuttavia scatenare talune reazioni da parte del creditore, inducendolo ad esercitare una maggiore influenza su di essa (33).

Occorre tener conto, infatti, che la violazione dei *covenants* costituisce un *event of default* che legittima il creditore a sanzionare il debitore con la decadenza dal beneficio del termine per il pagamento e la risoluzione del contratto. Vi sono poi *events of defaults* che, pur non costituendo una violazione degli impegni assunti, consentono al creditore di adottare le azioni opportune al sorgere dei primi sintomi di difficoltà finanziaria della società debitrice.

Si è già segnalata e merita di essere richiamata a questo proposito la diffusione nella prassi finanziaria angloamericana della clausola c.d. *material adverse change*, in forza della quale — come si è anticipato — il debitore si obbliga ad informare tempestivamente il creditore di eventi particolarmente impor-

(32) E v., al riguardo, F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 152 ss.; A. WITTIG, *Financial Covenants*, cit., pp. 1382 e 1389; L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 81.

(33) F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 150.

tanti capaci di provocare un peggioramento della propria situazione patrimoniale e finanziaria o da rappresentare un pericolo per la stessa, nonché delle c.d. *change of control provisions*, che impegnano la società debitrice a denunciare i cambiamenti della propria compagine sociale. Una struttura particolare rispetto agli *events of default* connessi alla violazione di specifici impegni quali sono i *covenants* presenta la c.d. *cross-default clause*, la quale si ricollega apertamente a circostanze riguardanti non la relazione fra le parti del rapporto di finanziamento, ma i debiti del sovvenuto nei confronti dei terzi (34).

È bene ricordare preliminarmente come la funzione dei *covenants* quale mezzo per controllare il rischio di credito dipenda in modo sostanziale dall'effettiva vigilanza sull'adempimento da parte del debitore degli obblighi ad esso impo-

(34) Si nota che per effetto delle clausole di *cross-default*, l'inadempimento di obbligazioni assunte nei confronti di terzi (ad esempio, le obbligazioni tributarie) viene qualificato giuridicamente come inadempimento verso il finanziatore, determinando la decadenza dal beneficio del termine e rendendo immediatamente esigibile il credito di quest'ultimo. Può dirsi che viene in tal modo ad instaurarsi — al fine di garantire, non diversamente da quanto accade con le clausole di *negative pledge* e *pari-passu*, la *par condicio creditorum* — una correlazione fra diversi rapporti di finanziamento, se non una « incorporazione » nel contratto di credito degli obblighi assunti verso altri creditori (S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 197), ponendo l'esigenza di una informazione costante sul loro corretto adempimento. Non a caso, il *covenant* consente di (o tende ad) allocare l'attività di monitoraggio sull'impresa tra i vari finanziatori della stessa. In termini di efficienza, è da osservare che l'estensione alla sfera giuridica del finanziatore di meccanismi di protezione originariamente previsti in favore di altri creditori, se per un verso implica un rafforzamento della posizione del finanziatore (G. PIEPOLI, *Profili civilistici*, cit., p. 506), per l'altro, fa sì che anche inadempimenti marginali (i cui effetti sono tendenzialmente riassorbiti nel medio periodo) possono determinare l'insolvenza del debitore (L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 171). Ecco perché l'operatività della clausola viene di regola mitigata attraverso la fissazione di un importo minimo dell'inadempimento nei confronti dei finanziatori terzi che possa innescare il *cross-default* (U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari*, cit., p. 607).

sti (35). Ciò può essere confermato, in termini ancora una volta empirici, ma non certo privi di significato, dall'osservazione della prassi creditizia angloamericana, cui si deve l'elaborazione di un sistema di monitoraggio basato su diversi livelli, inteso a definire quando ha luogo una violazione degli impegni contenuti nei *covenants*.

Non è privo di interesse segnalare che, soprattutto nel caso dei *covenants* finanziari, può essere prevista contrattualmente la regola che esige l'adempimento dell'obbligo in qualsiasi momento, sicché anche il superamento occasionale di determinati rapporti di bilancio costituisce una violazione dell'obbligo medesimo (c.d. *maintenance test*).

Oltre che nella sua versione « forte », la regola in questione può essere formulata in forma attenuata, prescrivendo l'osservanza dell'obbligo entro un termine di scadenza prestabilito e consentendo così una maggiore flessibilità al soggetto obbligato (36). È inoltre frequente l'inserimento di un termine di tolleranza per l'adempimento, oppure per la diffida ad adempiere da parte del finanziatore (37).

(35) Sull'importanza di verificare l'osservanza dei *covenants* nell'attuazione del rapporto, v. *supra*, nt. 10.

(36) W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 44. Preme sottolineare come l'efficiente funzionamento dei *covenants* finanziari in quanto sistema di tempestiva segnalazione dello stato di crisi dell'impresa finanziata implica l'imposizione a carico della stessa di doveri di informazione sulla propria situazione finanziaria strumentalmente rivolti a consentire al creditore di controllare il rispetto dei *covenants* medesimi. Strettamente connessa a tale esigenza è la prescrizione, in sede di stipulazione degli accordi, di quali attestazioni (ed a quali intervalli di tempo) il debitore deve trasmettere al creditore. Si confrontano al riguardo, da una parte, l'interesse del creditore a seguire quanto più possibile da vicino gli impegni contrattuali, grazie ad informazioni frequenti e ravvicinate, e, dall'altra, i costi che ne conseguono sia per il debitore, tenuto a predisporre la relativa documentazione, sia per lo stesso creditore, chiamato a controllarla. Conviene, allora, richiedere alla società debitrice di fornire tali documenti alla chiusura dell'esercizio annuale, quando non semestralmente, trimestralmente, o, addirittura, con una cadenza mensile: e v., per questi chiarimenti, A. WITTIG, *Financial Covenants*, cit., p. 1384.

(37) U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari*, cit., p. 608. Questa ipotesi va

Ad analoghe finalità risponde l'imposizione a carico del debitore dell'obbligo di attestare l'adempimento dei *covenants* nell'ambito di un *compliance certificate* (c.d. *incurrence test*) (38), nonché di informare tempestivamente il creditore del verificarsi di uno degli eventi di *default* previsti nel contratto di finanziamento (39).

Preme mettere in luce che la violazione di uno o più vincoli stabiliti dalle clausole dei *covenants* non sempre conduce alla decadenza dal beneficio del termine del debitore rispetto al rimborso del credito ed alla risoluzione del contratto (40). Essa comporta in realtà la sottoposizione del debitore medesimo ad un attento esame, con la conseguenza che agli amministratori potrà essere richiesto di spiegare le strategie e le previsioni dell'impresa (41).

tenuta distinta da quella in cui la banca finanziatrice concede un c.d. *waiver*, che sospende l'efficacia del *covenant* per un certo tempo (W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 44).

(38) Tale attestazione può essere confermata anche da un revisore dei conti (W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 44), con il duplice vantaggio per il creditore di conseguire un elemento di attendibilità e di poter far valere in caso di danni la responsabilità di regresso del revisore medesimo (A. WITTIG, *Financial Covenants*, cit., p. 1384).

(39) Si tratta di un obbligo particolarmente rilevante nell'ottica della tutela degli interessi del finanziatore, specie in presenza di situazioni non sempre facilmente accertabili, come tipicamente accade nel caso di un *cross-default* (G. PIEPOLI, *Profili civilistici*, cit., p. 507). Deve anche notarsi che in questa ipotesi la vigilanza sul rispetto dei *covenants* è sostanzialmente delegata al debitore, su cui vengono a gravare corrispondenti doveri di denuncia delle proprie violazioni contrattuali (W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 45).

(40) È opportuno chiarire che dinanzi al verificarsi di un *event of default* il creditore è chiamato a scegliere se avvalersi dei « *termination and acceleration rights* » o concedere al debitore un « *waiver* ». Sebbene sia consigliabile che il creditore comunichi a costui l'esito della propria decisione, non si può trascurare di considerare la possibilità che un'eventuale inerzia sia interpretata come una rinuncia tacita. Al fine di scongiurare questo pericolo il contratto contiene spesso una « *no-waiver* » *clause*, ritenuta però nella *common law* non sufficiente ad evitare l'*estoppel* in presenza di fatti idonei a supportarlo (L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Law*, cit., p. 171).

(41) F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 151.

Dalla prassi bancaria emerge, altresì, la possibilità che il creditore imponga ulteriori restrizioni all'impresa debitrice e (sia pure meno frequentemente) una riduzione del credito, un aumento del tasso di interesse o il rilascio di garanzie supplementari (42).

Volendo trarre da queste osservazioni spunti significativi per il tema che a noi interessa, sembra di poter condividere l'inquadramento dei *covenants* non tanto quali strumenti intesi a costringere il debitore ad un immediato rimborso del finanziamento, quanto (e soprattutto) come meccanismi idonei a segnalare il bisogno di attenzione del creditore nei confronti dell'impresa debitrice. Quando tale meccanismo viene innescato — e ciò accade, per l'appunto, in presenza di un inadempimento — il creditore è spinto ad aggiornare le proprie informazioni sul debitore e ad assumere i provvedimenti conseguenziali, che non si traducono necessariamente nella revoca del credito, ma conducono, il più delle volte, a rinegoziare le condizioni del prestito per tener conto della mutata situazione della società finanziata (43).

I medesimi rilievi portano dunque ad evidenziare un ulteriore modo di manifestarsi dell'influenza da parte del finan-

(42) Queste soluzioni, da un lato, permettono di graduare le conseguenze dell'inadempimento in proporzione alla sua gravità, dall'altro, sono economicamente efficienti. In particolare, l'aumento del tasso di interesse riflette l'incremento del rischio creditizio e può essere, nel contempo, di monito ai « cattivi pagatori », spingendoli ad adempiere tempestivamente alle scadenze contrattuali (U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari*, cit., p. 607 s.).

(43) F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 152, che riprende la definizione delle « *default clauses* » contenute nei contratti di finanziamento come « *trip wires* » rivolte a segnalare la necessità per il finanziatore di rafforzare il proprio monitoraggio, usata per la prima volta da Daniels e Triantis (G.G. TRIANTIS - R.J. DANIELS, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, in *California Law Review*, vol. 83, 1995, 1093 s.) e poi divenuta piuttosto frequente nella dottrina giuridica statunitense più consapevole delle implicazioni della presenza dei creditori professionali sul piano della *corporate governance* (v., ad esempio, D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Private Debt*, cit., p. 1227 ss.).

ziatore sulla gestione della società debitrice, che scaturisce dall'esigenza di un continuo adattamento degli obblighi inizialmente previsti in relazione all'evolvere delle circostanze ed alla specifica situazione aziendale (44).

(44) Risulta così rafforzata la necessità di adattare ciascun *covenant* alle caratteristiche dell'impresa finanziata: cfr., a tale riguardo, I. COSTACHE, *The Role and Structure of Debt Covenants*, June 2008, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1383902>, p. 11 s., che richiama esemplarmente il caso *Enron*, a dimostrazione dell'importanza di strutturare e coordinare i *covenants* in maniera tale che non possano essere violati. Nel contempo, merita domandarsi se un accorto esercizio delle funzioni di controllo e monitoraggio della gestione, nonché — a fronte di un eventuale inadempimento della società debitrice — la concessione di un *waiver*, così da mantenere in atto la relazione con la medesima, possano ricondursi ad un dovere di cooperazione del creditore all'adempimento configurabile, a sua volta, come un onere, ovvero come un comportamento che lo stesso creditore deve tenere quale condizione obiettiva per evitare che il suo diritto possa tradursi in una situazione generatrice di conseguenze negative (C.M. BIANCA, *Diritto civile. 4. L'obbligazione*, Milano, 1993, p. 374 ss., anche per il chiarimento che il creditore non è tenuto a cooperare alla medesima stregua in cui il debitore è tenuto ad eseguire la prestazione, pena l'alterazione dello schema dell'obbligazione quale strumento per il soddisfacimento dell'interesse creditorio; sul concetto normativo di cooperazione del creditore, intesa come quell'attività la cui illegittima omissione rende applicabile la disciplina della *mora accipiendi*, cfr. G. CATTANEO, *La cooperazione del creditore all'adempimento*, Milano, 1964, p. 27 ss.). Ed utili indicazioni in tal senso potrebbero provenire nel nostro ordinamento dall'indirizzo giurisprudenziale incline a ritenere che la revoca del credito, pur essendo l'effetto di una valutazione costante del merito di credito del debitore, non può avvenire in termini arbitrari o repentini, esprimendo altrimenti una condotta esecutiva del contratto improntata a mala fede e contraria alle norme poste a presidio della correttezza dei comportamenti dei contraenti (cfr. Cass., 13 aprile 2006, n. 8711; Cass., 23 settembre 2002, n. 13823, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, p. 1, con nota di O. DE NICOLA; sull'argomento cfr., in luogo di molti, F. BONELLI, "Concessione abusiva" di credito e "interruzione abusiva" di credito, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, p. 827 ss.; B. INZITARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione e rottura del credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, p. 265 ss.). Deve peraltro tenersi presente che, di là dalla constatazione della limitata propensione dei creditori a far ricorso alla decadenza dal beneficio del termine ed alla revoca del finanziamento, appare difficile riscontrare concretamente un siffatto esercizio abusivo dei « *termination and acceleration rights* » in presenza di una precisa identificazione degli *events of defaults* che ne costituiscono il presupposto. Non si esclude, tuttavia, che qualora l'*event of default* in questione richieda al creditore di interpretare una clausola formulata in termini ampi — al fine

Certo, tale risultato può essere raggiunto grazie al fatto che i c.d. *events of default*, al cui verificarsi o meno si ricollegano speciali conseguenze sul piano giuridico, sono stabiliti con riferimento al singolo caso, in contrasto con la tendenza alla standardizzazione delle clausole contrattuali nell'ottica di una riduzione dei costi di transazione (45).

Eppure, in un'ottica costi-benefici, si tende a sottolineare come la riduzione del rischio di credito conseguita mediante l'inserimento dei *covenants* superi di gran lunga i costi di negoziazione e di monitoraggio delle relative clausole (46). E ciò si deve alla circostanza che siffatte regolazioni contrattuali possono consentire — come si chiarirà meglio più avanti — una gestione anticipata della crisi d'impresa, impedendo il compimento di atti gestori che ne distruggano il valore (47).

di decidere ad esempio se un « *adverse change of circumstances* » sia « *material* » — il debitore possa invocare una « *wrongful acceleration* » e condurre a ritenere il creditore medesimo responsabile di una « *breach of contract* » se rifiuta di erogare anticipi che era tenuto a corrispondere o attiva una garanzia (cfr. L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 172 s.).

(45) A livello generale, si nota come questa caratteristica — che parrebbe indicare in principio una precedenza dell'autonomia privata — sottende la discussione sull'opportunità di tenere conto degli sviluppi della prassi finanziaria e di accompagnarli con norme giuridiche orientate al mercato. La riflessione in merito non può condurre né a rifiutare « in blocco » tale evoluzione, richiamandosi alla impossibilità di « importare » nei sistemi giuridici continentali una prassi formata nell'ambiente anglo-americano, né a recepirla acriticamente. Si tratta, piuttosto, di decidere se la legittimità di tale riconoscimento debba essere dimostrata in concreto, o se l'autonomia privata non necessiti di limiti legali in vista della protezione di interessi determinati (W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, cit., p. 70 s.).

(46) L'affermazione sopra riportata è confermata dall'analisi empirica, dal momento che nella prassi bancaria si registra una soddisfazione unanime per l'utilizzazione di tali modelli negoziali (F. THIEßEN, *Covenants in Kreditverträgen: Alternative oder Ergänzung zum Insolvenzrecht?*, in ZBB, 1996, p. 29).

(47) Questa prospettiva risulta confermata dalla constatazione che la disciplina degli *event of defaults* contenuta nei *covenants* consente di identificare e di dare fondamento giuridico al momento iniziale della crisi « ufficiale » dell'impresa e, nel contempo, di avviare un assai stretto monitoraggio sulla sua gestione da

Vi è pure da osservare come l'attivazione da parte del creditore dei meccanismi di reazione alle violazioni contrattuali ed il conseguente, più intenso coinvolgimento di quest'ultimo nella gestione dell'impresa debitrice possono favorire un miglioramento delle strategie imprenditoriali della stessa ed evitare addirittura, in talune situazioni, il determinarsi dello stato di insolvenza (48).

4. *Le speciali capacità di monitoraggio delle banche finanziatrici.* — Analizzati i contenuti, le funzioni e l'operatività dei *covenants*, si può cominciare a sviluppare, sulla base degli spunti appena proposti, il tema del ruolo dei creditori quale componente « attiva » della *corporate governance* nel normale svolgimento della vita della società.

parte del creditore (o gruppo di creditori) più importante, che può decidere di sostenere il tentativo stragiudiziale di risanamento, evitando di lasciare andare l'impresa verso l'insolvenza (A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento*, cit., p. 526 s.). In senso contrario a questa posizione, viene fatto rilevare che i *covenants* finanziari attengono soltanto a profili contabili relativi alla società debitrice, sicché nel migliore dei casi hanno un valore indicativo solo per il passato, nel peggiore dei casi non ne hanno nessuno (A. WITTIG, *Financial Covenants*, cit., p. 1386). Nella stessa direzione si orienta la critica che i metodi impiegati per pervenire ad una tempestiva conoscenza dello stato di crisi sono privi di una base normativa, nonché di una generale accettazione nella prassi creditizia (H. EIDENMÜLLER, *Unternehmenssanierung*, cit., p. 700 ss.). Si nota, però, che dal punto di vista degli operatori non è determinante poter ricorrere ad un catalogo normativo di indicatori dai quali poter desumere un'incombente crisi dell'impresa. Ugualmente irrilevante è che un determinato parametro acquisti validità per effetto della sua costante osservanza (W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, cit., 71 s.).

(48) Il punto si comprende agevolmente ricordando che i creditori « garantiti » da *covenants* possono, a fronte di una violazione degli stessi, rinegoziare le condizioni del finanziamento, facendo valere la minaccia di una restituzione anticipata del credito. Attraverso tali reazioni, i creditori medesimi forniscono importanti informazioni agli altri *stakeholders*, migliorandone la capacità di disciplinare collettivamente il *management*: cfr., per simili ordini di idee, F. THIEßEN, *Covenants in Kreditverträgen*, cit., p. 22; S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 151 s.; W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, cit., p. 72 s., sulla scia del contributo di G.G. TRIANTIS - R.J. DANIELS, *The Role of Debt*, cit., p. 1073 ss.

Sembra di poter ipotizzare, al riguardo, che laddove si riuscisse a dimostrare la capacità dei creditori di indirizzare la gestione della società finanziata, le tecniche di tutela da costoro utilizzate finirebbero per assumere una rilevanza nella dimensione organizzativa interna alla società.

Per inquadrare la tematica oggetto di esame, è bene muovere dalla considerazione dei vantaggi di ordine « istituzionale » in grado di agevolare e di rendere particolarmente efficace il monitoraggio delle società debentrici da parte delle banche e degli altri creditori « forti ». Costoro godono, infatti, di attitudini e di incentivi tali da favorire l'esercizio del controllo sul proprio debitore e di indirizzarne, se necessario, le scelte di gestione.

Accanto alla già rilevata inclusione nei contratti di finanziamento di vincoli e limiti intesi — come si è visto — ad incidere sulla provvista di mezzi di finanziamento, sulle strategie di investimento, nonché sull'operatività stessa della società, preme rimarcare come la banca finanziatrice abbia accesso ad una serie di informazioni riservate in merito alla gestione imprenditoriale del proprio debitore e possa conseguire specifiche competenze ed *expertise* rispetto al settore in cui questi opera. A ciò si aggiunge la constatazione della presenza di forti stimoli per gli amministratori della società finanziata a rispettare gli impegni contenuti nei *covenants*, sol che si rifletta che un'eventuale violazione può — come già si è avuto modo di chiarire in precedenza — compromettere il finanziamento e condurre al suo immediato rimborso (49).

Bisogna rilevare, tuttavia, che la sottoposizione della società finanziata al monitoraggio dei creditori, se pure verosimilmente non priva di incidenza sulle scelte gestorie compiute dagli amministratori, non è di per sé sufficiente ad attribuire

(49) Cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 125 ss.; D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Private Debt*, cit., p. 1229.

ai fornitori di capitale di credito un significativo coinvolgimento nella *governance* della società stessa. Ed invero la principale modalità attraverso la quale i creditori possono influenzare la gestione di quest'ultima è rappresentata dal « dialogo » che viene ad instaurarsi fra le parti in seguito alla violazione di un *covenant* (50). Il discorso può essere avviato richiamandosi alla già evidenziata tendenza dei creditori « forti », dinanzi al verificarsi di un *event of default*, a rinegoziare le condizioni del finanziamento anziché a revocarlo (51). Per convincersi della fondatezza di tale impostazione è sufficiente considerare che tale rinegoziazione « forzata » può comportare la necessità di porre in essere dei cambiamenti nella gestione della società, sino ad arrivare alla sostituzione del suo *top management* (52). Il medesimo effetto può essere

(50) Cfr., in questi termini, L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 82, secondo cui, avendo presente che l'esercizio degli « *acceleration and termination rights* » può condurre la società al dissesto e far cessare il rapporto di finanziamento, il creditore difficilmente accetterà di perdere i profitti da esso derivanti e cercherà di mantenere in piedi il rapporto medesimo per evitare che il rimborso del capitale mutuato sia minacciato dallo stato di insolvenza del debitore. Conseguenza da tale rilievo la considerazione che, sebbene la minaccia di far valere la decadenza dal beneficio del termine sia usata come « leva » sul debitore (F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 141), i creditori acquisiscono la capacità di influenzarne effettivamente l'attività attraverso la rinegoziazione conseguente alla violazione di un *covenant*.

(51) Questo atteggiamento non è mutato neppure dopo la crisi finanziaria iniziata nel 2007, durante la quale le conseguenze della violazione dei *covenants*, pur risultando più severe, non hanno precluso l'accesso al credito alla maggior parte delle imprese (J.R. GRAHAM - M.T. LEARY, *The Determinants of Capital Structure*, cit., p. 25 s.).

(52) Benché l'ipotesi non sia frequente, non ci si può nascondere che la minaccia del rimborso anticipato del finanziamento e quella del rifiuto di erogare nuovo credito (specie quando si sia al cospetto di una « *revolving facility* ») possano far « leva » sulla società debitrice, inducendola ad operare tale cambiamento: cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 156 ss., sulla scorta dello studio di S. OZELGE, *The Role of Banks and Private Lenders in Forced CEO Turnovers*, January 15, 2008, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1031814>, p. 5, che rileva come il *turn over* dei *Chief Executive Officers* sia maggiore nelle società che

conseguito quando il credito è erogato attraverso una serie di finanziamenti a breve termine, le cui condizioni siano negoziate ad intervalli regolari. Ed una spinta a conformarsi al volere del creditore è altresì esercitata dalla minaccia di rifiuto da parte di costui di concedere ulteriore credito qualora il finanziamento rivesta la forma di « *revolving facility* » (53).

Il peso di questi fattori può essere meglio evidenziato non appena si ponga a confronto la posizione delle banche finanziatrici e degli altri creditori « forti » con quella degli obbligazionisti.

Sono noti, a tale proposito, i problemi di azione collettiva che impediscono a questi ultimi di rinegoziare le condizioni del prestito a fronte del deteriorarsi della *performance* della società debitrice, tanto da giustificare le resistenze dalla stessa opposte *ex ante* all'inserimento di *covenants* nei prestiti obbligazionari. È lecito attendersi, del resto, una limitata coesione all'interno della massa degli obbligazionisti e, dunque, un atteggiamento scarsamente collaborativo da parte di costoro in sede di modificazione delle condizioni del prestito a seguito di un *default*. E questo rilievo appare coerente con l'assenza in capo agli obbligazionisti di alcun interesse di tipo reputazionale, diversamente da quanto avviene per i creditori professionali interessati, invece, a costruire e preservare una reputazione nel senso della disponibilità a cooperare con il proprio debitore al fine di conservare il rapporto di credito (54).

fanno ricorso al finanziamento bancario e che l'influenza del creditore sotto questo profilo è più spiccata di quella degli *independent directors* (cfr., pure, *infra*, in questo capitolo, § 5).

(53) L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 83.

(54) Cfr., per queste considerazioni, W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 76 ss. Posto che nella prevalente esperienza internazionale i rapporti fra emittente ed obbligazionisti sono normalmente mediati da un soggetto indipendente rispetto alla società, il quale assume la veste di interlocutore privilegiato e necessario della stessa in luogo dei singoli creditori, e che la struttura negoziale normalmente utilizzata — in quanto sottoposta al diritto inglese — ricorre alla figura del *trust*, è

Osservando il fenomeno da una diversa angolazione, sembra potersi sostenere, peraltro, che i rimedi contrattuali predisposti dai creditori « forti » possono tornare a beneficio anche degli altri creditori, i quali finiscono per delegare implicitamente ai primi la responsabilità del monitoraggio della società debitrice (55).

E tuttavia un simile assunto non può essere pienamente accolto senza interrogarsi sulla possibile distonia fra gli interessi delle varie categorie di creditori. Per avere più chiari i termini della questione, mette conto richiamare la sussistenza di una relazione direttamente proporzionale fra la durata del prestito e l'inserimento dei *covenants* nel relativo contratto (56). Dall'osservazione di questo dato economico discende

evidente che gli esiti (e la praticabilità stessa) della rinegoziazione dipenderanno dal potere del *trustee* di affrontare le violazioni di minore entità e di negoziare per conto degli obbligazionisti (K. SCHMIDT, *The Economics of Covenants as a Means of Efficient Creditor Protection*, in *EBOR*, 2006, p. 89). E tuttavia la prassi tende a circoscrivere gli obblighi di monitoraggio del *trustee* consentendogli di presumere che l'emittente sia adempiente e che non vi siano *events of default*, salvo il caso in cui costui abbia un'effettiva consapevolezza o un'espressa notizia in senso contrario. Al di fuori di queste ipotesi, la normale attività di monitoraggio si risolve semplicemente nel ricevere i *compliance certificates* da parte degli amministratori e nell'esaminare i bilanci annuali e gli altri documenti sottoposti ai creditori (E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 343). La relativa debolezza del meccanismo di rinegoziazione contribuisce a spiegare perché i *covenants* siano di solito meno stringenti nelle emissioni obbligazionarie che nei prestiti bancari, sebbene anche in questi ultimi sia importante raggiungere il giusto bilanciamento fra restrizioni significative che attribuiscono alla banca una certa « leva » e vincoli eccessivi suscettibili di innescare una costosa attività di rinegoziazione (L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 83).

(55) F. TUNG, *The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors*, in *Emory Law Journal*, vol. 57, 2008, p. 836 s.; cfr., inoltre, P. MANKOWSKI, *Reicht des Vertragsrecht für einen angemessenen Schutz der gesellschaftsgläubiger und ihrer Interessen aus?*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital*, cit., p. 495 ss.

(56) W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 39; E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 330, p. 341, che sottolinea come l'importo e la durata del finanziamento sia una delle variabili (insieme alla scadenza ed alla « storia » del debitore, alla circostanza

la possibilità di accostare, se non altro sotto il profilo dell'orizzonte temporale, il finanziamento bancario « garantito » da *covenants* al prestito obbligazionario, che è anch'esso, tipicamente, un finanziamento a medio e lungo termine (57).

Se la conclusione che precede è esatta, bisogna convenire che la distinzione di vertice tra il finanziamento bancario ed il prestito obbligazionario riguarda fundamentalmente l'aspetto strutturale e procedimentale (58). Quel che si vuol sottolineare è, in altri termini, la circostanza che nelle emissioni obbligazionarie il frazionamento dell'operazione e la sua diffusione fra il pubblico comportano tutele e possibilità di intervento ben diverse da quelle previste quando analoghi finanziamenti vengano concessi da banche.

Resta, infine, da affrontare il dubbio circa la compatibilità fra l'interesse dei creditori professionali a tutelare il proprio finanziamento e quello dei soci alla massimizzazione del valore delle partecipazioni (59), visto come il fine ultimo della gestione e destinato ad intrecciarsi, nel nostro diritto societario, con la nozione di interesse sociale (60). Benché il problema sia articolato e complesso, non si può trascurare di

che vi siano o meno garanzie, alle spinte competitive del mercato) destinate ad influenzare il contesto negoziale su cui si basa il monitoraggio delle banche.

(57) P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni*, cit., p. 698, il quale osserva come, nonostante un termine minimo non sia espressamente previsto, una certa durata sembra essere « connaturale » al fenomeno, alla luce, ad esempio, dell'organizzazione degli obbligazionisti e dei suoi poteri; e prosegue facendo notare come il finanziamento a medio e lungo termine sia tipico delle banche.

(58) W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 76.

(59) Si osserva, in merito, che sebbene gli interessi dei creditori e quelli degli azionisti non sempre coincidano, essi possono di fatto, in talune circostanze, largamente sovrapporsi: si pensi, ad esempio, alla tendenza a ridurre il lassismo degli amministratori od a contrastare l'assunzione di rischi eccessivi da parte di costoro (F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 118 ss.; J. SHEPHERD - F. TUNG - A. YOON, *What Else Matters for Corporate Governance?*, cit., p. 993).

(60) Sul possibile avvicinamento fra l'interesse dei *debtholders* e quello dei soci, cfr. *supra*, cap. I, § 8.

considerare, in proposito, che il monitoraggio delle banche può contribuire ad accrescere il valore dell'impresa e le utilità derivanti ai soci dall'investimento azionario. Ciò è confermato dal fatto che l'annuncio da parte della banca di estendere o di rinnovare il credito è per lo più accompagnato da reazioni positive del mercato e si risolve in un aumento di valore dell'investimento azionario (61).

D'altro canto, il controllo esercitato dalle banche sui flussi di cassa della società debitrice scoraggia gli amministratori dall'assumere decisioni che possano comprometterne la sostenibilità finanziaria, determinando — anche sotto questo aspetto — un tendenziale allineamento fra gli interessi degli azionisti e quelli dei creditori.

5. (Segue): *l'efficacia del monitoraggio delle banche e degli altri creditori « forti » rispetto ai tradizionali meccanismi di corporate governance, e in particolare alla figura degli amministratori indipendenti.* — L'efficacia del monitoraggio delle banche finanziatrici e degli altri creditori « forti » può essere attentamente verificata anche grazie al confronto con la figura degli amministratori indipendenti quali soggetti investiti di un ruolo di supervisione sull'operato degli amministratori con poteri esecutivi e di prevenzione e risoluzione di conflitti di interesse.

Tale funzione accomuna significativamente sia i modelli proprietari caratterizzati dalla separazione fra proprietà e controllo, sia i modelli a struttura proprietaria fortemente concentrata, quale è quello italiano, in cui l'esercizio di un'attività

(61) Cfr., per la dimostrazione che tale effetto si deve soprattutto alla prospettiva del futuro monitoraggio esercitato dalla banca nel corso del finanziamento, piuttosto che alla circostanza che la decisione iniziale di concedere il credito concorre a risolvere il problema delle asimmetrie informative esistenti sul mercato, sebbene le due spiegazioni possano coesistere: cfr. J. SHEPHERD - F. TUNG - A. YOON, *What Else Matters*, cit., p. 1004.

di monitoraggio sulla correttezza dell'operato degli amministratori esecutivi è finalizzata ad impedire comportamenti opportunistici non tanto (o non soltanto) dei *managers* animati dall'intento di favorire interessi diversi da quello sociale, quanto del socio o dei soci di controllo, i quali, approfittando delle proprie prerogative proprietarie, potrebbero indurre gli amministratori, esecutivi e non, ad agire secondo i loro interessi extrasociali (62).

Proprio in considerazione dei compiti di monitoraggio attivo loro affidati — che attengono all'elaborazione, in un rapporto di partecipazione dialettica con il *management*, della strategia societaria nell'interesse della società e dei suoi soci — un ruolo centrale nella ricostruzione dello statuto speciale di tale categoria di amministratori rivestono l'individuazione e l'osservanza di *standards* di comportamento « qualificati », che garantiscano, nel contempo, particolare competenza e particolare distacco dal gruppo di comando (63).

(62) È da ammettere che, pur con le differenze che separano i modelli in discorso, gli amministratori indipendenti costituiscono « uno strumento inteso a ridurre i c.d. costi di agenzia in ogni sistema di diritto societario che li ha introdotti » (U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, p. 514; cfr., inoltre, L. ENRIQUES - H. HANSMANN - R.R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in R.R. KRAAKMAN *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law*, cit., p. 64 ss.).

(63) Prendendo « a campione » il nostro diritto societario, dove pure manca uno statuto « organico » degli amministratori indipendenti essendo la disciplina legislativa, regolamentare ed autoregolamentare prevalentemente incentrata sulla previsione della necessaria presenza degli stessi nel consiglio di amministrazione e sui requisiti di « indipendenza », si richiede a tali soggetti di approfondire particolare impegno ed attenzione per verificare la rispondenza delle decisioni di alta amministrazione all'interesse sociale ed alla necessità di evitare comportamenti opportunistici. Ed il livello del modello di condotta diviene ancora più elevato quando l'attività di sorveglianza sulla gestione sociale viene svolta in uno dei comitati interni con funzioni istruttorie e di consultazione in materie particolarmente a rischio di conflitto di interessi. Laddove si ritenga che, in determinate ipotesi, sorgano in capo agli amministratori indipendenti particolari doveri di « agire in modo

Presupposto indispensabile per poter adempiere efficacemente ai doveri appena segnalati è un impegno, in termini di tempo e di attenzione, adeguato all'espletamento delle proprie funzioni in piena autonomia e conformemente ad un più forte e preciso dovere di fedeltà.

È proprio sotto questo profilo, tuttavia, che la figura degli amministratori indipendenti ha mostrato, sullo sfondo della crisi emersa a partire dalla seconda metà del decennio appena trascorso, limiti piuttosto seri, contribuendo a rendere più urgente l'esigenza di ricercare, in generale, strumenti efficaci di *corporate governance* e di indagare, in particolare, se un contributo significativo in tale senso possa provenire dal ruolo dei creditori « forti » ed in specie delle banche. Sebbene il discorso possa apparire sfuggente e non scevro dal rischio di incorrere in qualche forzatura, taluni postulati teorici, suffra-

informato » *ex art.* 2381, comma 6, c.c., essi devono tradursi in un'accorta verifica della completezza dell'informazione fatta circolare dagli amministratori esecutivi e nella richiesta delle ulteriori informazioni necessarie per una consapevole valutazione della gestione sociale: cfr., in argomento, D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., vol. 2, p. 387 ss.; ID., *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, cit., p. 404 ss.; cfr., pure, U. TOMBARI, *Verso uno "statuto speciale" degli amministratori indipendenti (Prime considerazioni sul d.lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al regolamento Consob in materia di emittenti)*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, p. 51 ss.

E tuttavia, una chiara dimostrazione della difficoltà per gli amministratori indipendenti di esercitare effettivamente, nella nostra esperienza giuridica, la loro « *possibile funzione* » di contribuire a migliorare i sistemi di controllo e ridurre i problemi di agenzia tra azionisti di maggioranza e di minoranza (U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti*, cit., p. 515, corsivo nell'originale), è offerta da Trib. Milano, sez. I penale, 18 dicembre 2008, sul caso Parmalat, dove si segnala il disagio di prospettare una responsabilità a loro carico per omesso controllo dell'informativa sulle operazioni *price sensitive* laddove i dati « a monte » siano falsificati, dal momento che essi (insieme ai non esecutivi) possono solo chiedere spiegazioni agli esecutivi (che risponderanno sempre in coerenza con i dati presentati) e non hanno normalmente alcun potere di verifica e di controllo delle informazioni ricevute.

gati da riscontri empirici, possono forse facilitarne la comprensione.

Conviene ricordare, al riguardo, come l'instaurazione da parte di una banca di molteplici rapporti di finanziamento con imprese operanti in un medesimo settore fa sì che la stessa sviluppi economie di scala in grado di consentirle di « prezzare », controllare e gestire i prestiti a costi inferiori rispetto a soggetti aventi un portafoglio crediti meno omogeneo (64).

Al contrario, è facile intuire come gli amministratori indipendenti non abbiano, relativamente ad una data industria, *expertise* maggiori di quelle che hanno potuto maturare rivestendo la loro carica. Ed in merito occorre anche sottolineare che essi, pur essendo formalmente legittimati ad accedere alle medesime informazioni rese note alle banche, non sempre hanno tempo e competenze tali da permettere loro di raccogliere, elaborarle e valutarle adeguatamente (65). Lo stesso ricorso, se necessario, a consulenti esterni che possano agevolare l'analisi dei flussi informativi e delle proposte dei consiglieri esecutivi — visto come una componente essenziale di un più ampio dovere di agire in modo informato — potrebbe determinare situazioni di dipendenza e tendere ad indebolire l'efficacia dei compiti di monitoraggio loro rimessi (66).

Si potrebbe anche dire che i creditori sono sottoposti, se pure economicamente, al rischio d'impresa, mentre gli amministratori indipendenti non traggono il proprio sostentamento dalla remunerazione dell'incarico svolto, per cui sono meno

(64) Per avere un'idea della fondatezza di quanto stiamo dicendo può essere utile richiamare le considerazioni svolte a proposito della differenza fra le banche e gli obbligazionisti, su cui *supra*, in questo capitolo, § 4.

(65) Cfr., ad esempio, M. HARRIS - A. RAVIV, *A Theory of Board Control and Size*, in *Review of Financial Studies*, vol. 21, 2008, p. 1797 ss.; P. KUMAR - K. SIVARAMAKRISHNAN, *Who Monitors the Monitor? The Effect of Board Independence on Executive Compensation and Firm Value*, *ibidem*, p. 1371 ss.

(66) F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 133 s.

motivati ad impegnarsi a fondo nell'adempimento della propria funzione di controllo (67).

Ed un'incidenza tutt'altro che trascurabile ai fini del discorso che si sta svolgendo riveste l'osservazione (di cui pure si è dato conto) del progressivo accentuarsi degli incentivi delle banche ad esercitare un'ingerenza nella gestione della società debitrice, sottoponendola ad un più attento esame ed a *covenants* più stringenti, a mano a mano che si determina un peggioramento delle condizioni patrimoniali, economiche e finanziarie della stessa. Al contrario, studi recenti (68) dimostrano che gli amministratori indipendenti tendono a rassegnare le dimissioni all'approssimarsi di scarse *performances* della società o della pubblicazione di informazioni negative riguardanti quest'ultima. Ciò significa che diversamente dai creditori « forti », i quali sono portati ad intensificare la propria influenza sulla società debitrice laddove la violazione di un *covenant* riveli un peggioramento del merito di credito e

(67) Secondo questa visuale, il parziale fallimento della figura degli amministratori indipendenti, emerso in maniera emblematica nel caso Enron, si deve — oltre al fatto che essi lavorano solo in minima parte per la società, non hanno le competenze necessarie per valutare la gestione sociale e ricevono scarse informazioni dal *management* — alla circostanza che hanno pochi incentivi a monitorare gli esecutivi, in quanto non sono sufficientemente pagati per l'incarico che rivestono e sono generalmente privi di *stock options* (cfr. K.J. HOPT, *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*, in *The American Journal of Comparative Law*, vol. 59, 2011, p. 35 ss.). Se questa considerazione è esatta, deve convenirsi, tuttavia, che un fattore in grado di motivare gli amministratori indipendenti ad esercitare con impegno ed autonomia le proprie funzioni di vigilanza sulla gestione possa discendere dalla ricostruzione dei doveri fiduciari « qualificati » loro imposti e dal ricorso all'azione di responsabilità qualora siano violati (v. *supra*, nt. 63).

(68) Cfr. R. FAHLENBRACH - A. LOW - R.M. STULZ, *The Dark Side of Outside Directors: Do They Quit When They are Most Needed?*, ECGI Working Paper No. 281/2010, March 1, 2010, reperibile sul sito http://ssrn.com/abstract_id=1585192, che osservano come, accanto alla perdita di reputazione, un incentivo ad abbandonare l'incarico può scaturire dalla prospettiva di un incremento del carico di lavoro che normalmente accompagna i mutamenti nella gestione o le operazioni di ristrutturazione societaria.

della solvibilità della stessa, gli amministratori indipendenti sono propensi a lasciare il proprio incarico prima del manifestarsi dello stato di difficoltà; e ciò in ragione del fatto che, una volta emersa tale situazione, essi subirebbero una perdita di reputazione e difficilmente sarebbero chiamati a rivestire la medesima posizione in altre società.

A fronte della possibilità per i creditori di rimediare prontamente a carenze o errori di gestione, non può sottacersi la critica sovente rivolta agli amministratori indipendenti di essere — per la loro propensione all'inattività o alla passività — « catturabili » dagli esecutivi ed eccessivamente appiattiti sulle loro decisioni (69).

Se tale assunto è fondato, ne discende un netto ridimensionamento dell'utilità della funzione degli amministratori indipendenti, la quale dovrebbe, invece, maggiormente esprimersi nei momenti in cui, essendo compromesse la redditività e la prospettiva di continuità aziendale dell'impresa, essi sono chiamati, in virtù della propria « indipendenza », a valutare con obiettività l'operato degli esecutivi ed a promuovere i cambiamenti più appropriati sul piano delle scelte di gestione (70).

Questi brevi cenni confermano l'idea dell'idoneità delle banche e degli altri creditori « forti » ad operare un più intenso ed efficace controllo sulla gestione e a generare effetti positivi in termini di mitigazione dei rischi e di salvaguardia

(69) Una più sottile spiegazione dell'asservimento degli amministratori indipendenti ai vertici aziendali risiede nella « ricerca di un compromesso » che è alla base del loro processo di selezione: ad essi si richiede di partecipare alla gestione della società e di assistere il *management* nelle proprie decisioni, ma, nel contempo, di svolgere un'efficace ed obiettiva funzione di controllo delle *performances* societarie: cfr., anche per un'ampia esposizione della *case law* rilevante in tale contesto, J.R. MACEY, *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, 2008 (trad. it. *Corporate governance. Quando le regole falliscono*, Torino, 2010, da cui si cita), p. 132 ss., p. 169.

(70) Cfr. R. FAHLENBRACH - A. LOW - R.M. STULZ, *The Dark Side*, cit., p. 2 s.

della solvibilità della società debitrice, pur senza porsi in termini rigidamente alternativi rispetto ai meccanismi di *corporate governance* rivolti ad assicurare il perseguimento dell'interesse sociale.

Può essere utile domandarsi, però, se l'inserimento di istanze diverse da quelle dei soci — facenti capo, segnatamente, ai terzi finanziatori — nell'assetto di governo della società possa realizzarsi, nel nostro ordinamento, grazie al potere di designazione di un componente indipendente dell'organo gestorio o di controllo, conferibile dallo statuto ai possessori di strumenti finanziari partecipativi in conformità alla previsione di cui all'ultimo comma dell'art. 2351 c.c. (71).

Senza addentrarci ancora diffusamente sui tratti tipologici di tali strumenti e sul rilievo « endosocietario » che, seppure con una diversa intensità, essi finiscono per assumere, al pari delle figure « classiche » delle azioni e delle obbligazioni e diversamente dagli schemi negoziali utilizzabili da ogni imprenditore per acquisire i mezzi finanziari per lo svolgimento della propria attività (72), può subito dirsi che la prerogativa in parola consente ai terzi finanziatori di perseguire « dall'interno » dell'organizzazione sociale finalità di controllo dell'investimento, quando non di vero e proprio coinvolgimento nella gestione dell'impresa collettiva (73).

(71) È appena il caso di precisare che spetta all'autonomia statutaria indicare le modalità di nomina del consigliere indipendente, che potranno consistere nell'attribuzione del relativo potere all'assemblea speciale di cui all'art. 2376, comma 1, c.c. (M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, cit., vol. 1, t. 3, 2004, p. 284 s.), nonché nell'adozione del metodo referendario e nella raccolta separata di voti, dovendosi escludere — sebbene il punto non sia pacifico (e v. A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1299) — la possibilità di una designazione all'interno dell'assemblea generale degli azionisti (M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, p. 128 s.; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 533).

(72) Cfr. *infra*, cap. III, § 2.

(73) Nota M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 107 s., che il

In questa prospettiva, lo stesso elemento dell'indipendenza sembra caricarsi, con riferimento al consigliere nominato dai terzi finanziatori, di un significato diverso da quello consueto (74), capace di connotare la posizione rappresentativa, in seno al collegio, degli interessi di categoria e la conseguente « istituzionalizzazione » del ruolo di portatore dei medesimi (75).

conferimento della prerogativa in esame, oltre a garantire ai terzi « un accesso più diretto alle informazioni concernenti l'impresa sociale », assicura, nel contempo, « un più incisivo controllo sulla sua gestione », atteso che il consigliere indipendente è sottoposto alla disciplina applicabile ad ogni altro consigliere ed è perciò titolare dei medesimi poteri e doveri di monitoraggio e di vigilanza. Sebbene un diritto degli investitori al corretto esercizio dell'attività sociale sarebbe configurabile anche in assenza di tale riserva di nomina (analogamente a quello riconosciuto nell'ordinamento tedesco con riferimento ai *Genußrechte*), l'insediamento del componente indipendente in seno ad uno degli organi dell'ente assume una valenza organizzativa, consentendo a tale soggetto di acquistare poteri di vigilanza « endo-societari ». Inoltre, la riserva di nomina può essere letta come un'apertura dell'ordinamento ad un sia pure circoscritto coinvolgimento del capitale non azionario nella gestione dell'impresa sociale. Va altresì osservato che la selezione delle funzioni che la designazione suddetta è intesa ad assolvere si realizza attraverso la stessa determinazione — rispetto alla quale ampie sono le opzioni offerte all'autonomia statutaria — dell'organo di cui l'esponente di categoria entrerà a far parte: da quest'angolazione, mentre la funzione di controllo è realizzabile precipuamente con l'elezione alla carica di sindaco, arricchendosi di un più significativo e diretto coinvolgimento dei terzi non soci nella conduzione dell'impresa sociale qualora sia loro riservata, nelle società a sistema dualistico, la nomina di un consigliere di sorveglianza, quella di un amministratore indipendente appare idonea al perseguimento di scopi non soltanto informativi e di controllo, ma di diretta partecipazione alla gestione.

(74) Cfr. *infra*, cap. III, § 2.

(75) È questa la lettura proposta da M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella « nuova » s.p.a.*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., vol. 1, p. 752 s.; nonché diffusamente ID., *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 116 ss., il quale — con riferimento alla posizione dell'amministratore e, per certi versi, del consigliere di sorveglianza, date le prerogative di quest'ultimo non prettamente funzionali al controllo — afferma che l'esponente di categoria risulta indipendente dagli azionisti di controllo e, di riflesso, dagli amministratori non in vista del perseguimento dell'obiettivo della *fairness* della gestione sociale, bensì in funzione dell'interesse proprio della mede-

Ne consegue che, pur essendo vincolato al rispetto dell'interesse sociale, l'amministratore nominato dai possessori di strumenti finanziari non assume una collocazione *super partes*, ma si pone quale referente degli interessi di costoro, ai quali è legato da una relazione di natura fiduciaria, tale da fondare l'imposizione a suo carico di obblighi di informazione e consultazione del gruppo di cui è espressione, ma, nel contempo, il diritto a percepire un compenso aggiuntivo rispetto a quello derivante dall'ordinario rapporto con la società (76).

Anticipando, tuttavia, valutazioni che più avanti si cercherà di argomentare e dimostrare, deve segnalarsi come i consiglieri eventualmente nominati dai terzi finanziatori debbano rappresentare necessariamente una minoranza all'interno degli organi, anche in presenza di più categorie di strumenti finanziari (77).

sima categoria. Si spiegherebbe in quest'ottica il mancato richiamo alle condizioni di eleggibilità elencate nell'art. 2399 c.c. (sulle quali è modellata la figura delineata nell'art. 2409-*septiesdecies*), dal momento che l'elezione è istituzionalmente finalizzata all'individuazione del portatore di tale interesse di categoria, spostando così « il baricentro dell'indipendenza dalla posizione di neutralità a quella di *dipendenza* dal gruppo designante » (corsivo nell'originale).

(76) M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 138.

(77) Più precisamente, a fronte della non del tutto univoca formulazione dell'art. 2351, si ritiene che laddove vi siano più categorie di strumenti finanziari, lo statuto possa accordare a ciascuna di esse il potere di nominare un diverso amministratore o sindaco o consigliere di sorveglianza. Al fine di conciliare, però, la più ampia rappresentatività degli interessi ascrivibili alle varie serie di rapporti di investimento con la posizione di primazia degli azionisti quale limite implicito all'autonomia statutaria derivante dal principio di correlazione fra potere e responsabilità, si vuol mantenere il numero degli amministratori indipendenti al di sotto della metà del numero complessivo dei componenti dell'organo gestorio (M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 536), oppure al di sotto della minore percentuale sufficiente per esercitare, rispetto a determinate decisioni, un potere di blocco, in presenza di una clausola statutaria che, avvalendosi della facoltà prevista dall'art. 2388, comma 2, c.c., elevi il *quorum* deliberativo per tutte o alcune delibere assembleari. Non incontroversa è poi la soluzione più restrittiva, secondo cui, nel caso di emissione di una pluralità di categorie di strumenti finanziari, il numero degli esponenti indipendenti dell'organo gestorio (o di controllo) an-

Inoltre, sebbene l'estensione e la frequenza della « interazione » di tali figure con il gruppo chiamato a designarle possano essere stabilite dal gruppo medesimo con il solo limite della compatibilità con l'interesse sociale e con l'assetto organizzativo della categoria fissato nello statuto, appare particolarmente problematica la possibilità di assoggettare l'amministratore indipendente ad un potere di direttiva vincolante da parte dei terzi (78). Comincia così a delinearsi un tema centrale ai fini della nostra riflessione, vale a dire quello della « permeabilità » dei componenti dell'organo gestorio della società finanziata all'influenza di un terzo e delle differenti modalità ed articolazioni con cui essa può concretamente e legittimamente manifestarsi.

6. *I potenziali limiti alla debt governance derivanti dalla liquidità del mercato finanziario e dalle opportunità di trasferimento del rischio di credito.* — Per restare sul tema che stiamo indagando, occorre segnalare che motivi di preoccupazione in merito alla capacità delle banche finanziatrici di esercitare il ruolo di « *active monitors* » delle società finanziate derivano dall'evoluzione tuttora in atto nel mercato del credito e, più esattamente, dall'aumento della liquidità e della competizione degli intermediari all'interno dello stesso.

Al riguardo, deve rilevarsi un mutamento nel settore bancario che, svoltosi peraltro in modi non del tutto trasparenti e lineari, ha condotto all'elaborazione di strumenti sempre più sofisticati di misurazione del rischio ed alla messa a punto di complesse strategie rivolte a diversificare il portafoglio dei

rebbe comunque circoscritto all'unità e si dovrebbero apprestare meccanismi di elezione unitari capaci di coinvolgere le diverse categorie di investitori (cfr. M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 118 ss.; ID., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi*, cit., p. 749).

(78) Lo esclude M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi*, cit., p. 754.

crediti. A questi cambiamenti ha fatto riscontro un minore interesse delle banche a mantenere la titolarità dei crediti fino alla loro scadenza, in ragione dei crescenti guadagni ottenibili attraverso la cessione dei crediti medesimi. Del resto, anche nell'ottica dell'analisi economica, non è difficile accorgersi che i costi tradizionalmente connessi a siffatte operazioni sono inferiori ai conseguenti benefici sul piano della gestione del rischio di credito (79).

Sotto altro aspetto, la maggiore concorrenza tra finanziatori finisce col rendere meno desiderabile il mantenimento di rapporti a lungo termine con i debitori. Da qui la tendenza delle banche ad effettuare sempre più attivamente operazioni di acquisto e di vendita di prestiti e di altri strumenti di credito, allo scopo di gestire meglio la propria esposizione al rischio di credito, ed il corrispondente sviluppo dei prestiti sindacati, nonché di un mercato secondario nel quale sono proprio i crediti a formare oggetto di negoziazione (80).

(79) Cfr., su questa evoluzione, C.K. WHITEHEAD, *The Evolution of Debts*, cit., p. 654 ss., che coglie un cambiamento nella funzione svolta dalle banche, la quale non consisterebbe più nell'intermediazione fra depositanti e debitori (ovvero nell'organizzazione e nel coordinamento delle operazioni di raccolta del risparmio e di erogazione del credito), bensì nella negoziazione dei prestiti concessi dalle stesse e (contestualmente o successivamente) venduti ad altri soggetti, quali fondi pensione, *hedge funds*, imprese di assicurazione, società finanziarie ed istituzioni estere.

(80) È utile ricordare che in un prestito sindacato, una o più banche — le quali assumono la posizione di *lead banks* — negoziano le condizioni del prestito con il debitore e vendono frazioni dello stesso ad altri già nel momento della sua accensione. I relativi interessi, a prescindere dalla circostanza che siano o meno sindacati, possono essere venduti sul mercato secondario, dominato da debitori a più alto rischio e da intermediari non bancari. Da qui la possibilità per le banche di trasferire i prestiti già nella fase della loro negoziazione, così come di venderli in tutto o in parte successivamente. La nuova liquidità che ne deriva permette alle banche di minimizzare il costo del credito, diversificando l'esposizione al rischio attraverso una pluralità di debitori. D'altro canto, le banche partecipanti al sindacato possono detenere requisiti patrimoniali minori pure a fronte di prestiti più ri-

Parallelamente a tale fenomeno, la pronta disponibilità di *credit derivatives* — grazie alla crescita del relativo mercato — consente al finanziatore di « assicurarsi » contro il *default* di ben individuati debitori.

Sebbene i meccanismi così sinteticamente descritti lascino presumere, a livello generale, un possibile affievolimento degli incentivi ad esercitare un monitoraggio attivo, tenuto conto della sopra rilevata possibilità di ridurre l'esposizione al rischio connesso a ciascun finanziamento (81), non sembrano esservi dimostrazioni teoriche inconfutabili o evidenze empiriche significative che i prestiti sindacati o lo sviluppo di un

schiosi e di portafogli più redditizi (C.K. WHITEHEAD, *The Evolution of Debt*, cit., p. 657 s.).

(81) In effetti, la crescita dei *credit derivatives* può determinare — come si dirà meglio in seguito (v. *infra*, in questo capitolo, § 7) — un potenziale declino nella *debt governance* dal momento che le banche finanziatrici tendono a fare affidamento su questi strumenti, piuttosto che sul monitoraggio, per gestire il rischio di credito. Nella medesima ottica, il livello dei *covenants* può abbassarsi in quanto gli acquirenti del credito non sono in grado di monitorarne a costi contenuti — o hanno scarsi incentivi — a verificarne l'osservanza da parte del debitore né tendono a rinegoziare il finanziamento a seguito di violazioni. Ed invero, non diversamente da quanto in precedenza sottolineato per le emissioni di obbligazioni, gli esiti di questo processo risentono del *trade-off* fra i minori costi di gestione del rischio di credito grazie alla vendita dei crediti ed alla attuazione di strategie di *hedging* ed i maggiori costi derivanti da *covenants* più deboli e da una diminuita supervisione da parte dei creditori. Non va dimenticato, d'altronde, che fino alla crisi dei mutui *sub-prime* esplosa nel 2007, si è effettivamente verificato un considerevole aumento dei c.d. prestiti « *covenant-lite* » (o « *cov-lite* »), contraddistinti, cioè, da una più ridotta presenza di *covenants*: cfr., al riguardo, C.K. WHITEHEAD, *The Evolution of Debt*, cit., p. 652 s.; nonché F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 162, che avverte come i mutamenti intervenuti sul mercato del credito non sono privi di ripercussioni sui meccanismi di *corporate governance* intesi a massimizzare il valore per gli azionisti, dal momento che quando i rendimenti del mercato o del settore di operatività della società sono alti, vi sono scarse probabilità di sostituire amministratori esecutivi scarsamente efficienti, a causa della limitata capacità dei *boards* di « filtrare » gli effetti positivi dovuti alla congiuntura favorevole e della corrispondente tendenza di attribuirli, invece, ad un'efficiente gestione imprenditoriale.

mercato secondario dei crediti conducano inevitabilmente ad un simile risultato.

Ed è su questi ultimi che conviene portare dapprima il discorso, dal momento che i *credit derivatives* sollevano questioni cruciali non soltanto dal punto di vista dell'influenza dei creditori, ma anche del governo societario.

Preme sottolineare, per una più compiuta valutazione della questione, come, nell'ambito di un prestito sindacato, la *lead bank* — la quale tipicamente detiene la quota maggiore del finanziamento — è investita di ampi poteri di azione per conto del sindacato medesimo: essa assume su di sé il compito di gestire il rapporto di finanziamento, di controllare la società debitrice, di intrattenere relazioni con il suo *management* e di diffondere le informazioni nell'ambito del sindacato, sino a giocare un ruolo centrale in caso di violazione di un *covenant* o di *default*, essendo chiamata ad analizzare e raccomandare una determinata linea di condotta allo stesso sindacato.

Vi è da chiedersi, peraltro, se a fronte dei rilevanti vantaggi informativi così conseguiti rispetto agli altri membri del sindacato, la *lead bank* possa essere portata a tenere un comportamento opportunistico che tornerebbe a suo esclusivo beneficio, mentre le conseguenze favorevoli di un diligente monitoraggio andrebbero comunque condivise con l'intero gruppo finanziatore (82). È altresì da considerare che la possibilità di cedere i crediti all'interno di un mercato liquido si risolve in un'opzione di *exit* suscettibile di creare un possibile azzardo morale, tenuto conto che i creditori originari — i quali godono, come si è detto, di maggiori e più complete informazioni rispetto agli acquirenti sul mercato secondario —

(82) Cfr., ancora, F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 164 s., che osserva come una condotta opportunistica potrebbe scaturire dalla decisione della *lead bank* di destinare maggiori risorse all'erogazione di nuovi crediti piuttosto che al monitoraggio dei prestiti sindacati già esistenti, essendo questi ultimi contraddistinti da una ripartizione del rischio.

saranno verosimilmente più inclini a negoziare i crediti di qualità inferiore ed a mantenere, invece, nel proprio portafoglio quelli di qualità superiore (83).

E tuttavia, a fronte del manifestarsi di nuovi costi di agenzia riflessi nel declino dei *covenants* e nell'allocazione del monitoraggio fra una pluralità di creditori disorganizzati e dispersi (84), merita interrogarsi sull'opportunità di cambiare le

(83) Merita altresì precisare che il pericolo sopra evidenziato appare concreto soprattutto nel modello di sindacato c.d. « *originate-to-distribute* » nel quale l'*arranger* vende quote consistenti di un dato credito ad investitori istituzionali operanti nel mercato secondario immediatamente dopo la sua erogazione: in questo caso, appare fondato ritenere che l'*arranger* sarà meno preoccupato di attuare un'accurata analisi e valutazione del merito di credito, nonché un successivo monitoraggio, di quanto non accada laddove intenda mantenere la titolarità del credito per lunghi periodi. Da qui la tendenza dei crediti ceduti sul mercato secondario ad avere un andamento peggiore rispetto a quelli bancari (cfr., su questi profili, A. BERNDT - A. GUPTA, *Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-Distribute Model of Bank Credit*, November 2008, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1290312>). Guardando al fenomeno in una prospettiva macroeconomica, possono riconoscersi alcuni *trends* particolarmente significativi: per un verso, la propensione degli investitori istituzionali a finanziare imprese con bassi *ratings* comporta un aumento della leva finanziaria da parte delle stesse ed un complessivo incremento dell'offerta di credito; per l'altro, si riscontra un considerevole attenuarsi, in termini comparativi, dei vantaggi per le banche di concedere « *senior, secured debt* » che esigono un vasto monitoraggio dei relativi *covenants* (G. NINI, *How Non-Banks Increased the Supply of Bank Loans: Evidence from Institutional Term Loans*, March 18, 2008, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1108818>).

(84) Questi costi di agenzia sono simili a quelli che caratterizzano le operazioni di finanziamento presso il pubblico dei risparmiatori, con la differenza sostanziale, però, di una minore disponibilità di informazioni circa il soggetto che riceve il finanziamento. D'altro canto, sebbene sia fondato il timore di molti acquirenti che il monitoraggio possa attenuarsi dopo che il credito sia stato venduto ed appaia perciò lecito attendersi una diffusione dell'*hedging* da parte di costoro, oltre che la richiesta di rendimenti più elevati a fronte dell'assunzione di rischi maggiori, non si può trascurare di considerare come tale rapporto tenda a rovesciarsi in funzione della quantità di informazioni sul debitore a disposizione dei partecipanti al mercato. Occorre ricordare che debitori più trasparenti implicano livelli inferiori di monitoraggio a costi più bassi. E ciò si risolve nella possibilità anche per i creditori di ottenere un vantaggio comparativo rispetto a soggetti che — date

stesse modalità con cui i prestiti sindacati sono strutturati e, in una visione più ampia, di configurare nuove forme di *corporate governance*.

Deve essere inquadrata in questa prospettiva la previsione di restrizioni all'alienazione delle proprie quote da parte dei membri del sindacato, al fine di consentire loro l'acquisizione di informazioni sulla società debitrice e di facilitare la rinegoziazione delle condizioni del finanziamento qualora si determini una violazione (85). E tuttavia, l'idea di sostituire al monitoraggio della banca la diretta supervisione dei membri del sindacato va attentamente ponderata alla luce dei problemi di azione collettiva connessi alle dimensioni dello stesso ed alla minore concentrazione delle quote in presenza di limiti all'alienazione (86).

È anche da sottolineare che — pur a prescindere dall'imposizione di vincoli contrattuali in tal senso — la *lead bank* tende di regola a non alienare la propria quota, nell'intento di salvaguardare il proprio rapporto sia con la società debitrice, sia con i membri del sindacato, per i quali il suo continuo coinvolgimento nelle vicende correlate al prestito riveste un rilievo determinante (87).

le minori informazioni disponibili — incorrono in costi più elevati (C.K. WHITEHEAD, *The Evolution of Debt*, cit., p. 662 s.).

(85) Cfr., a proposito dell'incidenza delle asimmetrie informative sulla struttura dei prestiti sindacati, A. SUFI, *Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans*, in *Journal of Finance*, vol. 62, 2007, p. 630 ss.

(86) Bisogna considerare che tali restrizioni, in quanto riducono la stessa liquidità, rendono il prestito sindacato meno attraente per i partecipanti e fanno sì che costoro detengano quote inferiori. Ecco perché, dinanzi alla constatazione che i problemi di « *collective decision making* » aumentano parallelamente alle dimensioni del sindacato, si sostiene che le limitazioni in questione possano produrre, sotto questo profilo, effetti ambivalenti: cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 165 s.

(87) Più in generale, i finanziatori potrebbero decidere di mantenere una partecipazione nell'operazione di finanziamento, al fine di assicurare gli acqui-

Va detto, ancora, che i crediti ceduti presentano di regola *covenants* assai più restrittivi di quelli non ceduti, allo scopo di gestire anticipatamente i rischi di azzardo morale e di selezione avversa, stimolando più sollecite e frequenti indagini sul debitore, se non altro per accordare eventuali *waivers*, nonché di mitigare lo svantaggio informativo dell'acquirente, offrendogli i medesimi strumenti per reagire prontamente a possibili inadempimenti (88).

Se così è, l'aumento dei *covenants* nonostante la crescita della liquidità può essere giustificato non solo con l'esigenza di compensare i maggiori costi di monitoraggio sulle imprese che non fanno direttamente ricorso al mercato dei capitali e presentano perciò un maggiore grado di opacità rispetto alle società emettenti strumenti finanziari destinati al pubblico dei risparmiatori, ma anche con l'intervenuto cambiamento della tipologia dei finanziatori e, più esattamente, con la comparsa di intermediari non bancari legati da rapporti meno intensi con le società debtrici e bisognosi di strumenti capaci di ridurre i costi di un controllo diretto sulla situazione finanziaria delle stesse, in funzione di una migliore gestione del rischio di credito e dell'accresciuta provvista di mezzi di finanziamento anche in futuro (89).

renti sia sulla qualità dello stesso, sia del proprio continuo coinvolgimento nel monitoraggio del debitore: cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 165.

(88) Cfr., di nuovo, F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 166.

(89) C.K. WHITEHEAD, *The Evolution of Debt*, cit., p. 665, che prosegue segnalando come l'accresciuta liquidità ed il mutamento dei *lenders* abbiano determinato l'avvento di fondi specializzati e di altre figure di investitori (si pensi ai « *distress debt* » *investors* o ai « *vulture* » *investors*), i quali cercano di influenzare il *management* societario proprio attraverso i *debt covenants*. Le implicazioni di tale fenomeno si manifestano concretamente nelle situazioni di crisi, dal momento che gli investitori in questione sovente utilizzano l'inadempimento degli impegni assunti con i *covenants* per imporre un cambiamento delle politiche gestionali della società debitrice o, addirittura, per determinare il passaggio del controllo della stessa ai creditori (cfr., per una ricostruzione delle vicende di circolazione del controllo per effetto di un'evoluzione patologica dell'indebitamento, A. MAZZONI, *Ca-*

Ed infine, bisogna riflettere sulla presenza di correttivi reputazionali tali da spingere la *lead bank*, per un verso, a costituire in sindacato prestiti che presentino *ex ante* una qualità elevata, per l'altro, a proseguire in un accorto monitoraggio, nonostante la diversificazione dei rischi così attuata (90). Si comprende, infatti, che strutturare in un prestito sindacato un cattivo finanziamento o fallire nell'esercizio dei diritti di monitoraggio e controllo possono pregiudicare la reputazione della banca e la possibilità per la stessa di far circolare in futuro i propri crediti. Del resto, dal momento che le operazioni intese a realizzare una traslazione del rischio di credito sono una parte significativa dell'attività svolta dalla banca, la preoccupazione di quest'ultima di salvaguardare la propria reputazione può rappresentare uno stimolo non indifferente per continuare a monitorare il debitore anche dopo l'avvenuto trasferimento del rischio di credito.

pitale sociale, indebitamento, cit., p. 512 ss.). Preme evidenziare, inoltre, come i « *distress debt* » ed i « *vulture* » *investors* ricorrano comunemente all'*hedging*, inserendosi così nel più vasto ambito del « *debt decoupling* » (su cui v. *infra*, in questo capitolo, § 7); e sul ruolo degli *hedge funds* nel governo societario, in generale, e nei prestiti sindacati, in particolare, cfr., rispettivamente, M. KAHAN - E.B. ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, 2007, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1007065>; D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Anti-Bankruptcy*, in *Yale Law Journal*, vol. 119, 2010, p. 650 ss., reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=1396827>.

(90) Cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 164 ss., dove l'adesione alla tesi che la reputazione della banca come « *faithful agent* » migliora sensibilmente la propria capacità di organizzare prestiti sindacati; nonché C.K. WHITEHEAD, *The Evolution of Debt*, cit., p. 665 ss., che sottolinea — non senza invitare tuttavia ad una certa cautela — come l'acquirente tenda a fare affidamento sulla reputazione del finanziatore, quale è venuta consolidandosi attraverso precedenti operazioni. Bisogna altresì considerare che la reputazione non è indifferente nemmeno per il debitore, il quale può essere indotto a comportarsi in modo conforme agli interessi del creditore dalla prospettiva di trarre benefici (anche sotto forma di imposizione di minori *covenants*) dal miglioramento della stessa. E tuttavia, nemmeno una reputazione nel senso della « santità » può annullare del tutto i costi di agenzia, dal momento che gli incentivi legati ad essa possono mutare assecondando i cambiamenti del mercato.

7. (Segue): *la riduzione degli incentivi al monitoraggio delle società finanziate per effetto dello sviluppo dei credit default swaps. Il « debt decoupling » e l'emersione della figura degli « empty creditors ».* — Valutazioni più articolate sembrano dover guidare l'analisi delle conseguenze prodotte sulla *debt governance* dalla liquidità del mercato dei derivati creditizi.

È da segnalare, al riguardo, come tali derivati consentano agli investitori di costruire portafogli finanziari in modo tale da disaggregare i diritti patrimoniali inerenti all'investimento (c.d. *cash flow rights*) da quelli amministrativi (c.d. *control rights*) (91).

(91) Per inquadrare compiutamente il fenomeno in esame, conviene prendere le mosse dalla nozione di « *debt ownership* » messa a fuoco dalla dottrina statunitense ed intesa come un insieme standardizzato di diritti attribuiti al creditore dal contratto, dalla legislazione fallimentare e da altre discipline. Sarà appena il caso di ricordare che i diritti di fonte contrattuale comprendono la pretesa al pagamento del capitale e degli interessi, i *covenants* (finanziari e non), i *default rights* ed il diritto di votare sui *covenants* medesimi, nonché sui *default waivers*. Conviene altresì menzionare — sebbene la materia non sia direttamente oggetto della nostra indagine — i diritti riconosciuti dalla *bankruptcy law* ai creditori che non siano stati puntualmente pagati: ovvero il diritto di chiedere la dichiarazione di fallimento della società e quello di partecipare alla relativa procedura, votando, in particolare, sui piani di liquidazione e di riorganizzazione. È da notare, infine, come la disciplina sull'alienazione in frode ai creditori e quella societaria circoscrivano la capacità degli *insiders* di far defluire denaro o altri *assets* da un'impresa fallita. Si è già visto, d'altronde, che, laddove l'impresa si trovi in uno stato di insolvenza, sorgono a carico degli amministratori precisi doveri nei confronti dei creditori medesimi. Dalla ricognizione appena svolta emerge, peraltro, come i diritti dei creditori — diversamente da quelli dei soci — nascano dai contratti negoziati da una determinata impresa con i propri creditori, sicché la standardizzazione e l'uso di moduli o formulari coesistono, in questo caso, con l'adattamento delle condizioni negoziali alla specifica situazione attraverso singoli concreti contratti: e v., in tal senso, H.T.C. HU - B. BLACK, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, January 2008, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1084075>, p. 16 s.; Id., *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 156, 2008, p. 728.

La discussione scientifica alimentata da questo fenomeno — che si è concretamente manifestato soprattutto con riferimento agli strumenti di *equity* (92). — tende a sottolineare come da tale scissione discenda la possibilità di esercitare il diritto di voto inerente alle azioni pur in assenza di un interesse economico sottostante nella società emittente. All'interno di tale riflessione — il cui nucleo critico viene richiamato con la suggestiva espressione di « *decoupling* » o di « *empty voting* » (93) — uno dei temi oggetto di maggiore di-

(92) Preme segnalare che il problema dell'« *empty voting* » ha acquisito una sua specifica rilevanza ed attualità anche a livello europeo dopo l'emanazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. n. 127/2010, cui si deve l'introduzione di un sistema per effetto del quale l'accertamento dell'esistenza della legittimazione a partecipare ed a votare all'assemblea va riferita alla data di registrazione, nell'intento di evitare che la verifica di tale legittimazione determini il blocco delle azioni e dissuada gli azionisti dal votare in assemblea. Da qui la preoccupazione — manifestata anche dalla nostra dottrina a fronte della disposizione del nuovo art. 83-sexies t.u.f. (N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p. 312 ss.), applicabile anche in materia di intervento e voto nell'assemblea degli obbligazionisti in caso di obbligazioni ammesse al sistema di gestione accentrata (art. 2415, comma 3, ult. periodo c.c.) — di contenere il fenomeno del voto « vuoto », espresso da un soggetto munito degli indici formali di legittimazione, ma privo di un reale interesse economico avendo alienato gli strumenti finanziari dopo la data di registrazione. E tuttavia, occorre prendere atto che la scelta sottesa alla succitata direttiva, nonché alla normativa interna di recepimento, è nettamente rivolta a privilegiare l'interesse di chi effettua l'investimento in una « logica puramente finanziaria » ed in una prospettiva di breve termine (R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 46), e che i maggiori pericoli legati al voto « vuoto » scaturiscono, come si vedrà fra breve, da fenomeni diversi, quali l'uso di derivati e del prestito titoli (cfr. R. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi*, cit., t. 2, p. 629 ss.; A. SCANO, *Conflicts of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 171 s.).

(93) Il fenomeno è analiticamente ricostruito nei lavori di H.T.C. HU - B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *Southern California Law Review*, vol. 79, 2006, p. 811 ss.; ID., *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and*

scussione attiene alla circostanza che la « parte corta » — ovvero l'investitore titolare del diritto di voto, ma non esposto al rischio di un deprezzamento delle azioni, che grava invece sulla « parte lunga » — possa approfittare di questa sua posizione per votare a favore di una condotta « *value destroying* » (94).

Problemi analoghi caratterizzano il mercato dei derivati creditizi, dal momento che essi offrono numerose possibilità di diversificare il rischio, pur mantenendo la titolarità formale del credito.

E per meglio comprendere la materia di cui intendiamo ora occuparci — seppure al solo fine di mettere a fuoco alcune peculiarità di tali strumenti suscettibili di incidere sul governo delle società finanziate — è opportuno chiarire che il soggetto che ha concesso un finanziamento può — acquistando un *credit default swap* (CDS) — assicurarsi contro il rischio che il soggetto finanziato non sia più in grado di sostenere il debito, sia perché non più capace di adempiere puntualmente alle obbligazioni (nel qual caso il *credit event* coincide con l'illiquidità), sia perché non è in condizione di restituire il capitale prestato (venendo, così, il *credit event* ad identificarsi con il *default* o, addirittura, il fallimento). Le due parti del contratto assumono, quindi, la posizione di *protection seller* e di *protection buyer*: quest'ultimo, dietro pagamento di una commissione, garantisce il finanziatore originario contro un rischio specifico di danno corrispondente al ritardo nel pagamento del credito o al defini-

Hidden (Morphable) Ownership, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, 2007, p. 343 ss.; ID., *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling*, cit., p. 3 ss.; ID., *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II*, cit., p. 625 ss.

(94) L'investitore può, infatti, assumere una posizione « corta » sull'*equity* di un dato emittente, come avviene, ad esempio, laddove lo stesso venda dei titoli e, contestualmente, li prenda in prestito dal *broker*, confidando nella successiva diminuzione del loro valore e nella conseguente possibilità di riacquistarli ad un prezzo inferiore: cfr., sul punto, F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 167, testo e nt. 252.

tivo mancato pagamento, consentendo allo stesso finanziatore di coprirsi rispetto al rischio connesso ad un determinato finanziamento (95).

Da tale scissione del credito consegue il venir meno in capo al creditore dell'interesse a seguire l'andamento economico della società debitrice (nonché la stessa partecipazione al rischio, quanto meno economico, d'impresa), nonostante il mantenimento della legittimazione ad esercitare i diritti amministrativi (96). Un simile risultato non soltanto finisce per mi-

(95) Cfr., su tale tecnica contrattuale, H.B. SHADAB, *Guilty by Association? Regulating Credit Default Swaps*, September 4, 2009, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1368026>, p. 20; nonché, per contributi in lingua italiana, E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi Market Failure o Regulation Failure?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 657; R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 117.

(96) Da qui la proposta di usare la denominazione di « *empty creditor* » per designare il creditore avente la titolarità formale dei « *contractual legal rights* » e dei « *legal rights* », ma parzialmente o totalmente coperto rispetto al rischio economico e dotato, quindi, di una « *negative economic ownership* ». Va anche dato conto del fatto che il fenomeno oggetto di attenzione può trovare attuazione non soltanto mediante il ricorso a *credit default swaps*, ma anche attraverso altri *credit derivatives*, compreso il trasferimento totale dei profitti associati ad un prestito (*total return swaps* o *loan swaps*), le opzioni ad acquistare *credit default* o *total return swaps* (c.d. *swaptions*) ed i *credit spread options* o *swaps* in cui i rendimenti sono collegati alla differenza fra il tasso di interesse di un determinato titolo obbligazionario ed un tasso di riferimento. I creditori possono inoltre attuare una strategia di *hedging* assumendo una posizione « lunga » su una classe di titoli di debito emessi dalla società ed una posizione « corta » sull'altra. Ed una rilevanza assai significativa rivestono — come si è anticipato nel paragrafo precedente — le forme di « *repackaging* » del debito attuate per il tramite di una « *loan participation* ». Ma il *decoupling* è ancora più comune qualora le obbligazioni derivanti da un prestito siano « cartolarizzate » in *collateralized loan obligations* (CLOs) o *collateralized debt obligations* (CDOs), come è accaduto nelle note vicende legate ai mutui *subprime*. Dinanzi all'attribuzione al *trustee* dei diritti inerenti ai debiti compresi nel portafoglio, le condizioni di emissione dei titoli possono prevedere o meno la facoltà in capo agli acquirenti delle varie *tranches* di fornire istruzioni allo stesso *trustee* in merito al comportamento da tenere. Non è difficile notare che gli interessi degli acquirenti delle diverse *tranches* possono divergere fra loro. Ed a complicare ulteriormente la situazione è la circostanza che i partecipanti al prestito o i titolari di CLO o CDO possono essere parzialmente o totalmente coperti dal

nimizzare gli incentivi del finanziatore a monitorare la gestione della società finanziata, ma può anche indurre costui a rifiutarsi di addivenire ad una rinegoziazione delle condizioni del prestito, pure in presenza della violazione di uno o più *covenants*. Sembra persino superfluo soffermarsi ad evidenziare come il verificarsi del *credit event* e l'accelerazione nei tempi di restituzione del finanziamento che ne deriva, assicurano comunque al creditore il pagamento totale del debito secondo i termini previsti nel *credit default swap*.

Nell'indicata prospettiva, è anche da segnalare l'eventualità che il creditore si sia « sovrassicurato », potendo così trarre addirittura un vantaggio dal *default* del debitore (97).

Il discorso è ulteriormente precisato e sviluppato nella letteratura statunitense mediante il richiamo ai casi in cui il creditore è investito di un diritto di voto e, al pari della « parte corta » titolare di una partecipazione azionaria, sia portato, per effetto di tale « *debt decoupling* », a votare in un ottica di distruzione del valore. Si pensi all'ipotesi di modifi-

rischio economico o rivestire posizioni giuridiche ulteriori rispetto al capitale di rischio o di credito della società finanziata: e v., su queste tematiche, H.T.C. HU - B. BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II*, cit., p. 728 ss.; ID., *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling*, cit., p. 17 s.; cfr., però, sulla differenza fra l'acquisto di CDS ed il prestito sindacato sul piano dei *control rights*, D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Anti-Bankruptcy*, p. 680 ss., che osservano come, in linea di principio, il trasferimento di una quota del finanziamento ad altri soggetti implica anche il trasferimento in capo a costoro dei diritti a contenuto amministrativo, che rimangono, invece, in capo all'acquirente del CDS. La correttezza formale dell'assunto va però confrontata in concreto con la circostanza che spesso il contratto di trasferimento lascia tali diritti in capo alla *lead bank*, a fronte della sua diminuita esposizione al rischio, destinata a ridursi ulteriormente qualora la banca medesima ricorra all'*hedging*: cfr., pure, C.K. WHITEHEAD, *The Evolution of Debt*, cit., p. 663.

(97) Può infatti accadere che l'investitore detenga duecento milioni di dollari di obbligazioni, ma abbia acquistato una protezione contrattuale per un valore nozionale di cinquecento milioni di dollari: e v., sul punto, H.T.C. HU - B. BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II*, cit., p. 731; ID., *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling*, cit., p. 18; cfr., pure, D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Anti-Bankruptcy*, cit., p. 681.

cazione delle principali condizioni contrattuali, la quale, nel contesto di un prestito sindacato, tipicamente richiede il consenso unanime dei componenti. Va pure menzionata — sebbene non possa formare oggetto di approfondimento in queste pagine — l'attribuzione ai creditori del potere di votare i piani di riorganizzazione dell'impresa nell'ambito della procedura concorsuale. Ci si avvede agevolmente che, in entrambi i casi, il creditore che non sopporta i rischi economici del finanziamento può essere spinto ad esprimere il proprio voto in una direzione contraria agli sforzi rivolti a favorire il risanamento dell'impresa (98).

A fronte della sopra rilevata idoneità di *credit default swaps* non solo ad affievolire gli stimoli al monitoraggio, ma addirittura a favorire il perseguimento di strategie di distruzione del valore al fine di massimizzare i propri profitti privati, merita domandarsi se un adeguato correttivo all'attuazione di comportamenti mediante i quali i finanziatori perseguono finalità di copertura del rischio in contrasto con gli interessi della società finanziata e degli altri componenti il sindacato, possa scaturire dagli incentivi reputazionali più volte sottolineati (99). E tuttavia il disagio di pervenire ad una si-

(98) Cfr., su tali implicazioni, H.T.C. HU - J.L. WESTBROOK, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, in *Columbia Law Review*, vol. 107, 2007, p. 1321 ss., reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=977582>; F. PARTNOY - D.A. SKEEL, *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, in *University of Cincinnati Law Review*, vol. 75, 2007, p. 1019 ss., reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=929747>, (da cui si cita) p. 21 ss.; D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Anti-Bankruptcy*, cit., p. 682 ss.

(99) Cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 168, p. 176 s.; nonché D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Anti-Bankruptcy*, cit., p. 684 s., secondo cui, qualora ad erogare originariamente il credito sia stata una banca, quest'ultima — in quanto giocatore ripetitivo e non strategico — sarebbe penalizzata sul piano della reputazione se votasse contro gli interessi della propria controparte. Ne discende che i rischi dell'*empty voting* e dell'*hidden ownership* sono dovuti piuttosto al mancato attivismo dei soggetti che pure avrebbero un interesse economico ad agire. Una soluzione del problema potrebbe venire nel tempo dal fatto che la

mile conclusione è accresciuto dalla difficoltà di assicurare un adeguato livello di trasparenza del mercato dei *credit default swaps*. Questi ultimi, infatti, sono tipicamente negoziati *over the counter*, senza che sia possibile accedere agli effetti positivi propri di un mercato regolamentato contrassegnato da estesi obblighi di informazione.

Vale la pena di mettere in luce che mentre le informazioni in grado di consentire la formazione del prezzo sono liberamente disponibili essendo basate sulla c.d. *reference entity*, vale a dire sul soggetto che riceve il finanziamento, quelle direttamente attinenti all'operazione, ossia relative ai comportamenti tenuti dalla parte acquirente ed a quella venditrice, sono relativamente scarse. Da quanto precede consegue, allora, l'opportunità di tener conto a livello regolamentare dei potenziali limiti alla *debt governance* dovuti all'opacità dei *credit default swaps*, pur senza trascurare di considerare, nel contempo, i vantaggi che dall'impiego di tali tecniche contrattuali possono derivare. Non va dimenticato, infatti, che i *credit default swaps* assicurano un *feedback* ai mutamenti relativi alla qualità dei crediti sottostanti ben più accurato di quello fornito dalle agenzie di *rating* e permettono così di migliorare il livello delle informazioni utili per « prezzare » il rischio di credito. Da qui la convinzione che un mercato liquido e trasparente possa rappresentare una nuova

« parte lunga » sia rappresentata da soggetti che professionalmente investono in *distressed debt* ed hanno le competenze e gli incentivi necessari per poter essere attivi, ovvero dalla riunione tra proprietà formale e controllo. In effetti, avendo presente che l'investimento nel debito di società in difficoltà finanziarie è ritenuto un importante caso di *empty crediting* e che l'assenza di obblighi di rivelare l'*hedging* rende difficile conoscere la posizione degli *hidden creditors*, sembrano auspicabili una maggiore *disclosure* nell'ambito della procedura fallimentare ed un aggiustamento dei contratti di finanziamento alla nuova realtà, attribuendo l'esercizio dei diritti di voto nel fallimento sulla base della titolarità economica del debito (H.T.C. HU - B. BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II*, cit., p. 732 ss.; ID., *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling*, cit., p. 21).

complementare forma di *governance*, in linea con la crescita del mercato finanziario (100).

D'altro canto, se i profili appena evidenziati concorrono a delineare i contorni di un più ampio fenomeno di *decoupling* che interessa — come già detto — anche le dinamiche del governo societario incentrate sull'azionista, non può sfuggire —

(100) Sono le conclusioni di C.K. WHITEHEAD, *The Evolution of Debt*, cit., p. 668 ss., secondo cui un mercato liquido, trasparente e con un minore rischio di controparte rende l'*hedging* meno costoso e fornisce una disciplina « in tempo reale » destinata ad integrare l'affidamento sin qui riposto sui *covenants* e sul monitoraggio da parte delle banche. In quest'ottica, si è avanzata l'ipotesi (F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 175 ss.) che le innovazioni normative introdotte dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* promulgato il 21 luglio 2010 — sollecitate da preoccupazioni di rischio sistemico ed incentrate sull'obiettivo di assicurare una maggiore trasparenza imponendo la negoziazione dei derivati su piattaforme di mercato autorizzate (*mandatory trading* nelle *market venues* autorizzate), di promuovere la regolazione delle posizioni mediante una *clearing house* centrale (*Counter Central Party*), nonché di ridurre l'opacità delle posizioni aperte in derivati nei confronti delle autorità di vigilanza grazie alla trasmissione degli estremi di tutti i contratti derivati OTC conclusi o esistenti ai c.d. *trade repository* (cfr. al riguardo R. SCALCIONE, *La nuova disciplina dei derivati OTC: un prodotto di importazione*, in *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, Milano, 2012, vol. I, p. 407 ss., in specie p. 420 ss.) — potessero apportare dei miglioramenti anche sul piano della *debt governance*. Questa fiducia si ricollega all'idea che il mercato dei *credit default swaps* possa acquisire la funzione di segnalare il merito di credito del debitore, rendendo pubblico il fatto che il creditore abbia fatto ricorso all'*hedging* e trasmettendo, quindi, un segnale negativo relativamente al debitore medesimo. Nel contempo, tale informazione potrebbe danneggiare la reputazione del creditore e disincentivare la condotta in questione, con conseguente attenuazione degli inconvenienti che ne discendono. E tuttavia non si è mancato di evidenziare (J.C. LIPSON, *Controlling Creditor Opportunism*, University of Wisconsin Law School. Legal Studies Research Paper Series Paper No. 1129, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1662127>, p. 1), che il *Dodd-Frank Act*, sebbene indicato come « *the biggest financial reform legislation since the Great Depression* », non ha posto un freno alla tendenza dei « *distress investors* » — quali gli *hedge funds*, i *private equity funds* e le banche di investimento — ad usare il debito per ottenere il controllo di imprese in crisi prima che quest'ultima sfoci in insolvenza e, attraverso il controllo, di estrarre a spese dell'impresa stessa e degli altri *stakeholders* benefici non previsti né espressamente né « implicitamente » dal contratto: in altre parole, di tenere una condotta opportunistica (sul punto, cfr. pure *infra*, cap. III, § 6).

tanto nella riflessione teorica quanto nelle iniziative assunte a livello regolamentare — lo stretto collegamento intercorrente fra il mercato finanziario ed i poteri degli investitori di controllare ed indirizzare la gestione delle società finanziate.

Giuffrè Editore

Giuffrè Editore

CAPITOLO III
LA DISCIPLINA
DELLA *DEBT GOVERNANCE*

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. I poteri di influenza dei terzi investitori sulla gestione delle società finanziate: gli obbligazionisti, i possessori di strumenti finanziari partecipativi. — 3. Il difetto di efficacia corporativa dei *covenants* ed il loro possibile inserimento in patti parasociali. — 4. Il problema della meritevolezza di tutela dell'interesse perseguito mediante i *covenants* alla luce della disciplina in materia di attività di direzione e coordinamento di società. — 5. La stipulazione e l'esecuzione dei *covenants* fra autonomia gestoria e competenze dell'assemblea. Opportunità e fondamento normativo di un intervento dei soci nella s.p.a e nella s.r.l. — 6. L'interesse dei creditori assistiti da *covenants* al mantenimento ed al recupero della solvibilità finanziaria della società debitrice e la sua possibile disomogeneità rispetto agli interessi degli altri finanziatori. — 7. La responsabilità dei creditori « forti » per eterodirezione « abusiva » della società debitrice. — 8. (*Segue*): presupposti e limiti di applicabilità della figura dell'amministratore di fatto. L'inoperatività del meccanismo compensativo quale fattore di esenzione da responsabilità. — 9. Strumenti di protezione contrattuale dei creditori e disciplina dei doveri e delle responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza della società.

1. *Premessa.* — Tratteggiati nel capitolo precedente il ruolo, l'efficacia ed i limiti della *debt governance*, quale si realizza soprattutto attraverso l'inserimento dei *covenants* nei contratti di finanziamento, si tratta ora di inquadrarla nel sistema delle regole di diritto societario e di indagarne, in particolare, le ricadute sul piano organizzativo. Sarà dunque opportuno cercare di delimitare i confini entro i quali l'influenza dei creditori sulla gestione della società debitrice può legittimamente esplicarsi e riflettere sulle conseguenze derivanti dal suo intensificarsi sino al punto da superare il mero, seppure non episodico, controllo direttamente rivolto alla tutela dell'interesse alla restituzione del finanziamento e tradursi in un'attività di orientamento stabile e sistematico dell'azione gestoria dell'impresa finanziata (1).

(1) Per meglio individuare e delimitare l'ambito tematico delle riflessioni che si intende sviluppare può essere proficuamente richiamata la distinzione di fondo fra il significato della parola « controllo » corrispondente a quello di « sorveglianza », ovvero verifica di conformità di atti o comportamenti a regole, modelli e valori prestabiliti (si pensi alle funzioni del collegio sindacale, della Consob, delle società di revisione), e quello inteso ad indicare una posizione di potere in grado di « indirizzare o modificare l'orientamento dell'attività di un terzo o comunque di incidervi con maggiore o minore efficacia » (M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legislazione antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 467): in quest'ultima accezione il controllo è sinonimo del sostantivo « influenza » presente nell'art. 2359 c.c., nonché in diversi contesti della legislazione speciale, tipicamente riconducibile al controllo « sul soggetto » (C. BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa. Profili evolutivi*, Napoli, 2008, p. 224), sia che lo si identifichi nella soppressione o nel condizionamento dell'autonomia deliberativa di un'altra società (v., ancora, M.S. SPOLIDORO, *op. ult. cit.*, spec. p. 480 ss.), sia che venga considerato come potere di determinare, conformemente alle regole proprie delle strutture organizzative di volta in volta prescelte per l'esercizio dell'attività, l'attività stessa dell'impresa controllata, con livelli di intensità variabile a seconda,

La questione richiede di misurarsi con alcuni temi, di sicuro non privi di elementi di complessità e di incertezza, riguardanti la legittimità dell'influsso esterno (*Außeneinfluß*) sul governo della società (2), nonché la possibilità di introdurre regole di organizzazione della stessa diverse rispetto a quelle previste dalla legge (3). Non è, quindi, senza interesse

ad esempio, che sia « monocratico » o congiunto, che investa tutte le scelte gestionali o soltanto alcune (M. LAMANDINI, *Il « controllo »*. Nozioni e « tipo » nella legislazione economica, Milano, 1995, p. 56 ss.). Sebbene il tema sarà ripreso nel prosieguo del discorso, preme ora sottolineare come l'analisi delle prassi contrattuali relative ai finanziamenti a medio e lungo termine abbia rivelato che esse prevedono un monitoraggio continuo dell'impresa finanziata, destinato a concentrarsi anche sulle decisioni gestorie e finalizzato non alla chiusura anticipata del rapporto, ma all'intervento sui comportamenti del debitore. Tali rilievi conducono ad evidenziare un interesse immediato del creditore agli esiti dell'azione gestoria dell'impresa finanziata, atteso che la corretta gestione di quest'ultima potrà consentire al creditore medesimo di realizzare il risultato economico sottostante al programma negoziale (cfr., a proposito del controllo nei finanziamenti « ad attività », C. BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa*, cit., p. 129 ss.). Conseguono da quanto testé notato le peculiarità — e, insieme, le difficoltà di giungere ad un'adequata ricostruzione — delle figure contrattuali oggetto di studio, dato che esse si caratterizzano per l'ingerenza del creditore nelle scelte gestionali del debitore in vista del conseguimento di un interesse di natura finanziaria.

(2) Il problema della liceità delle manifestazioni di autonomia privata intese ad assoggettare la società all'influenza gestoria di un soggetto ad essa estraneo è ben noto alla dottrina tedesca, che tende a ricondurlo al principio di sovranità della società medesima (*Verbandssouveränität*) ed al conseguente divieto di affidarne le sorti ad un terzo portatore di interessi propri non coincidenti con quelli dei soci e la cui condotta non può essere sufficientemente controllata (cfr. H. WIEDEMANN, *Verbandssouveränität und Außeneinfluß*, in *Festschrift für Wolfgang Schilling*, Berlin, 1973, p. 111). Si tocca, così, un campo tematico controverso, suscettibile di essere analizzato secondo modelli concettuali diversi, ma sostanzialmente incentrato sull'individuazione del confine entro il quale l'intreccio fra l'interesse del terzo e quello della società sia tale che il perseguimento dell'uno risulti compatibile con la tutela dell'altro (cfr. C. SCHUBEL, *Verbandssouveränität und Binnenorganisation der Handelsgesellschaften*, Tübingen, 2003, p. 553 ss.).

(3) In effetti, le clausole dei contratti di finanziamento contenenti prescrizioni riguardanti la struttura organizzativa della società finanziata non mancano di porre questioni con riferimento al profilo dell'autonomia statutaria (*Satzungsautonomie*) e dei limiti entro i quali la stessa può legittimamente manifestarsi: cfr., al riguardo, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 295 s.

considerare e porre a confronto fra loro i diversi strumenti mediante i quali l'autonomia privata può incidere sull'allocatione dei diritti a contenuto amministrativo all'interno della società finanziata, esaminarne le specifiche caratteristiche e finalità, valutarne i conseguenti risvolti in termini di effettiva ingerenza nei processi decisionali della società medesima, nonché avanzare le proposte di qualificazione della posizione del titolare di detti poteri alla stregua della disciplina societaria. Ma accanto ed oltre al problema dell'identificazione del fondamento giuridico e della connessa vincolatività delle diverse forme di influenza del creditore sulla gestione della società debitrice, occorrerà tener conto — nel condurre questo tentativo di inquadramento sistematico — dei riflessi dell'intreccio di poteri e responsabilità gestorie accolto dal nostro legislatore.

Ne scaturisce una duplice prospettiva d'indagine, destinata per un verso a coinvolgere il rapporto fra l'autonomia gestoria degli amministratori della società debitrice ed il disegno di poteri e competenze legislativamente dettato per la stessa, per l'altro, a ricercare il discrimine fra la responsabilità di costoro e quella eventualmente imputabile ai creditori investiti in via negoziale di prerogative di monitoraggio e governo dell'impresa finanziata. Avendo presente il concreto esplicarsi del ruolo dei creditori « forti » nel corso dell'attuazione del rapporto di finanziamento, anche alla luce dell'evoluzione dell'attività del proprio debitore, si cercherà di pervenire a soluzioni coerenti con i principi e le regole di diritto positivo, ma capaci, nel contempo, di assicurare un'equilibrata composizione dei vari interessi coinvolti.

Le peculiarità del fenomeno oggetto di studio e gli effetti complessivamente positivi che — come si è cercato di dimostrare sinora — possono discenderne nell'ottica di un incremento di efficienza delle società finanziate e di un possibile avvicinamento delle rispettive posizioni dei soci e dei creditori, non senza ripercussioni sulla stessa nozione di interesse

sociale, invitano a confrontarsi con talune innovazioni normative intervenute nell'ultimo decennio e con le prospettive da esse dischiuse sotto il già richiamato profilo della correlazione fra poteri e responsabilità gestorie.

Nel discorso che si è venuto fin qui articolando e che si vuole ulteriormente svolgere e precisare, un'importante chiave di lettura delle implicazioni dell'influenza dei creditori rispetto agli assetti organizzativi societari ed alle istanze di tutela sottese alle regole in tema di responsabilità è rappresentata dal duplice riferimento normativo all'eterogestione: vengono in rilievo, da un lato, l'art. 2476, comma 7, c.c., sulla responsabilità dei soci di s.r.l. che abbiano intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci ed i terzi, dall'altro, l'art. 2497 c.c., in materia di responsabilità da esercizio di attività di direzione e coordinamento (4).

Tale approccio consente, come si vedrà più avanti, di non dover necessariamente incanalare la ricostruzione entro il paradigma dell'amministratore di fatto, mentre richiede di impostare la stessa configurazione di doveri fiduciari a carico dei creditori nei confronti della società finanziata sulla base delle regole specifiche di diritto societario e della valenza sistemica da esse rivestita. Con ciò non si vuole escludere in radice l'utilità di soffermarsi su tali figure e modelli di disciplina anche alla luce dell'elaborazione raggiunta in altre esperienze giuridiche nazionali, ma segnalare piuttosto l'esigenza di procedere ad un'attenta valutazione della loro portata applicativa non tanto per giungere ad automatiche e tranquillizzanti trasposizioni, quanto per contribuire a comprendere il tema in questione nelle sue molteplici variabili e sfaccettature e cercare risposte da parte dell'ordinamento che coniughino

(4) Sulle implicazioni derivanti dalle discipline sopra richiamate, cfr. M. RESCIGNO, *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria fra aperture ed incertezze: una prima riflessione*, in *Società*, 2003, p. 331 ss.

l'istanza di prevedibilità *ex ante* degli effetti del coinvolgimento dei creditori nell'azione imprenditoriale della società debitrice con la necessità di analizzare gli elementi del caso concreto alla luce delle discipline rilevanti.

Se dunque l'attenzione ai profili negoziali delle operazioni di finanziamento rivela l'emersione di un interesse dei creditori all'esercizio dell'attività della società debitrice, sollevando il bisogno di formalizzare sul piano giuridico le varie modalità di partecipazione alla stessa, non si potrà fare a meno di adottare una prospettiva tesa a considerare i possibili mutamenti che possono intervenire nei vari stadi di vita dell'impresa organizzata in forma societaria sia sotto il profilo della composizione della sua struttura finanziaria, sia sotto quello, connesso al primo, della posizione dei creditori medesimi. Una volta acquisita alle riflessioni della dottrina (5) e recepita anche nell'attuale disciplina delle procedure concorsuali l'opportunità di riconoscere forme di controllo dell'impresa in crisi in capo ai creditori, converrà soffermarsi sulla tensione dialettica fra il perseguimento di soluzioni stragiudiziali delle situazioni di insolvenza e le esigenze di tutela correlate all'assunzione da parte di costoro di un ruolo sostanzialmente imprenditoriale nella gestione delle stesse.

2. *I poteri di influenza dei terzi investitori sulla gestione delle società finanziate: gli obbligazionisti, i possessori di strumenti finanziari partecipativi.* — Per avviare il discorso ed individuare ruoli e « misure » con cui l'ordinamento italiano consente il coinvolgimento di diverse categorie di finanziatori nel governo dell'impresa sociale, giova dar conto dei risultati dell'elaborazione teorica in materia di diritti degli obbligazionisti e dei portatori di strumenti finanziari partecipativi. Non

(5) E v., per un'indicazione in tal senso, L. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, in specie p. 1055 ss.

sembra superfluo precisare come la scelta di concentrare preliminarmente l'attenzione sui terzi investitori dotati — come oltre si vedrà — ora di poteri di protezione dell'investimento, ora di elementi di vera e propria compartecipazione all'attività comune (6), consigli di circoscrivere la trattazione alla società per azioni, tralasciando di esaminare specificamente la figura dei titoli di debito della società a responsabilità limitata. Orientano in tal senso l'indagine due ordini di considerazioni.

Vale, in primo luogo, la presenza di una disciplina imperativa che riserva la sottoscrizione dei titoli di debito ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale e che impone, in caso di successiva circolazione, la garanzia della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima (art. 2483, comma 3, c.c.). Proprio in relazione a questi profili si è riscontrata una divergenza funzionale con la disciplina delle obbligazioni e, dunque, la sostanziale inidoneità

(6) Si osserva come la rilevanza attribuita nella società per azioni riformata ad una molteplicità d'interessi facenti capo a categorie di investitori finanziariamente legati alla società stessa pone un problema di « gestione » dei possibili conflitti fra i medesimi. A tale gestione concorre anzitutto la legge, attraverso la predisposizione di soluzioni e criteri organizzativi rispondenti all'esigenza di soddisfare, secondo una logica di equilibrata composizione, i diversi interessi coinvolti. È quanto accade, esemplarmente, con riguardo al rapporto fra (interessi degli) azionisti ed (interessi degli) obbligazionisti, mediante la previsione, sul piano organizzativo, di un'organizzazione collettiva dei portatori di obbligazioni, e, sotto il profilo finanziario, di un'equilibrio « quali-quantitativo » per l'emissione degli strumenti predetti. In assenza di un intervento del legislatore, il temperamento degli interessi di categorie diverse di finanziatori dell'impresa sociale può essere conseguito — come si cercherà di chiarire nel prosieguo del discorso — grazie all'intervento dell'autonomia statutaria. Infine, saranno gli amministratori a dover assicurare, sul terreno concreto dell'impostazione delle linee strategiche della gestione e della « valutazione » dell'assetto organizzativo della società, il soddisfacimento delle molteplici posizioni di interesse, comprese quelle dei creditori sociali (cfr., per tali considerazioni, F. CHIAPPETTA, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 689 ss.).

dei titoli di debito a consentire, diversamente da queste ultime, la raccolta del risparmio fra il pubblico (7).

In secondo luogo, le caratteristiche tipologiche della società a responsabilità limitata e, segnatamente, il principio « della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali fra i soci » enunciato dalla legge delega per la riforma del diritto societario [art. 3, comma 1, lett. a), l. 3 ottobre 2001, n. 366] conducono ad escludere la possibilità che i titoli di debito siano dotati (anche) di diritti amministrativi (8), quanto meno nella forma di posizioni di ingerenza nella gestione, come può invece accadere — nei limiti che saranno appresso enunciati — per gli strumenti finanziari partecipativi delle società per azioni.

Fatta questa premessa, è utile procedere ad un rapido esame delle prerogative patrimoniali e/o amministrative accordabili ai portatori di tali strumenti finanziari dal nostro diritto societario, i cui sviluppi non sono al riguardo del tutto dissonanti rispetto a quelli osservabili in altri ordinamenti.

(7) V. *supra*, cap. I, § 4, nt. 75. La mancata centralità del momento finanziario nella società a responsabilità limitata, diversamente che nella società per azioni (pensata come tecnica per la raccolta di mezzi finanziari da destinare all'esercizio dell'impresa), comporta, del resto, che le operazioni di emissione di titoli di debito previste dall'art. 2483 si collochino « su un piano decisamente *esterno* alla società » (C. ANGELICI, *La riforma*, cit., p. 83, corsivo nell'originale); il che spiega non solo perché non sia previsto un limite legale di emissione, ma anche (e soprattutto) l'assenza di una « necessaria » organizzazione comune dei portatori dei titoli di debito (M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito*, cit., p. 992, nt. 17; P. FERRO-LUZZI - F. CHIAPPETTA, *Fusioni e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 136 ss.), sebbene non si possa escludere la possibilità che l'uno e l'altra siano introdotti dall'emittente nell'esercizio della propria autonomia statutaria.

(8) Cfr., per tale argomento, M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., p. 756; esclude (fra gli altri) che possano darsi titoli di debito « ibridi » sul modello degli strumenti finanziari partecipativi M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito*, cit., p. 1000, secondo cui non è casuale la mancanza di una norma analoga all'art. 2346, ult. comma, in materia di società a responsabilità limitata; concorda sulla inammissibilità di abbinare al capitale « di debito » nella s.r.l. poteri di controllo endosocietari, B. SZEGO, *Finanziare l'innovazione*, cit., p. 843.

Vale la pena di ricordare, sia pure a costo di riproporre considerazioni già svolte in dottrina, come l'esigenza — anch'essa più volte evidenziata nel corso di questo lavoro — di allargare l'angolo visuale oltre il tradizionale rapporto fra soci e *managers* e di ripensare gli interessi che gli amministratori sono chiamati a perseguire nella gestione dell'impresa discende anche dalla progressiva attenuazione fra capitale di rischio e capitale di credito (9). Nel contempo, non si può fare a meno di rimarcare come l'abbandono di una rigida tipizzazione normativa a favore di una più estesa autonomia statutaria non debba porsi in contrasto con le esigenze di tutela degli investitori. Sorge, in altre parole, il problema di come conciliare tale autonomia con il mantenimento di un elevato livello di fiducia dei partecipanti al mercato, al fine di promuovere e salvaguardare il flusso di risorse finanziarie nel finanziamento delle attività produttive più efficienti (10).

(9) Non si può trascurare di considerare la connessione, se non la complementarità, fra la posizione dei creditori sociali — e in particolare di quelli professionali come le banche e gli altri intermediari specializzati — nel finanziamento dell'impresa ed i profili attinenti agli investitori e ai loro interessi, all'impresa medesima ed alle sue esigenze (P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni*, cit., p. 686). D'altro canto, laddove si tenga conto della presenza di una pluralità di strumenti finanziari (che non si esauriscono nelle fattispecie delle azioni, delle obbligazioni e degli strumenti finanziari in senso stretto) e di categorie di investitori con interessi talora potenzialmente in conflitto gli uni rispetto agli altri, diviene imprescindibile domandarsi, per un verso, quali interessi debbano essere perseguiti dagli amministratori nell'adempimento dei propri doveri gestori, per l'altro, quali strumenti di tutela siano a disposizione di ciascuna tipologia di finanziatori dell'impresa (U. TOMBARI, *La nuova struttura*, cit., p. 1083).

(10) In generale, sull'importanza del mercato finanziario ai fini di un'equilibrata allocazione delle risorse, G. GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, Agg., vol. V, Milano, 2003, p. 747; C. ANGELICI, *Diritto commerciale*. I², Roma-Bari, 2009, p. 127; nonché *supra*, cap. I, § 1, nt. 4; per la notazione, più direttamente attinente al nostro tema, secondo cui la riforma del diritto societario dischiude « scenari radicalmente innovativi », sollecitando la fantasia degli operatori nella costruzione di nuovi strumenti di finanziamento, ma sempre « nel rispetto delle esigenze primarie di tutela del mercato e del traffico », M. CIAN, *Gli strumenti fi-*

Per ricostruire il rapporto fra le molteplici tecniche di finanziamento dell'impresa organizzata in forma societaria e le problematiche connesse ai profili di *corporate governance*, nonché per esaminare se, con quali « pesi » ed effetti sia possibile attribuire statutariamente ai terzi finanziatori quei poteri di influenza sulla società finanziata pressantemente richiesti dai creditori « forti » e contenuti nei *covenants*, non sembra fuori luogo muovere dall'identificazione dell'insieme degli « strumenti finanziari obbligazionari » quali modelli di raccolta del risparmio contrassegnati — nella prospettiva della società — dall'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, secondo una nozione non necessariamente coincidente con l'obbligo di restituzione proprio del contratto di mutuo, ma comunque « espressiva di una funzione di finanziamento » (11).

Tale posizione sottende, dunque, l'esigenza di domandarsi se il “classico” insegnamento favorevole a ricondurre l'emissione di obbligazioni al contratto di mutuo, con conseguente riconoscimento in capo all'obbligazionista del diritto alla restituzione del capitale investito (art. 1813, comma 1, c.c.), nonché del diritto alla remunerazione periodica dello stesso (art. 1815, comma 1, c.c.), possa essere seguito alla luce delle incisive modifiche apportate dal legislatore del 2003 all'art. 1411 c.c., in materia di « diritti degli obbligazionisti » (12).

Preso atto che il primo comma della norma succitata « codifica » il fenomeno della « subordinazione » del diritto al

nanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 382 s.; *Id.*, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 2.

(11) N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012, p. 2 ss. Peraltro, l'appartenenza dei titoli di debito ad un genere del quale le obbligazioni (accanto anche ai titoli di Stato) sono una specie (M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito*, cit., p. 996) potrebbe legittimare un'estensione ai primi delle conclusioni raggiunte in merito al carattere tipologico delle seconde (cfr. M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., p. 753).

(12) A. BARTALENA, *Le nuove obbligazioni*, cit., p. 547 ss.

rimborso del capitale ed al pagamento degli interessi alla « soddisfazione dei diritti di altri creditori della società », riaffermando indirettamente la pertinenza del fenomeno in questione alla categoria del capitale di credito, non ci si può sottrarre alla necessità di individuare e precisare la portata sistematica del comma successivo, posto che il possibile riferimento « all'andamento economico della società » fra i parametri oggettivi da cui possono dipendere i tempi e l'entità del pagamento degli interessi avrebbe potuto far pensare ad una partecipazione agli utili sociali, propria dell'azione (13).

(13) E v., sul punto, P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, cit., p. 702 s., il quale giunge ad escludere che gli obbligazionisti siano remunerati con partecipazione agli utili in senso tecnico-giuridico, per il rilievo organizzativo rivestito nell'impresa svolta in forma di società per azioni dal procedimento di determinazione periodica dell'utile di esercizio (art. 2425, n. 23, c.c.) in funzione della distribuzione ai soci dell'utile prodotto, e per la connessa impossibilità per l'autonomia statutaria di incidere, né in sede originaria, né (a maggior ragione) in sede di modifica successiva, sullo « schema » di bilancio. Da qui la proposta di collocare il fenomeno oggetto di attenzione ad un diverso livello e, più esattamente, di ricondurvi tanto l'ipotesi specifica in cui tutta o parte della remunerazione sia ancorata al risultato dell'investimento per il quale il finanziamento è stato richiesto, quanto quella generale di collegamento di tutta o parte della remunerazione medesima a dati quali l'andamento degli oneri finanziari, il fatturato, ecc.

L'estraneità alla fattispecie prevista dall'art. 2411, comma 2, di una partecipazione diretta agli utili dell'impresa pare indirettamente confermata dalla recente introduzione — ad opera dell'art. 32, comma 19, del già menzionato d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni dalla l. 7 agosto 2012, n. 147 — delle obbligazioni c.d. partecipative, la cui remunerazione variabile è commisura al risultato economico della società emittente. Sebbene l'emissione di tali titoli possa comportare una penalizzazione della posizione dei soci, ai quali spetterà soltanto la porzione di utili che residua dopo aver detratto la parte da attribuire ai portatori dei medesimi, la relativa delibera rientra nella competenza degli amministratori (salvo diversa previsione statutaria) e non è prevista alcuna approvazione da parte dei soci. Preme sottolineare, però, che l'emissione di obbligazioni partecipative è preclusa alle società con azioni quotate in Italia o in mercati comunitari, essendo invece riservata alle società non emittenti strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione e che le stesse non possono essere ammesse a quotazione su tali mercati o sistemi multilaterali di negoziazione, italiani o comunitari. Quanto alle ulteriori caratteristiche delle obbligazioni partecipative, merita evidenziare che le regole di calcolo della remunera-

E ad offuscare ulteriormente la dicotomia fra capitale di rischio e di credito contribuisce sensibilmente il terzo comma della norma in esame, che estende la disciplina delle obbligazioni agli « strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società » e che quindi implicano la soggezione al rischio della mancata restituzione del capitale medesimo.

Gli attuali contenuti dei tre commi di cui si compone l'art. 1411 c.c. rendono chiaro, peraltro, che il diritto al rimborso — sebbene talvolta non dell'intero valore nominale dello strumento, ma di un valore inferiore — rimane una caratteristica imprescindibile della fattispecie obbligazionaria. Tale rimborso potrà essere « postergato » o « subordinato » al soddisfacimento degli altri creditori sociali o di talune categorie di essi oppure collegato agli esiti economici dell'attività o, ancora, condizionato allo scioglimento della società emittente, secondo il modello dei prestiti irredimibili in forma di obbligazioni emessi dalle banche (14).

zione variabile commisurata agli utili devono essere fissate all'atto di emissione e non possono essere modificate successivamente, per tutta la durata del prestito, devono dipendere da elementi oggettivi e non possono discendere da deliberazioni societarie assunte in ciascun esercizio di competenza: da qui l'illegittimità di clausole che per il calcolo della remunerazione variabile facciano riferimento all'utile distribuito anziché all'utile netto di esercizio risultante dal bilancio. Trattandosi comunque di titoli emessi a fronte di un'operazione di prestito, la disciplina legale stabilisce che anche in assenza di utili della società emittente, rimane impregiudicato il diritto al rimborso delle obbligazioni in linea capitale alla scadenza, in quanto la « variabilità » del corrispettivo riguarda esclusivamente la remunerazione dell'investimento (comma 23), per il quale è prevista comunque la corresponsione di un interesse in misura fissa (art. 21). È possibile, infine, che le emissioni con clausola partecipativa contemplino anche la clausola di subordinazione: v., per una puntuale esposizione della normativa, A. GIANNELLI, *La disciplina in materia di obbligazioni emesse da società non quotate dopo il "Decreto per la crescita"*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 831 ss.

(14) In questo senso, A. BARTALENA, *Le nuove obbligazioni*, cit., 548 s., secondo cui solo il diritto alla corresponsione periodica degli interessi (se di interessi

Se, dunque, sembra di poter ravvisare una tipicità dello strumento obbligazionario, essenzialmente riconducibile ad un'operazione creditizia (15), bisogna nel contempo evidenziare come l'assoggettamento alla disciplina in questione anche degli strumenti finanziari che non garantiscono il rimborso del capitale prestato suggerisca di delineare un « concetto normativo di obbligazione », comprensivo di tali strumenti, oltre che delle obbligazioni in senso tipologico (16).

Questi brevi richiami sono sufficienti a dare un'idea della posizione di centralità della fattispecie obbligazionaria nel contesto dell'ampliamento e della diversificazione della strut-

deve ancora discorrersi) può essere ancorato a parametri oggettivi, legati anche all'andamento economico della società, e divenire così aleatorio ed eventuale, mentre non può mai essere tale la pretesa al rimborso del finanziamento, pena la fuoriuscita dalla fattispecie obbligazionaria; su posizioni non dissimili G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 813.

(15) Coerentemente con questa posizione ricostruttiva, il prestito obbligazionario va rappresentato in bilancio a debito della società: e v. P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, cit., p. 705 s.

(16) È questa la sistemazione proposta da G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 813 s.; similmente, P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, cit., p. 704 s., che ipotizza come l'impostazione normativa di configurare un fenomeno dotato dei caratteri tecnico-economici delle obbligazioni — obbligazioni, tuttavia, nelle quali il capitale prestato sia sottoposto, anche giuridicamente, al rischio di impresa — e di applicarvi la relativa disciplina sia da attribuire ad una sorta di *self-restraint* del legislatore, al quale sarebbe parso di alterare troppo la tradizionale dicotomia capitale di rischio-capitale di credito utilizzando il « *no-men* » delle obbligazioni anche per gli strumenti finanziari in cui il capitale, quanto al suo rimborso, sia ancorato all'andamento economico della società; la « potenzialità espansiva » della disciplina delle obbligazioni sottesa alla formulazione dell'ultimo comma dell'art. 2411 c.c. è sottolineata da N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 9, p. 33, che sull'indicata linea ricostruttiva arriva ad estendere la categoria degli strumenti finanziari obbligazionari, oltre che alle obbligazioni convertibili, anche ai titoli che — secondo tecniche diverse — possono comportare il coinvolgimento del portatore nel capitale sociale della società emittente, senza ricorrere all'art. 2346, ult. comma, c.c.; oppure attribuiscono al prenditore del titolo aspettative in grado di realizzare « un'interferenza con il piano sociale, diversa da quella della partecipazione al capitale », come accade laddove vi sia un collegamento fra le pretese patrimoniali e l'andamento economico della società.

tura finanziaria della società per azioni e, al tempo stesso, dei problemi interpretativi ed applicativi legati al finanziamento a medio e lungo termine « tra » il pubblico, oltre che delle connesse istanze di protezione del risparmio diffuso che le obbligazioni, per le proprie caratteristiche strutturali, sono destinate a raccogliere (17). Si spiega in quest'ottica la predisposizione di profili di disciplina tendenzialmente indisponibili dall'autonomia privata e volti a tutelare, come accade nel caso dei limiti all'emissione, l'interesse del mercato a non farsi veicolo di iniziative manifestamente prive di basi economiche (18).

L'accoglimento di una simile impostazione di vertice non basta a sciogliere il nodo sistematico in merito all'applicabilità della normativa delle obbligazioni — e, in particolare, dell'importante principio dei limiti all'emissione — agli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, ult. comma, c.c., i quali, a fronte di un apporto di denaro, o anche in natura, suscettibile di rimborso, assicurino ai possessori una partecipa-

(17) Cfr., per un siffatto ordine di idee, P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, cit., p. 694 ss.

(18) In quest'ottica la disposizione di cui all'ultimo comma dell'art. 2411 assumerebbe un duplice significato. Essa, per un verso, implica l'assoggettamento ai suddetti limiti di « tutti gli strumenti finanziari che, trovando la propria causa in un'operazione di finanziamento, accordano il diritto al rimborso del capitale », sebbene possano partecipare al rischio d'impresa attraverso la parametrizzazione dell'entità del rimborso alle sorti economiche della società e sebbene possano accordare prerogative di natura amministrativa, a condizione che queste ultime rimangano circoscritte entro il perimetro dei poteri di controllo di cui sono fornite le obbligazioni e non comportino « poteri di partecipazione attiva alla vita sociale »; per l'altro, legittimerebbe « l'organo gestorio dell'ente ad emettere, *sulla base di una propria decisione autonoma* (cioè non preceduta da alcuna previsione statutaria) », oltre che obbligazioni in senso proprio, anche titoli in cui la funzione di finanziamento si « colora » di profili partecipativi sul piano patrimoniale, purché tali strumenti non assumano, in quanto dotati anche di poteri amministrativi, « valore organizzativo endosocietario » (M. CIAN, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 394; ID., *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 15 s., corsivo nell'originale).

zione « alla organizzazione », ossia anche diritti amministrativi.

Volendo fornire un'interpretazione della norma succitata coerente con una delle finalità di fondo della riforma, ossia quella di consentire la destinazione all'impresa di ogni utilità per il suo esercizio ed il suo sviluppo, non si può fare a meno di condividere talune perplessità in merito alla possibilità di frazionare gli strumenti finanziari in discorso sul modello strutturalmente proprio delle obbligazioni (19).

Ciò non toglie che, laddove non vi osti la natura dell'apporto, si può ugualmente ipotizzare l'emissione, a fronte dell'apporto medesimo, di titoli di massa cui applicare, unitamente alla disciplina « generale » delle obbligazioni (in specie, gli artt. 2412-2413), quella « particolare » dettata dagli artt. 2346, 2351 e 2376 (20).

(19) Sussisterebbe, in altri termini, quasi una corrispondenza biunivoca fra il frazionamento dell'operazione di finanziamento in unità fungibili e perciò potenzialmente idonee alla diffusione tra una pluralità indifferenziata di soggetti, e la sussistenza di una particolare disciplina, dettata anche a tutela degli interessi del pubblico degli investitori (cfr. P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, cit., p. 707 ss.). Pare opportuno segnalare, altresì, che l'attribuzione di diritti di voto a strumenti finanziari diversi dalle azioni, siano essi obbligazionari o partecipativi, non è priva di conseguenze anche sul piano del diritto dei mercati finanziari. Essa implica, in primo luogo, il rispetto di obblighi di comunicazione, verso la società e la Consob, da parte dei possessori di tali strumenti al superamento di determinate soglie (art. 122-*bis* del regolamento emittenti adottato con delibera 14 maggio 1999 n. 11971 e successivamente modificato), nonché di comunicazione relativamente ai patti parasociali che coinvolgono anche questi strumenti (N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 22 s.).

(20) V., in questi termini, G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 825. Per rimanere nell'ambito delle costruzioni proposte in merito al rapporto fra gli strumenti finanziari obbligazionari (o « quasi-obbligazionari ») e quelli partecipativi di cui all'ultimo comma dell'art. 2346 c.c., sembra di poter ravvisare una gradazione di posizioni. Esse vanno dall'affermazione di un rapporto di reciproca esclusione fra i due insiemi, salvo che l'emissione di obbligazioni sia arricchita da qualche prerogativa di carattere amministrativo, da ricondursi necessariamente a quelle di cui allo stesso art. 2346, ult. comma, e all'art. 2351, ult. comma, nel rispetto delle condizioni e dei limiti ivi stabiliti (N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 19 ss.), a tesi più articolate, secondo cui si tratta di classi

Se quanto detto è vero, non ci si può sottrarre, però, alla sensazione che si tratti di un fenomeno funzionalmente diverso da quello disciplinato dagli artt. 2410 ss. c.c.: basti pensare che la stessa regola del limite all'emissione rischia di allontanarsi dalla propria giustificazione, la quale si radica nella circostanza che con le obbligazioni si ha un finanziamento sottoposto al rischio economico di impresa senza alcun potere in ordine alla gestione, atteso che l'esclusione degli investitori dal governo della società è certamente attenuata nell'ipotesi degli strumenti finanziari partecipativi dalla possibilità che essi siano forniti di diritti amministrativi (21).

Ciononostante, la parziale estensione del regime delle obbligazioni agli strumenti finanziari partecipativi che, pur non comportando la sottoposizione al rischio della mancata restituzione del valore apportato e pur presentando un contenuto patrimoniale simile a quello delle obbligazioni, se ne disco-

distinte, ma non « incomunicanti »: secondo quest'ultima impostazione gli artt. 2412-2413 talora integrerebbero le disposizioni precedenti e successive, consentendo agli amministratori di emettere autonomamente obbligazioni o strumenti « quasi-obbligazionari » arricchiti in via negoziale di poteri di controllo (ad esempio, un diritto di ispezione delle scritture contabili) purché privi di rilievo organizzativo, talaltra (e segnatamente nel caso di strumenti finanziari attributivi di un diritto al rimborso del capitale nonché di diritti corporativi) andrebbero applicate in via analogica insieme agli artt. 2346, 2351 e 2376 (M. CIAN, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 395; ID., *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 17).

(21) P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma*, cit., p. 711 s., che non manca di evidenziare come il cumulo della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi diversi dalle azioni e di quella delle obbligazioni possa generare ulteriori disarmonie, quali l'eventuale nomina di un amministratore indipendente secondo la disciplina propria dei suddetti strumenti e, nel contempo, del rappresentante comune degli obbligazionisti, nonostante tali figure abbiano natura e funzioni diverse, nonché l'inserimento dell'assemblea dei portatori dei titoli, che, pur non rappresentando un dato di per sé « atipico », data la somiglianza alle assemblee speciali, ha tuttavia poteri diversi, come ad esempio la modifica delle condizioni del prestito. Inoltre, va tenuto conto che la distinzione fra le due categorie agli effetti del bilancio diviene meno netta, dal momento che gli strumenti obbligazionari rappresentano dei debiti, mentre gli strumenti finanziari partecipativi sono poste « oscillanti » fra netto e debito.

stano in quanto forniti di diritti corporativi, parrebbe essere soluzione, se pure non obbligata, senz'altro preferibile per scongiurare incongruenze e pericoli di aggiramento della disciplina (22).

La partecipazione « alla organizzazione » attribuita (come si chiarirà oltre) ai possessori di strumenti finanziari partecipativi e l'efficacia « reale » della posizione loro riconosciuta implicano, peraltro, la necessità di una previsione statutaria, intesa a determinare i diritti amministrativi conferiti dallo strumento, nonché le modalità e le condizioni di emissione e, se ammessa, la legge di circolazione (23).

Il richiamo, sia pure non integrale, della disciplina delle obbligazioni merita di essere ulteriormente approfondito con

(22) Basterebbe, infatti, riconoscere un qualche diritto amministrativo, anche marginale, per escludere l'applicazione della normativa in tema di obbligazioni a strumenti finanziari che presentano un contenuto patrimoniale del tutto simile a quello delle stesse obbligazioni: G. FERRI *jr.*, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 812.

(23) G. FERRI *jr.*, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 827 s., che dunque riconduce l'emissione di strumenti finanziari partecipativi di cui alla seconda parte dell'ultimo comma dell'art. 2346 c.c., in quanto forniti di diritti amministrativi e non esclusivamente di diritti patrimoniali, alla competenza dei soci, riuniti in assemblea straordinaria, e non a quella — ritenuta sussistente in via generale — degli amministratori. Una non totale coincidenza di vedute è dato, tuttavia, riscontrare da parte di coloro che, pur concordando con la tesi della competenza dell'assemblea straordinaria a deliberare l'emissione di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi per ragioni di natura « funzionale », estendono tale competenza anche alla « coniazione » di strumenti che attribuiscono solo diritti patrimoniali diversi da quello al rimborso, sia pure condizionato, del capitale, sulla base di ragioni « sistematiche », ovvero per la maggiore contiguità di tali ibridi rispetto al modello azionario (M. CIAN, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 402 ss.; ID., *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 28 s). Tale impostazione non è ignorata, peraltro, da chi (E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 1087), nel valutare la possibilità di agganciare, anche nel nostro ordinamento, l'operazione di prestito mezzanino al rilascio di un unico strumento finanziario, avanza l'ipotesi che esso possa essere concepito e congegnato, nella sua particolare e specifica conformazione, per il tramite di una decisione dell'organo gestorio purché tale eventualità sia espressamente prevista dallo statuto sociale.

riferimento all'ipotesi di « certificati » o « strumenti » emessi a fronte di singoli contratti di finanziamento che prevedano l'attribuzione ai creditori di diritti di influenza sulla gestione. È in questo caso, infatti, che può assistersi alla tipizzazione di operazioni realizzate nella prassi attraverso la stipulazione di *covenants* (24), stimolando al confronto con i diritti amministrativi attribuiti dagli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, ult. comma (25).

(24) E v., al riguardo, M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni*, cit., p. 458, nt. 62; nonché E. RIMINI, *Il prestito mezzanino*, cit., p. 1086 ss., ad avviso del quale appare difficile contestare la possibilità di trasferire quanto meno nel regolamento degli strumenti finanziari emessi a servizio di un'operazione di finanziamento anche con soggetti singolarmente individuati alcuni poteri di ingerenza tradizionalmente dedotti nel contratto, assicurando così al sottoscrittore una tutela più incisiva, nonostante egli sia estraneo alla compagine sociale; sul punto v., pure, U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1095, che ritiene possibile che lo statuto attribuisca diritti amministrativi, ed in specie « poteri di influenza debole » sulla gestione sociale, quanto meno ad « obbligazionisti » ad alto rischio, come ad esempio i portatori di obbligazioni subordinate; ma per la negazione dell'esistenza di « indizi normativi o sistematici sufficienti ad imporre una correlazione necessaria tra attribuzione di diritti amministrativi e sopportazione di un rischio patrimoniale ulteriore e diverso da quello dell'inadempimento del debitore », N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 20 (sulle conseguenze che discendono dall'attribuzione di tali diritti, v. *supra*, nt. 18). D'altro canto, se è vero che i *covenants* possono accedere anche ad emissioni obbligazionarie, si è già dato conto del fatto che la dispersione degli strumenti obbligazionari fra un largo numero di investitori rende difficile — diversamente da quanto accade nel finanziamento bancario — la rinegoziazione delle condizioni del prestito a fronte del verificarsi di un *event of default*. Da qui l'esigenza per gli obbligazionisti di fronteggiare residui costi di agenzia e di avvalersi di strumenti « secondari » di protezione, basati su strategie di *exit*, di diversificazione e di *hedging*, oltre che di monitoraggio: cfr., sul tema, W.W. BRATTON, *Bond Covenants*, cit., p. 63 ss.

(25) Può dubitarsi, però, che in assenza di emissione serializzata e di sollecitazione di massa, la disciplina delle obbligazioni possa essere estesa ad un'operazione di mutuo con un soggetto puntualmente individuato, anche se il credito venga incorporato in un documento circolante o se quella operazione si presenti omogenea ad altre contestualmente concluse con soggetti sempre singolarmente identificati. Tale conclusione sembra imporsi laddove si consideri che la disciplina succitata tende a soddisfare le già segnalate istanze di equilibrio nella raccolta di capitale di rischio e di capitale di credito (pur destinate ad attenuarsi in un giudizio del mercato quando sia le azioni che le obbligazioni siano quotate in un mer-

Sarà bene osservare come l'esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale dal novero delle posizioni amministrative attribuibili agli strumenti predetti, sia pure controbilanciata dalla previsione di cui all'art. 2351, ult. comma, fornisce un'indicazione sufficientemente significativa della volontà di circoscrivere le materie sulle quali i possessori degli strumenti medesimi possono essere chiamati a pronunciarsi. Se ne ricava l'esigenza di evitare che l'autonomia statutaria realizzi una devoluzione del potere decisionale dal capitale azionario a quello « di partecipazione » (26).

Ed a questo punto è opportuno domandarsi se l'emersione di un disegno normativo finalizzato a mantenere in capo ai soci una posizione comunque preminente e le connesse limitazioni alle prerogative dei terzi investitori non finiscano, di fatto, per orientare il ruolo dei possessori di strumenti finanziari partecipativi verso la difesa dell'investimento, piuttosto

cato regolamentato) e di tutela dell'investitore in un contesto di appello al pubblico risparmio [B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, (da cui si cita) p. 12 s.; in *La società per azioni oggi*, cit., t. 2, p. 579 ss.; ora anche in B. LIBONATI, *Scritti in materia di impresa e società*, Padova, 2012, p. 103 ss.]. Si pone in sintonia con tale posizione il dubbio che difficilmente gli strumenti finanziari partecipativi siano suscettibili di allocazione nel mercato dei capitali (N. SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 288).

(26) M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 40 s., che imputa tuttavia alla opzione normativa seguita dal legislatore italiano un « difetto di chiarezza », in contrasto, ad esempio, con l'indicazione contenuta nel *code des sociétés* belga che, nel consentire la dotazione del diritto di voto a favore delle *parts bénéficiaires* di cui all'art. 483, pone il limite con riferimento non all'oggetto, ma alla misura dei voti assegnabili alle stesse che non possono superare, in ogni caso, la metà dei voti esprimibili dagli azionisti ed esclude, altresì, che i titolari di *parts* possano costituire in concreto la maggioranza assembleare a causa dell'assenteismo dei soci, fissando un rapporto massimo di due a tre fra i voti espressi dai primi e quelli effettivamente espressi dai soci stessi (art. 542, secondo *al.*); sulle *parts bénéficiaires* v., nella dottrina italiana, C. CINCOTTI, *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 221 ss.

che nella direzione di un'effettiva compartecipazione all'attività sociale (27).

Per una migliore intelligenza della questione merita soffermarsi sulla distinzione fra due tipologie di posizioni amministrative potenzialmente afferenti ad uno strumento finanziario: l'una compatibile con la matrice puramente obbligatoria del rapporto fra società e terzo; l'altra avente natura spiccatamente organizzativa.

Avvalendoci anche dei risultati dell'analisi condotta nel capitolo precedente, sembra plausibile riconoscere il carattere « esosocietario » dei poteri tipici di controllo — quali i diritti di informazione e consultazione dei documenti relativi all'impresa — suscettibili di essere accordati al finanziatore nei confronti della società (28), come pure degli stessi poteri di ingerenza nell'attività decisionale dell'ente, qualora si traducano nell'assunzione da parte di quest'ultimo dell'obbligo di conformare la propria azione gestoria alle direttive di un terzo che resta al di fuori della formazione delle fattispecie negoziali riferibili alla so-

(27) Afferma che i poteri amministrativi dei terzi paiono « finalizzati alla realizzazione di scopi di carattere eminentemente informativo e, al più, difensivo », M. CIAN., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi*, cit., p. 750, che tuttavia aggiunge come tale prospettiva non pare essersi tradotta in un sicuro condizionamento all'autonomia statutaria, la quale, entro il perimetro fissatole, è libera di orientarli verso una sorta di « cogestione » dell'impresa sociale o di una difesa dell'investimento; ammette altresì l'attribuzione ai possessori di strumenti finanziari partecipativi di un potere di controllo, attraverso la nomina di un consigliere indipendente, e di un potere di veto su specifici argomenti idoneo a fungere da *covenant* a favore del creditore, C. PELLEGRINI, *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2005, I, p. 581, che esclude ugualmente la possibilità di attribuire ad essi « un ruolo attivo di governo ».

(28) Si esprime a favore della legittimità di clausole che riconoscano ai possessori di titoli di debito diritti di informazione e controllo, come quello di assistere alle assemblee dei soci o di ricevere informazioni dagli amministratori in circostanze predeterminate o su richiesta, M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l.*, cit., p. 757, che precisa, però, come in quest'ultimo caso, spetterà comunque agli amministratori valutare la pertinenza delle informazioni richieste e la possibilità che le stesse siano divulgate senza arrecare danno alla società.

cietà. Diversamente accade quando i suddetti poteri rappresentino « momenti di compartecipazione del terzo alla produzione dell'attività collettiva » (29), superando il modello del rapporto debito-credito ed assumendo una connotazione organizzativa.

Gli scarni elementi desumibili dal quadro codicistico indirizzano, invero, verso il riconoscimento di una potenziale rilevanza « endosocietaria » degli strumenti finanziari partecipativi che li distingue dai contratti di prestito assistiti da *covenants*. Il coinvolgimento che nel primo caso si determina nei processi decisionali della società assicura ai portatori di strumenti finanziari partecipativi un sicuro vantaggio informativo, dal momento che gli stessi possono conoscere i dati concernenti la gestione in modo più puntuale ed aggiornato rispetto ai creditori « esterni » (30). Tuttavia, la già evidenziata volontà normativa di impedire una traslazione della sovranità dell'ente societario dagli azionisti ai possessori di strumenti finanziari partecipativi e la necessità di raccordare i diritti amministrativi loro spettanti con l'assetto organizzativo e di governo delineato dal legislatore portano a cogliere un certa « debolezza » di tale categoria di finanziatori, dovuta alla posizione di minoranza loro riconosciuta all'interno degli organi sociali (31) e, in conseguenza di ciò, alla loro ridotta capacità di incidere sulla produzione delle fattispecie decisionali.

(29) M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 49, dove l'incisiva notazione che « in quest'ultimo caso, tali poteri non possono essere incardinati in un rapporto di natura puramente obbligatoria, il loro titolare collocandosi, all'atto del loro esercizio, non già frontalmente (esternamente) rispetto alla società, bensì, direttamente, all'interno della sua organizzazione ».

(30) C. BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa*, cit., p. 282, secondo la quale le differenze si attenuano nelle società con titoli quotati nei mercati regolamentati, tenuto conto dell'imposizione a carico delle stesse dell'obbligo di fornire tempestivamente al mercato informazioni rilevanti.

(31) La notazione surriferita — sinteticamente enunciata da C. BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa*, cit., p. 283 — merita, per vero, qualche riflessione più approfondita ed è stata già accennata nel corso della trattazione. Limitandoci ad alcune considerazioni, ai presenti fini si può dire che l'esigenza di mantenere in capo ai soci una posizione di primazia rispetto ai terzi in-

La puntualizzazione nell'art. 2351, ult. comma, dei limiti di operatività delle prerogative amministrative accordabili agli strumenti finanziari in discorso e la difficoltà di configurare forme ulteriori di ingerenza « forte », non più affini a quelle proprie degli azionisti, ma destinate a ripercuotersi direttamente sulla gestione in senso stretto della società, riservata in linea di principio alla competenza esclusiva degli amministratori, parrebbero escludere l'idoneità del rapporto di natura « partecipativa » a costituire la sede dove regolare relazioni giuridiche intese a porre a carico della società obblighi di comportamento i cui effetti ricadano nella sua sfera giuridica e patrimoniale (32). Resta intatta, però, l'esigenza di indagare, al di fuori della specifica ipotesi finora discussa, sulla base della meritevolezza di tutela dell'interesse concretamente perseguito e senza cedere ad aprioristiche preclusioni fondate su vincoli di diritto societario, la legittimità delle clausole con-

vestitori conduca a ravvisare un vincolo alla possibilità di attribuire a questi ultimi poteri di ingerenza forte nell'attività sociale; e ciò con riferimento non solo ai contenuti dei poteri medesimi, ma anche alle loro « dimensioni ». Sotto quest'ultimo aspetto, enucleando dalla preclusione generale sancita dall'art. 2346, ult. comma, la regola della inconfiribilità di un potere di compartecipazione all'attività deliberativa dell'assemblea di portata tale da determinare la potenziale prevalenza dell'orientamento espresso dai terzi investitori rispetto a quello manifestato dagli azionisti, può fondatamente affermarsi la necessità di accordare al capitale non azionario un numero di voti inferiore a quelli di pertinenza dei soci. In secondo luogo, l'elencazione degli argomenti sui quali il voto stesso può essere conferito ai terzi deve mantenersi entro limiti specifici, potendo riguardare anche una pluralità di temi, ma senza tradursi in un coinvolgimento diffuso nei lavori e nelle deliberazioni dell'assemblea (cfr. M. CIAN, *Investitori non azionisti*, cit., p. 748 s.; nonché più ampiamente ID., *Strumenti finanziari partecipativi*, p. 62, nt. 75, p. 71 ss.). Infine, si è già sottolineato come il vincolo implicitamente desumibile dal sistema normativo orienti a ritenere che, nell'ipotesi in cui venga emessa una pluralità di classi fra loro distinte di strumenti finanziari partecipativi, il ruolo dei rappresentanti di categoria eleggibili alle cariche sociali debba essere necessariamente di minoranza, se non addirittura circoscritto ad un solo amministratore o componente dell'organo di controllo designabile dai terzi investitori complessivamente considerati (v. *supra*, cap. II, § 5, nt. 77).

(32) Cfr., ancora, M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 60 ss.

trattuali che prevedono per la società medesima doveri, più o meno estesi, di conformazione della propria attività gestoria alle direttive del terzo creditore.

3. *Il difetto di efficacia corporativa dei covenants ed il loro possibile inserimento in patti parasociali.* — Le considerazioni svolte nel paragrafo precedente confermano il rilievo sistematico e l'importanza pratica della riflessione sulle peculiari modalità di esercizio dell'influenza dei terzi finanziatori sul governo della società debitrice.

In questa prospettiva, gli esiti dell'analisi finora compiuta conducono ad evidenziare una tendenziale contrapposizione fra la rilevanza endo-organizzativa delle diverse forme di interazione fra i possessori di strumenti di investimento previsti nel libro V del codice civile (33) e la matrice puramente obbligatoria dei poteri di monitoraggio, di controllo e talora di veto accordati ai creditori dai *covenants* inseriti nei contratti di finanziamento.

Sebbene non si sia mancato di constatare come l'opportunità di affidare la tutela dei finanziatori a meccanismi endosocietari, mediante previsioni legali o statutarie, dipenda da valutazioni di efficienza complessiva, ossia dall'idoneità della legge o dello statuto a garantire un sistema di tutela più efficiente di quello che può essere negoziato di volta in volta dalle parti (34), occorre riconoscere che un siffatto angolo vi-

(33) Tale terminologia è attinta da M. CIAN, *Investitori non azionisti*, cit., p. 60 ss.

(34) Cfr. M. PELLEGRINI, *Strumenti finanziari*, cit., p. 577 ss. Questo profilo si salda con la considerazione di più ampio respiro che scopo della riforma è quello di offrire ai privati schemi di disciplina già pronti: regole dispositive che rappresentano il prodotto di una consulenza giuridica gratuita offerta dal legislatore, allo scopo di ridurre i c.d. costi di negoziazione, ossia di rendere superflui l'intervento ed il costo di un avvocato perché « inventi » di volta in volta *ex novo* le clausole del contratto che deve essere stipulato dalle parti [F. D'ALESSANDRO, « La

suale consente di pervenire ad un risultato solo parziale e non totalmente appagante.

A fronte della posizione tutto sommato ancillare rivestita dall'organizzazione di gruppo nei prestiti obbligazionari (35), nonché all'apertura, da parte del legislatore della riforma, ad una compartecipazione dei terzi finanziatori alla gestione dell'impresa collettiva circoscritta, però, entro i limiti imposti dal rispetto del principio di sovranità dei soci sull'ente societario e dalla riserva dei poteri gestori in capo agli amministratori, resta da affrontare l'interrogativo se i *covenants* esauriscono la propria valenza nell'imporre determinati obblighi alla società debitrice, o se finiscono per incidere sull'assetto di competenze, di poteri e di conseguenti responsabilità all'interno della medesima.

La mancanza di una connotazione corporativa potrebbe suggerire che gli impegni usualmente previsti dai *covenants* possano costituire oggetto di convenzioni parasociali, caratte-

provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata ». Ovvero: esiste ancora il diritto societario?, in *Riv. soc.*, 2003, p. 37].

(35) Cfr. M. CIAN, *Investitori non azionisti*, cit., p. 740. Non mette conto qui soffermarsi sul discusso tema della posizione del gruppo organizzato degli obbligazionisti rispetto alla società emittente e, in particolare, sul problema della inserzione dell'uno nella organizzazione dell'altra, pur senza escludere la sussistenza di una posizione conflittuale « in funzione delle diverse allee che si intende correre o delle diverse utilità che si intende perseguire » (R. CAVALLO BORGIA, *Della società per azioni. Delle obbligazioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*⁶, Bologna-Roma, 2000, sub art. 2415, p. 61; N. DE LUCA - A. STAGNO D'ALCONTRES, voce *Obbligazioni di società*, in *Enc. dir.*, Agg., vol. VI, Milano, 2002, p. 830 ss.) o, al contrario, della reciproca indipendenza ed autonomia dei due gruppi (in tal senso, D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, p. 52). Giova, tuttavia, sottolineare come la rilevanza endosocietaria dell'organizzazione degli obbligazionisti sembra potersi cogliere principalmente (se non esclusivamente) nella possibilità di modificare le condizioni economiche del prestito a fronte dell'evolvere delle condizioni economiche dell'emittente al di fuori degli ordinari meccanismi contrattuali, ovvero senza necessità per lo stesso emittente di acquisire il consenso di tutti gli obbligazionisti (cfr. L. AUTUORI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, cit., sub artt. 2415-2420, p. 205).

rizzate dalla presenza del terzo finanziatore quale pacisciente (o, quanto meno, come beneficiario) (36). Anzi, proprio l'idoneità di tali accordi ad offrire una tutela meramente risarcitoria in caso di inadempimento potrebbe costituire un argomento a favore della liceità dell'inserimento nei medesimi di previsioni che impegnino i soci a non adottare (o a fare in modo che gli amministratori non adottino) determinate decisioni, quali, ad esempio, modificazioni dell'atto costitutivo, concessioni di garanzie, cessioni di cespiti aziendali o di partecipazioni sociali (37).

Utili indicazioni in tal senso sembrano potersi trarre dall'individuazione, nell'ambito della realtà economico-sociale, della categoria dei patti parasociali « partecipativi », ossia degli accordi riguardanti materie di competenza degli organi so-

(36) Cfr., in tal senso, M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito nelle s.r.l.*, cit., p. 757, nt. 33, che nega, invece, l'ammissibilità di conferire tali diritti di veto ai possessori di titoli di debito, rivestendoli in tal modo di un rilievo organizzativo e di una efficacia reale; concorda sulla preclusione per i terzi investitori della possibilità di « neutralizzare autonomamente l'adozione di una delibera sostenuta dai soci », M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 75 (corsivo nell'originale). Si potrebbe allora arrivare a configurare l'ipotesi in cui le parti inseriscano nello statuto una clausola che attribuisca al terzo un potere di veto su determinate deliberazioni societarie e, nel contempo, stipulino anche una parallela clausola parasociale di uguale contenuto, cercando così di combinare l'efficacia reale della prima con la tutela obbligatoria della seconda. E tuttavia, i rilievi già svolti dovrebbero indurre a ritenere che ci si trovi al cospetto di clausole formalmente sociali, ma sostanzialmente parasociali e ad assegnarvi efficacia meramente obbligatoria.

Per avere un'idea dell'importanza applicativa di tali profili non sembra superfluo segnalare l'uso di patti parasociali nelle convenzioni bancarie per il salvataggio delle imprese in crisi, là dove essi possono avere ad oggetto la nomina degli amministratori, il riconoscimento di poteri di autorizzazione e di veto sulle amministrazioni straordinarie, nonché diritti di controllo sul merito delle operazioni gestorie (R. VIVALDI, *Soluzione negoziale dell'insolvenza: responsabilità civile delle banche nella crisi di impresa*, in *Fallimento*, 1998, p. 557 ss.; V. DE SENSI, *Convenzioni stragiudiziali per il salvataggio delle imprese e patti parasociali*, in *Dir. fall.*, 2005, p. 66 ss.).

(37) Sull'ammissibilità della partecipazione di terzi non soci ai patti sul voto, cfr. per tutti, G.A. RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, cit., vol. 3, t. 1, 1994, p. 522 ss.

ciali e funzionali all'orientamento di una o più delibere assembleari, o mediante la previsione di vincoli all'esercizio del diritto di voto in assemblea o attraverso la programmazione di decisioni di altri organi della società (38).

La proposta di inquadramento dei *covenants* quali patti parasociali contrassegnati dal collegamento funzionale con l'attività della società e destinati ad integrare le clausole dello statuto che fissano le modalità di produzione della stessa, appare sorretta dalla presenza di talune affinità tra le fattispecie in esame, sia sotto il profilo del fondamento causale, sia sotto quello dell'efficacia obbligatoria loro ascritta (39). E tuttavia, la fondatezza di questa ipotesi ricostruttiva non manca di suscitare dubbi ed incertezze solo che si rifletta sulla controversa ammissibilità dei patti parasociali conclusi — come accade, di regola, nel caso dei *covenants* — fra la società ed i terzi (40). A tale distonia di ordine strutturale si aggiunge la

(38) La enucleazione di tale categoria di patti si deve — come si è già anticipato (v. *supra*, cap. I, § 1, nt. 10) — a M. LIBERTINI, *I patti parasociali*, cit., p. 468, che la contrappone, dal punto di vista funzionale, a quella dei patti parasociali « esterni », aventi ad oggetto l'orientamento dell'esercizio del diritto di disposizione della partecipazione sociale da parte dell'azionista.

(39) In effetti, l'efficacia puramente obbligatoria accomuna tali patti alle clausole che attribuiscono al terzo diritti di contenuto analogo, ma, essendo collocate all'interno dei contratti di finanziamento stipulati con la società, generano vincoli solo per quest'ultima e non anche per i soci (cfr. M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo*, cit., p. 485).

(40) Cfr. S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 298, il quale nega che i patti parasociali possano legittimamente obbligare gli organi sociali, la società stessa o i futuri soci. Ciò non toglie che un condizionamento dell'azione gestoria della società debitrice possa comunque derivare dalla stipulazione di un patto parasociale fra il socio di controllo ed il creditore, per effetto del quale il primo si impegna a tenere determinati comportamenti, quale, ad esempio, il mantenimento del *management* in carica al momento della concessione del prestito per tutta la durata dello stesso. Una convenzione avente un siffatto oggetto sembra, tuttavia, porsi irrimediabilmente in contrasto con il sistema di competenze e poteri dell'assemblea (e, nelle società che adottino il sistema dualistico, del consiglio di sorveglianza), finendo per limitare lo stesso esercizio del potere di revoca degli amministratori ad essa attribuito (v., sul punto, *infra*, § 5).

preoccupazione con cui vengono guardate le intese orientative dell'azione dell'organo gestorio e, quindi, limitative della sua libertà d'azione (41).

Queste considerazioni bastano a confermare l'esigenza di verificare se possa riconoscersi meritevolezza ai sensi dell'art. 1322, comma 2, c.c. alle convenzioni mediante le quali si persegue la funzione di indirizzo dell'azione sociale in conformità a programmi e controlli aventi fonte esterna. Senza alcuna pretesa di chiudere il discorso, è subito a dirsi che naturale punto di riferimento nella verifica di tale meritevolezza è l'interesse sociale, visto, però, « in termini negativi, come limite, in caso di conflitto, dello spazio lecito » (42).

Due notazioni giovano, a questo punto, ad impostare ed avviare il prosieguo del discorso. I *covenants* mirano, come si è più volte sottolineato, a salvaguardare la solvibilità della so-

(41) Ne dà conto M. LIBERTINI, *I sindacati di voto*, cit., p. 481, il quale rileva come, a differenza dei sindacati di voto, la cui piena legittimità è ormai acquisita alla *communis opinio*, anche dopo la riforma i patti di gestione, qualora comportino l'assunzione di un obbligo giuridico in capo ai componenti dell'organo gestorio, sono considerati « contrari all'ordine pubblico », in quanto incompatibili con la piena responsabilità degli amministratori per la conduzione dell'impresa sociale.

Va altresì aggiunto che laddove i diritti in questione formino oggetto di un patto parasociale ed il soggetto finanziato sia una società per azioni « aperta », sussiste la necessità di adempiere agli obblighi pubblicitari previsti dall'art. 122 t.u.f., per le società quotate, nonché dall'art. 2341-ter c.c., per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, salvo accogliere l'interpretazione più restrittiva che tende ad espungere dalla sfera di applicazione della seconda delle disposizioni citate le convenzioni che, pur avendo il contenuto legislativamente previsto, obbediscono non al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società, ma ad altri fini, come il risanamento dell'impresa in crisi o la difesa della minoranza [e v. G.A. RESCIO, *Assemblea dei soci. Patti parasociali*, in AA.VV., *Diritto delle società (Manuale breve)*⁵, Milano, 2012, p. 212]. Si pone, infine, il problema di conciliare il limite temporale triennale o quinquennale, a seconda che la società sia quotata o meno, con la natura di rapporti di durata che le pattuizioni inerenti ai contratti di finanziamento presentano (v., per questi rilievi, E. RIMINI, *Il prestito mezzanino*, cit., p. 1086).

(42) B. LIBONATI, *Sindacato di voto e gestione d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, p. 327 ss.; ora in ID., *Scritti in materia di impresa e società*, cit., p. 10 (da cui si cita).

cietà, riducendo e controllando il rischio di credito cui è esposto il creditore. Solo laddove tale fine si traduca in atti incompatibili con qualsiasi plausibile ricostruzione dell'interesse dell'impresa debitrice, si cade in una situazione di illiceità tale da radicare — ma sul punto si tornerà più avanti — il potere-dovere dell'amministratore di disattendere l'atto di indirizzo.

4. *Il problema della meritevolezza di tutela dell'interesse perseguito mediante i covenants alla luce della disciplina in materia di attività di direzione e coordinamento di società.* — Le osservazioni svolte nei paragrafi precedenti dimostrano l'importanza di identificare, all'interno del nostro diritto societario, taluni addentellati normativi che consentano di verificare la legittimità dell'attribuzione ai creditori di poteri di indirizzo dell'azione gestoria della società debitrice. Il problema si iscrive — lo si è già accennato — in quello del rapporto fra autonomia contrattuale e principi di tutela dell'interesse sociale e di competenza esclusiva degli amministratori nella gestione dell'impresa organizzata in forma societaria e può essere proficuamente affrontato richiamando la discussione sulla liceità dei contratti di dominio (secondo la terminologia tedesca, *Beherrschungsverträge*), ovvero di pattuizioni mediante le quali una società assume l'obbligo di eseguire direttive unilateralmente predisposte da un'altra, con un sostanziale esautoramento degli amministratori della prima (43).

(43) Quando si discorre di contratti di dominio (o di dominazione) è immediato il richiamo al diritto societario tedesco, al cui interno essi si inscrivono nella categoria dei contratti di impresa (*Unternehmensverträge*) quali strumenti tipici di realizzazione del *Konzern* (non di fatto). Più esattamente, il contratto di dominio appartiene alla categoria dei *causallose Organisationsverträge* (§ 291 *AktG*), cui spesso si accompagna, sia pure in posizione accessoria, il contratto di storno di utili (*Gewinnabführungsvertrag*), per effetto del quale gli utili della controllata sono integralmente trasmessi alla controllante. A fronte dei rilevanti poteri ed ef-

Giova preliminarmente sottolineare come tale questione abbia suscitato rinnovato interesse in seguito all'introduzione nel nostro ordinamento, ad opera del legislatore della riforma del 2003, della disciplina dell'attività di direzione e coordinamento di società contenuta negli artt. 2497 ss. c.c., che ha implicitamente sancito la legittimità dell'influenza sulla gestione da parte di soggetti estranei all'organo amministrativo (e, in taluni casi, alla stessa compagine sociale) della società etero-

fetti di natura organizzativa derivanti dai contratti suddetti, la legislazione pone una serie di obblighi a carico della società controllante, come quello di ripianare le perdite subite dalla controllata al termine dell'esercizio (§ 302 *AktG*), quello di corrispondere ai soci esterni un adeguato compenso (*angemessener Ausgleich*) determinato, in misura fissa o variabile, sulla base della situazione patrimoniale della società (§ 304, *Abs. 1, AktG*) nonché delle sue aspettative di guadagno, ed infine quello di acquistare le loro azioni qualora decidano di recedere dalla società in seguito alla stipulazione del contratto (*Abfindungsrecht*) ad un prezzo che tenga conto della situazione patrimoniale della società nel momento in cui l'assemblea ordinaria delibera sul contratto (§ 305, III, 2; *AktG*): v., per limitarci alle più aggiornate trattazioni della disciplina in questione, V. EMMERICH u. M. HABERSACK, *Aktien- und GmbH-Konzernrech. Kommentar*⁶, München, 2010, *Vorbemerkungen zu § 291*, p. 123 ss. e *sub § 291*, p. 127 ss.; H. KOPPENSTEINER, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*³, Bd. 6, Köln-Berlin-Bonn-München, 2004, *Vorbemerkungen vor § 291*, p. 35 ss. e *sub § 291*, p. 53 ss.; nella nostra letteratura, cfr., fra gli altri, M. LAMANDINI, *Il controllo*, cit., p. 155 ss.; L.A. BIANCHI, *I « contratti d'impresa » (Unternehmensverträge) nel diritto dei gruppi tedesco: valutazioni e problemi*, in *Riv. soc.*, 1984, p. 995 ss.; A. PIRAS, *I gruppi di società nel diritto tedesco e brasiliano*, in *I gruppi di società*, a cura di A. Pavone La Rosa, Bologna, 1982, p. 250 ss.

È ben noto come anteriormente alla riforma del diritto societario fosse prevalente l'opinione restrittiva in merito all'ammissibilità dei contratti di dominazione nell'ordinamento italiano, in quanto contrastanti sia con le norme sul conflitto di interessi che vietavano (ai soci ed) agli amministratori di agire in difformità rispetto al programmato interesse sociale [e v., fra gli altri, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*⁵, Torino, 2002, p. 295, testo e nt. 2; P. ABBADESSA, *I gruppi di società nel diritto italiano*, in *I gruppi di società*, cit., p. 105 ss.; ID., *Rapporto di dominio ed autonomia privata nel diritto societario italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 545 ss.; R. SANTAGATA, *Il gruppo paritetico*, Torino, 2001, p. 13 ss.], sia con il principio della necessaria corrispondenza fra potere di gestione e rischio d'impresa [P. SPADA, *L'alienazione del governo della società per azioni (contributo alla costruzione di un modello conoscitivo)*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 16-18 novembre 1995, a cura di P. Balzarini - G. Carcano - G. Mucciarelli, Milano, 1996, p. 2189 ss.].

diretta, i quali siano portatori di interessi ad essa estranei (44). E tuttavia, l'intervento normativo così attuato non ha inteso codificare un *Konzernorganisationsrecht* (45), né ha individuato esplicitamente gli elementi costitutivi della stessa attività di direzione e coordinamento, ma ha preso le mosse da una considerazione del gruppo di società e delle relazioni intercorrenti fra le singole entità che lo compongono alla stregua di un « fatto », quale concreto modo di essere dell'organizzazione d'impresa, e, una volta identificati i problemi ad esso connessi, ha dettato regole rivolte a fornire una soluzione equilibrata ai conflitti di interesse che vi sono sottesi: in particolare, a quello « classico » del contemperamento fra la posizione del socio di controllo, che persegue ed utilizza il « vantaggio di gruppo » derivante dall'attività complessivamente svolta dalle singole società in cui il gruppo medesimo si articola, e quella dei soci « esterni » e dei creditori che non possono compensare gli eventuali pregiudizi subiti in ragione

(44) Appare significativo al riguardo il rilievo di P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 45, secondo cui dall'art. 2497 c.c. si desume, *a contrariis*, la legittimità, nei limiti dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, dell'attività di direzione e coordinamento, e cioè di « un'attività sistematica di indirizzo strategico delle scelte gestorie, che, pur non "espropriando" gli organi della società eterodiretta, ne condiziona e ne orienta tuttavia le decisioni amministrative ». Da qui l'opportunità di ridimensionare il principio cristallizzato nella disposizione « di sistema » dell'art. 2380-bis, comma 1, c.c., secondo cui « la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori » (cfr., in tal senso, pure U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010, p. 108).

(45) E v., in proposito, V. CARIELLO, *Primi appunti sulla c.d. responsabilità da attività di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, II, p. 332; ID., *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Riv. soc.*, 2003, spec. p. 1231 ss.; ID., in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, vol. III, Napoli, 2004, *sub* art. 2497, p. 1856, dove però la notazione della possibilità di delineare in via interpretativa un *Konzernorganisationsrecht* inteso come complesso di regole che presiedono alla costituzione, all'organizzazione ed al funzionamento delle società di gruppo.

di quella stessa attività con i vantaggi astrattamente ricavabili (46).

Se, dunque, nella disciplina in esame assume un rilievo centrale il problema del riequilibrio patrimoniale fra sfere di interessi suscettibili di essere diversamente avvantaggiate o pregiudicate dall'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, non si può, cionondimeno, limitare l'attenzione al solo profilo degli effetti di tale esercizio, trascurando di considerare gli aspetti organizzativi che stanno a fondamento dello stesso (47).

Sospingono verso tale impostazione, da un lato, l'esigenza di interrogarsi sull'esistenza, nel campo dell'attività di direzione e coordinamento, di un potere giuridicamente rilevante, di cui le direttive impartite alle società dirette e coordinate sono espressione, e che costituisce, a sua volta, l'antecedente della responsabilità della società capogruppo; dall'altro, il duplice riferimento al contratto, ora come strumento attraverso il quale viene conseguito il controllo, da cui presumere la sussistenza del potere di direzione e coordinamento (art. 2497-*sexies*), ora, invece, come fonte di quest'ultimo (art. 2497-*septies*).

Muovendo dalla condivisibile interpretazione secondo cui le due previsioni legislative hanno un autonomo significato ed evocano figure non coincidenti fra loro (48), si tende a rite-

(46) Cfr. G. GUIZZI, voce *Direzione e coordinamento di società*, in *Dizionari del diritto privato* promossi da N. Irti, *Diritto commerciale* a cura di N. Abriani, Milano, 2011, p. 352; e già ID., *Eterodirezione dell'attività sociale e responsabilità per mala gestio nel nuovo diritto dei gruppi*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 441; nonché G. SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003, p. 189.

(47) Sottolinea diffusamente questa esigenza A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, ne *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., vol. 3, p. 838 ss.

(48) Cfr., sul rapporto fra le due previsioni normative, P. DAL SOGLIO, ne *Il*

nere che i contratti istitutivi del c.d. controllo di fatto esterno di cui all'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c. siano quelli che, per il loro specifico contenuto o per l'importanza rivestita in relazione alla condizione economica della società, hanno l'effetto di provocare una situazione di dipendenza « sistemica » di quest'ultima rispetto alla propria controparte (49). In questo ordine di idee, appare plausibile ricondurre alla disposizione succitata i *covenants* che producono quale effetto giuridicamente rilevante un'influenza dominante sulla società finan-

nuovo diritto delle società. Commentario, a cura di A. Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005, *sub* artt. 2497-*sexies* e 2497-*septies*, p. 2435, secondo cui i contratti commerciali tradizionalmente inquadrati nella categoria di cui all'art. 2359, comma 1, n. 3 danno luogo alla presunzione relativa di dominio prevista dall'art. 2497-*sexies*, mentre i contratti e le clausole statutarie cui fa riferimento l'art. 2497-*septies* quale base per applicare al soggetto le norme del capo IX senza possibilità di fornire una prova contraria, coprono un'area diversa, ugualmente lasciata all'autonomia dei privati; a favore del riconoscimento — se si esclude l'idea di un « legislatore ridondante » — della non coincidenza delle due figure, v. pure G. GUIZZI, voce *Direzione e coordinamento di società*, cit., p. 355.

(49) Merita sottolineare come, a fronte dell'interpretazione secondo cui l'espressione normativa di cui al n. 3 dell'art. 2359 fa riferimento a contratti commerciali che (specialmente in presenza di clausole di esclusiva) determinano la dipendenza economica di una parte contraente rispetto all'altra e la cui cessazione metterebbe in pericolo la sopravvivenza stessa dell'impresa economicamente subalterna (cfr., per tutti, G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, p. 105 ss.), si è avanzata un'interpretazione più restrittiva, sullo sfondo di una ricostruzione unitaria del concetto di controllo societario definito dal codice civile, quale influenza « solitaria e organica ». Accogliendo questa impostazione, possono venire in considerazione tra i vincoli contrattuali in grado di attribuire il controllo anche determinati contratti di finanziamento o di ristrutturazione del debito, allorché però contengano clausole che attribuiscono ad una società il potere di nominare la maggioranza dei consiglieri di amministrazione (M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo*, cit., p. 484 s.). Aspetti di consonanza con tale soluzione interpretativa possono cogliersi in M. LAMANDINI, in *Società di capitali. Commentario*, cit., vol. I, *sub* art. 2359, p. 406, ad avviso del quale la previsione dell'art. 2359, comma 1, n. 3, andrebbe riferita — alla luce dell'art. 2497-*septies* — a « situazioni in cui si riscontri un'influenza dominante giuridicamente rilevante, la quale si traduca in influenza gestionale e strategica (non già su ogni aspetto, ma necessariamente) sulla complessiva attività d'impresa della società dominata ».

ziata, specie laddove attribuiscono ai creditori « forti » poteri di approvazione di scelte gestorie di rilievo strategico della medesima (50).

Oggetto del rinvio operato dalla norma dell'art. 2497-*sexies* sono, altresì, i contratti aventi ad oggetto la costituzione del diritto di esercitare un potere gestionale sulla società, menzionati dall'art. 26, comma 2, lett. a), del d.lgs. n. 127/1991, che individua i casi di controllo contrattuale ai fini del consolidamento dei bilanci (51).

Avendo presente, peraltro, che l'art. 2497-*septies* esordisce con una clausola di esclusione delle ipotesi di cui al precedente art. 2497-*sexies* e che — secondo la *Relazione* di accompagnamento alla novella societaria — le due previsioni avrebbero quale proprio distinto referente, rispettivamente, il « controllo orizzontale e paritetico » e quello « verticale » (52), si è posta l'esigenza di verificare la configurabilità, in

(50) Cfr., ad esempio, E. RIMINI, *Il controllo*, Milano, 2002, p. 56 ss., dove il riferimento ai casi in cui una banca intervenga con una linea di credito in soccorso di un'impresa in crisi e nella relativa convenzione si pattuisca, fra l'altro, l'attribuzione alla banca medesima di poteri di direzione; nonché R. PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 631 s.

(51) È opportuno ricordare che tale previsione è stata introdotta nel vigente regime societario al fine di applicare il consolidamento dei bilanci anche nella « eventualità che il diritto applicabile ai rapporti con un'impresa figlia estera consenta la stipulazione » dei predetti contratti di dominio (e v., infatti, la *Relazione* di accompagnamento al d.lgs. n. 127/1991).

(52) Tale elemento — unitamente al fatto che la rubrica dell'art. 2497-*septies* si riferisce al « coordinamento fra società » ed il dettato testuale della disposizione contempla l'esercizio di un'attività di direzione « sulla base di un contratto » — contribuirebbe a rafforzare l'opinione che la norma in questione non abbia inteso legittimare i contratti di dominazione nel nostro ordinamento (R. SANTAGATA, *Autonomia privata e formazione dei gruppi nelle società di capitali*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., vol. 3, p. 806 ss.; nella stessa direzione, cfr. inoltre V. CARIELLO, in *Società di capitali. Commentario*, cit., sub artt. 2497-*sexies* e 2497-*septies*, p. 1898; A. IRACE, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003*, n. 6 (art. 2462-2510), a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, sub art. 2497-*sexies*, p. 349;

base all'attuale diritto societario, di vicende (come quelle cui si riferisce l'art. 2497-*sexies*) o pattuizioni (contemplate dall'art. 2497-*septies*) aventi per effetto o per oggetto l'attribuzione alla società che eserciti l'attività di direzione e coordinamento del potere di impartire le direttive gestionali cui le società eterodirette sono tenute a conformarsi (53).

Non appena si riconosca la sussistenza di una relazione nell'ambito della quale al potere della società capogruppo fanno riscontro i doveri imputabili agli organi delle società sottoposte, occorre anche interrogarsi sui limiti di ammissibilità dei contratti il cui oggetto, ovvero il cui tratto qualificante sotto il profilo funzionale — in una parola, la causa — risiede nel fondare e/o regolare l'esercizio di tale potere.

Ebbene, se il legislatore ricollega allo svolgimento della direzione unitaria, anche laddove avvenga sulla base di un contratto, una significativa modifica dello statuto organizzativo e dell'assetto di poteri delle società appartenenti al gruppo (54), può ritenersi che tale contratto trovi, così, un riconoscimento ed una legittimazione sul piano normativo (55).

A. BADINI CONFALONIERI, ne *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino - G. Bonfante - O. Cagnasso - P. Montalenti, Bologna, 2004, *sub* art. 2497-*septies*, p. 2219). Non mancano, però, letture diversamente orientate, che se per un verso tendono ad espungere dalla sfera di applicazione dell'art. 2497-*sexies* (e, in virtù del rinvio ivi contenuto, dall'area dell'art. 2359, comma 1, n. 3) i contratti aventi direttamente ad oggetto il dominio di una o più società (se pure invalidi o inefficaci), per l'altro, identificano la *ratio* dell'art. 2497-*septies* nel « porre una valutazione legale tipica [...] proprio in quei casi in cui il controllo costituisce l'oggetto principale e immediato del contratto concluso fra due o più società, o è a tal punto connaturato all'organizzazione della società dominata da essere trasfuso in una sua clausola statutaria » (P. DAL SOGLIO, in *Il nuovo diritto delle società. Commentario*, cit., p. 2440).

(53) Sottolinea l'importanza di pervenire a siffatta dimostrazione, A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento*, cit., p. 846.

(54) Cfr., per tale impostazione, U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 103 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri*, cit., p. 195 ss.; A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento*, cit., p. 850 ss.; M. MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, Torino, 2007, p. 193 ss.

(55) Capace di fornire utili indicazioni costruttive appare, infatti, la nota-

Lungo questa linea argomentativa, lo strumento negoziale cui fa riferimento l'art. 2497-*septies* può essere, anzi, utile a delimitare l'area dell'attività di direzione e coordinamento ed a regolare la gamma di poteri della società che eserciti tale attività.

Seguendo l'impostazione testé delineata e volendo provare ad individuare i contenuti dei contratti in esame, va segnalato che l'accentramento in capo alla società di vertice della pianificazione dell'attività integrata implica la traslazione dalle società dirette e coordinate delle competenze decisionali in ordine alla definizione degli obiettivi strategici delle singole operazioni in cui l'attività medesima si articola. In relazione al « tipo » ed alla « qualità » dell'attività di direzione e coordinamento saranno poi modulati gli aspetti organizzativi e finanziari, che potranno tradursi nella designazione degli alti dirigenti della società eterodiretta, nonché nella individuazione e gestione dei canali di finanziamento della stessa. Ed ancora, oggetto di regolamentazione negoziale potranno essere la predisposizione di flussi informativi che consentano di monitorare e verificare lo svolgimento dell'attività da parte delle società dirette e coordinate, così come la previsione di obblighi di collaborazione da parte degli organi di vertice di queste ultime (56).

zione formulata in materia di gruppi da B. LIBONATI, *La responsabilità nel gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, p. 1995, I, p. 587 ss., ora in ID., *Scritti in materia di impresa e società*, cit., p. 134 (da cui si cita), secondo il quale non può essere sottovalutato « che una norma che riconosca come premessa una situazione di fatto, quella situazione in definitiva legittima ». Una eco di tale argomentazione pare intravedersi in P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 329, il quale osserva che « se un'attività deve ritenersi legittima, poiché il legislatore espressamente statuisce che essa — proprio perché correttamente esercitata — non è fonte di responsabilità, non si vede per quale ragione le parti non possano convenzionalmente renderla doverosa », soprattutto laddove si consideri che il legislatore ha espressamente contemplato l'« attività di direzione e coordinamento esercitata sulla base di un contratto ».

(56) A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento*, cit., p. 878 ss.; sul do-

Malgrado si sia appena sottolineato come la conformazione contrattuale di un assetto organizzativo di gruppo comporti inevitabilmente la traslazione di alcune competenze gestorie degli organi delle società dirette e coordinate o, comunque, la loro « ridefinizione » a favore dell'ente che eserciti l'attività di direzione e coordinamento, ciò non implica affatto che gli amministratori delle prime debbano essere privati dei loro compiti e poteri, non essendo il contratto che ci occupa funzionalmente diretto a predisporre una gestione totalmente esterna all'organizzazione imprenditoriale delle società appartenenti al gruppo. Tali rilievi permettono di fornire un'ulteriore precisazione in grado di contribuire ad identificare la portata e l'incidenza dei poteri contrattualmente riconosciuti alla società che esercita l'attività di direzione e coordinamento: ci si vuol riferire all'impossibilità di disporre mediante il contratto che costituisce e/o regola l'attività in parola della causa lucrativa delle singole società dirette e coordinate, annullandone la capacità di costituire autonomi centri di profitto (57).

vere degli amministratori della società diretta e coordinata di fornire all'organo amministrativo della società c.d. dominante le informazioni necessarie per il proficuo esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, quale espressione di un più ampio dovere dei primi di eseguire le direttive legittime e collaborare con la capogruppo per il perseguimento della politica imprenditoriale di gruppo, U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 110.

(57) È il caso di sottolineare che le società eterodirette potranno essere obbligate a dare esecuzione a direttive potenzialmente pregiudizievoli per il loro interesse soltanto se sia nel contempo definito il livello della loro partecipazione ai vantaggi della direzione unitaria e siano correlativamente precisati criteri e modalità attuative delle operazioni di compensazione derivanti dalla stessa: cfr. A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento*, cit., p. 880 s.; nonché V. CARIELLO, *Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative: per una Methodenlehre unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 277, ad avviso del quale la stessa invocabilità del meccanismo compensativo andrebbe sostenuta solo « in presenza (non tanto o non necessariamente di un contratto di direzione e coordinamento, bensì e piuttosto) di una piano strategico, industriale, finanziario di gruppo » idoneo ad evidenziare programmaticamente le operazioni della capogruppo rispetto alle società figlie e di rendere così

Così tratteggiato il contenuto dei contratti *ex art. 2497-septies*, deve conseguentemente escludersi la ricorrenza nei medesimi sia della « defunzionalizzazione » delle decisioni rispetto all'interesse sociale delle società eterodirette, sia dell'esautoramento degli amministratori di queste ultime, che costituiscono invece l'elemento distintivo dei *Beherrschungsverträge*. Semmai, i contratti in questione potrebbero essere accostati a quelli di dominazione c.d. deboli, in base ai quali la società dominante può imporre direttive vincolanti alla società dominata nel rispetto dell'interesse di quest'ultima.

Eppure di là dal dibattito sulla volontà del legislatore di legittimare, in sede di riforma, la stipulazione nel nostro ordinamento di contratti di tal genere, merita ribadire che, in quanto presupposto perché possa radicarsi la fattispecie dell'attività di direzione e coordinamento, il contratto *ex art. 2497-septies* può costituire sia il punto di arrivo dell'evolvere di un preesistente rapporto di controllo in una struttura organizzativa di gruppo (58), sia il fondamento e la fonte di regolazione dell'esercizio di una direzione unitaria anche in assenza di una situazione di controllo (59).

trasparente la gestione del gruppo; sul problema della operatività del meccanismo summenzionato nella direzione unitaria scaturente da *covenants*, cfr. *infra*, in questo capitolo, § 8.

(58) Sostiene che la norma dell'art. 2497-septies consenta « sia pure implicitamente la regolamentazione contrattuale della direzione e coordinamento di gruppo tra società controllante e società controllate », P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari*, cit., p. 331 (corsivo nell'originale), il quale aggiunge che da ciò consegue un rafforzamento della protezione dei terzi e dei soci, per la già rilevata inammissibilità della prova contraria. Non sembra superfluo precisare che, nonostante il tenore letterale dell'art. 2497 faccia riferimento ad una pluralità di società sottoposte a direzione unitaria e correlativamente l'art. 2497-sexies ponga la summenzionata presunzione di esercizio dell'attività nei confronti di più società, non potrà escludersi la possibilità di ravvisare una struttura di gruppo e di sanzionare l'eterodirezione abusiva anche se vi sia una sola società controllata (v., in tal senso, A. GAMBINO, *Su taluni problemi in tema di gruppi*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 7).

(59) Cfr., fra gli altri, G. GIANNELLI, *Covenants finanziari*, cit., p. 615; nonché C. CARUSO, *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e recesso del socio*, Torino, 2012, p. 111 s.

Alla luce del quadro normativo appena ricostruito, è giunto il momento di esaminare criticamente la validità delle clausole che conferiscono al creditore poteri di controllo, di ingerenza e di veto sulle decisioni dell'organo gestorio della società debitrice o sulle operazioni straordinarie da essa programmate. Deve riconoscersi, al riguardo, che la dimostrazione della legittimità dei contratti intesi a costituire e/o regolare l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento non consente di considerare automaticamente acquisita la meritevolezza di tutela delle clausole in discorso, solo che si rifletta sulla finalizzazione delle medesime al perseguimento di un interesse di carattere finanziario proprio del creditore e non già alla realizzazione di un fenomeno di aggregazione di imprese (60).

(60) Cfr. R. PENNISI, *La responsabilità*, cit., p. 634, il quale osserva che il creditore, in specie laddove si tratti di una banca, svolgerà l'attività propria dell'impresa bancaria, la quale avrà oggetto e finalità diverse da quelle dell'impresa controllata, puntualizzandosi, per quanto qui rileva, sull'interesse alla solvibilità della società finanziata.

Torna utile richiamare l'elaborazione della dottrina tedesca che, pur escludendo la riconduzione dei contratti di credito caratterizzati dall'inserimento di *covenants* alla figura normativamente tipizzata del *Beherrschungsvertrag* in quanto essi non prevedono un *Weisungsrecht* in capo alla società dominante conforme alla previsione del § 308 *AktG*, né un dovere dell'organo gestorio della dominata di rispettare le direttive ricevute, non manca di interrogarsi sulla qualificazione dei medesimi come contratti di dominazione « atipici ». Il quesito è complesso e viene scomposto in vari passaggi logici. Una volta riconosciuta la sussistenza di confini piuttosto rigidi per l'autonomia privata nel campo dei *Beherrschungsverträge* e, conseguentemente, il carattere problematico della estensione della relativa disciplina (§§ 291 ss. *AktG*) sia pure alle sole convenzioni negoziali connotate da un marcato impatto organizzativo, ci si domanda se i *covenants* soddisfino i requisiti contenutistici minimi del contratto di dominio, ovvero se le possibilità di azione da essi derivanti siano sufficienti per l'attuazione di una *Leitungsmacht* esterna, in specie laddove non si pongano in correlazione con la finalità di scambio del contratto. Ugualmente meritevole di verifica è la possibilità di derogare alla norma sulla competenza assembleare a deliberare sul contratto, nonché a quelle poste a tutela degli azionisti esterni e dei creditori, quale « bilanciamento » del potere della capogruppo di imporre alle società dominate istruzioni anche pregiudizievoli del loro interesse individuale (cfr., per tale itinerario, S. HEINRICH, *Covenants als Covenants*, cit., p. 372 ss.).

Ciononostante, non si può negare che i contratti di finanziamento con clausole *covenants* si collocano in una posizione intermedia fra i contratti diretti all'organizzazione d'impresa ed i normali contratti di scambio e, in quanto tendono a limitare l'autonomia gestionale della società debitrice, possono presentare affinità più o meno marcate, sul piano strutturale e contenutistico, con le convenzioni che costituiscono e/o disciplinano l'attività di direzione e coordinamento.

La fondatezza di tale accostamento appare evidente laddove il *covenant* sia costruito in maniera tale da attribuire all'ente finanziatore poteri di approvazione che si estendano a settori significativi e rilevanti dell'azione imprenditoriale della società debitrice (61).

Certo, ai fini dell'applicazione nel caso di specie della disciplina in tema di direzione e coordinamento, appare particolarmente problematica la circostanza che — come l'analisi dei *covenants* precedentemente condotta ha dimostrato — l'esercizio del potere di influenza conferito al creditore si intensifica e si « ispessisce » al verificarsi di un inadempimento del debitore, tale da rappresentare una sorta di momento « scatenante » dell'esercizio dell'attività in questione (62).

(61) In linea generale, se non può destare dubbi la legittimità delle clausole dei contratti di finanziamento che impongano all'impresa debitrice obblighi precisi e definiti, non altrettanto certa è la possibilità di conferire loro una rilevanza organizzativa e di ipotizzare, in tal caso, l'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento, a meno che la banca non riesca ad imporre comportamenti ulteriori rispetto a quelli previsti dal contratto (R. PENNISI, *La responsabilità della banca*, cit., p. 632).

(62) Cfr., in questi termini, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 379, che sottolinea come non sia invece determinante, alla luce dell'opinione accreditata dalla dottrina prevalente e dalla giurisprudenza, la mancanza di un'espressa attribuzione del potere di direttiva, potendo discendere indirettamente dal contratto possibilità di ingerenza paragonabili al formale *Weisungsrecht* di cui al § 308 AktG.

Al contrario, nella fase fisiologica di attuazione del rapporto di finanziamento, i *covenants* risultano tendenzialmente inidonei a conferire ai creditori « forti » la possibilità di perseguire un'iniziativa imprenditoriale unitaria, alla cui realizzazione viene subordinato l'interesse della società debitrice (63). Piuttosto, è normale per il creditore confidare nel profittevole svolgimento dell'attività dell'impresa finanziata, poiché è da esso che dipende, in ultima analisi, il rimborso del proprio credito. Ed ancora diverso peso assume la considerazione che i *covenants*, se mirano a rafforzare la pretesa del creditore al rimborso del proprio credito, « minacciata » dal rischio di comportamenti opportunistici del debitore, soddisfano, nel contempo, anche l'interesse di quest'ultimo ad ottenere il finanziamento a condizioni più favorevoli (64).

Volendo procedere, a questo punto, ad una più compiuta articolazione di scenari e prospettive, non va trascurato di considerare come la disciplina convenzionale degli *events of default*, oltre a segnare — come pure si è detto — l'avvio di una crisi dell'impresa e, conseguentemente, di un più stretto monitoraggio del creditore sulla medesima, può essere prodromica all'esecuzione di un piano posto alla base di un con-

(63) Considera tale circostanza particolarmente problematica ai fini della qualificazione dei *covenants* come contratti di dominazione atipici, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 383, il quale osserva come la *Leitungsmacht* conferita al creditore dai *covenants* sulla società debitrice è assoggettata a limiti sia temporali, in quanto presuppone il verificarsi di un *event of default*, sia sostanziali, dato che si traduce nell'esercizio dei poteri conseguenti a tali violazioni

(64) Cfr., ancora, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 314, p. 412 s., il quale, pur non negando l'idoneità dei *covenants* a dare luogo ad una situazione di dipendenza economica dell'impresa debitrice, valorizza l'insussistenza, quanto meno in situazioni di normalità, di quella contrapposizione di interessi tale da costituire un « pericolo » per la società dipendente e giustificare l'applicazione delle regole sulla compensazione del pregiudizio ad essa arrecato secondo il § 311 *AktG*; concorde anche W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 354 s., che esclude perciò, in linea di principio, la legittimità di applicare gli strumenti di tutela previsti dal diritto dei gruppi.

cordato preventivo o di accordi di ristrutturazione dei debiti che — anche laddove non incidano sulla struttura proprietaria — tendono a trasferire la gestione a soggetti designati o, comunque, graditi al ceto creditorio. Ne deriverà un orientamento della gestione stessa alla soddisfazione di un interesse imprenditoriale ascrivibile ad un soggetto estraneo all'organizzazione dell'impresa debitrice. Trattandosi, però, di un interesse avente, in ultima analisi, natura finanziaria, esso non si colloca — fatte salve le puntualizzazioni che seguiranno — in posizione necessariamente antitetica rispetto a quello dei soci, ma può concorrere al perseguimento ed alla soddisfazione di quest'ultimo.

Non è allora da escludere che laddove l'obiettivo di mantenere o recuperare la solvibilità della società debitrice si traduca nell'esercizio da parte del creditore « forte » di una direzione unitaria mediante l'imposizione di direttive intese ad orientare l'azione gestoria della medesima in vista del conseguimento di un interesse imprenditoriale dello stesso creditore eventualmente anche coincidente con quello della società diretta, tale attività possa essere legittimamente svolta purché ciò avvenga nel rispetto delle regole di corretta gestione societaria ed imprenditoriale.

L'applicazione al fenomeno studiato, qualora ne ricorrano le condizioni, delle norme di azione, di organizzazione e di procedimento in materia di direzione e coordinamento, nonché di quelle rivolte a sanzionare la violazione delle prime, non manca, peraltro, di sollevare dubbi ed interrogativi. Si pensi all'obbligo di segnalare, tramite iscrizione nel registro delle imprese nonché con l'indicazione negli atti e nella corrispondenza, la società o l'ente alla cui direzione e coordinamento la società eterodiretta è soggetta, che, pur essendo posto dall'art. 2497-*bis* univocamente a carico degli amministratori di quest'ultima, non può prescindere da una condivisione con gli organi della società capogruppo, se non altro per evitare il rischio di un « disconosci-

mento di paternità » ad opera della medesima (65). E non è difficile immaginare che tale regime pubblicitario possa risultare poco gradito al creditore « forte » ed alla stessa società eterodiretta (66), in quanto idoneo a fondare, per chi venga ad interagire con la società medesima, un legittimo affidamento nel non pregiudizievole esercizio dell'attività di direzione e coordinamento (67).

Perplessità possono sorgere anche a proposito dell'estensione indiscriminata della causa di recesso prevista dall'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. c), c.c., dal momento che il legislatore prevede quale requisito ulteriore rispetto all'inizio ed alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento, il verificarsi di una alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento. Alla luce del dato normativo testé richiamato,

(65) G. SCOGNAMIGLIO, *Motivazione delle decisioni e governo del gruppo*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 763.

(66) Lo rileva R. PENNISI, *La responsabilità della banca*, cit., p. 637.

(67) Cfr. P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento*, cit., p. 329. Tale interpretazione si ricollega sia alla previsione della responsabilità « diretta » ascritta alla società o all'ente capogruppo per l'eterodirezione abusiva da essi svolta, sia alla possibilità per il socio di esercitare il diritto di recesso previsto dall'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. c), c.c. (A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento*, cit., p. 855 s., corsivo nell'originale). Va, tuttavia, notato che la responsabilità da attività di direzione e coordinamento sorge a prescindere dalla pubblicità e che quest'ultima è, sotto altro aspetto, inidonea a svolgere il ruolo di titolo e/o fatto costitutivo della responsabilità della capogruppo per debiti e/o illeciti delle società figlie (V. CARIELLO, *Direzione e coordinamento di società*, cit., p. 1257 ss.). Similmente è a dirsi per quanto riguarda il recesso, che secondo la posizione maggioritaria può essere esercitato anche in caso di mancata iscrizione nel registro delle imprese della situazione di soggezione all'altrui direzione e coordinamento. Né pare che il decorrere del termine per l'esercizio del recesso possa dipendere dalla iscrizione nel registro, dato che l'art. 2437-*bis*, dettato per la società per azioni e richiamato dall'art. 2497-*quater* c.c. prevede espressamente che il recesso, legittimato da fatti diversi da una deliberazione, è esercitato entro trenta giorni dalla conoscenza del fatto da parte del socio; e non vi è ragione di ritenere che anche in tal caso l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento vada apprezzata come fatto (R. PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., vol. 3, p. 932 s.).

non sembra infondato assumere che l'esercizio della direzione unitaria da parte del creditore « forte », in quanto finalizzato di regola alla conservazione o al recupero della situazione finanziaria e patrimoniale della società debitrice esistente al momento della concessione del finanziamento, non comporti quel mutamento delle condizioni di rischio dell'investimento da cui deriva la possibilità per il socio di ripensare l'opportunità della propria permanenza nella società (68).

Ed ancora, appare tutt'altro che scontata l'operatività nella specifica ipotesi in esame della disciplina dei finanziamenti infragruppo posta dall'art. 2497-*quinquies*, tenuto conto della mancanza in capo al creditore esercente l'attività di direzione e coordinamento di una posizione spiccatamente partecipativa nonché di un interesse di carattere « proprietario » nella società eterodiretta (69).

(68) Cfr., nel senso che la previsione summenzionata sottenda l'esistenza di « situazioni, sia pure marginali, nelle quali l'intensità dell'attività di direzione e coordinamento sia tale da determinare l'applicazione delle norme del capo IX (relative alla responsabilità, alla pubblicità, alla motivazione delle decisioni ecc.) ma non il diritto di recesso », R. PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione*, cit., p. 931; ID., *Il diritto di recesso nelle società soggette ad attività di direzione e coordinamento: alcune considerazioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 41 ss.; C. CARUSO, *Inizio e cessazione*, cit., p. 41 ss., in specie p. 150, dove la negazione che l'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento debba ritenersi automaticamente verificata laddove il potere di direzione unitaria sia regolato in via negoziale; diversamente orientato però M. MAUGERI, *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 358 s.

(69) In tale discorso assume, infatti, un peso decisivo la verifica se ai fini dell'applicazione della disposizione in questione sia irrilevante la fonte dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento oppure se, dato il rinvio in essa contenuto all'art. 2467 c.c., sia necessaria la sussistenza di una situazione di controllo interno o il possesso di una partecipazione, almeno indiretta, nella società finanziata. Se, anche sulla base di quanto testé osservato, non può ritenersi risolutiva la formulazione letterale dell'art. 2467-*septies* che — non diversamente dal precedente art. 2497-*sexies* — appare dettato ai fini (dell'intero corpo) delle norme sull'attività di direzione e coordinamento, è plausibile fermare l'attenzione sulla ricerca di una corrispondenza funzionale fra la posizione del socio di società a responsabilità limitata e quella della capogruppo, anche solo contrattuale. Nella pro-

Quanto appena osservato non annulla la possibilità di intravedere nella disciplina dell'attività di direzione e coordina-

spettiva appena tratteggiata, è da considerare che il creditore che si avvale di *covenants*, pur disponendo di un vantaggio informativo sulla situazione finanziaria della società beneficiaria del finanziamento (cfr. M. CAMPOBASSO, *Finanziamento del socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 445), proprio in quanto privo di una posizione di carattere « proprietario » nella medesima società, non ha, di regola, gli stessi incentivi dei soci animati da un interesse di natura imprenditoriale a proseguire l'attività d'impresa trasferendone il rischio a carico degli altri creditori. Se così è, l'applicazione al creditore « forte » della disciplina della postergazione appare un rimedio eccessivo, che priverebbe le forme contrattuali « atipiche » di garanzia della loro funzione di rafforzare le probabilità di adempimento da parte del creditore, determinando una situazione di incertezza nel mercato. Certo, non può escludersi che in una situazione di crisi della società debitrice il creditore « forte » possa sfruttare a proprio vantaggio il potere di ingerenza nella gestione per sottrarsi al rischio dell'inadempimento prima degli altri creditori. Si tratta, però, di un problema di conflitto di interessi e di incentivi che può essere affrontato e risolto — come meglio si argomenterà fra breve — piuttosto che con il ricorso alla norma dell'art. 2497-*quinquies*, attraverso una valutazione della condotta del medesimo creditore secondo i principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale, suscettibile di sanzione in base all'art. 2497 c.c. (G. BALP, *I finanziamenti infragruppo: direzione e coordinamento e postergazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, p. 349 ss., in specie p. 351 s.; dove ampi rif.; cfr., inoltre, EAD., *Questioni in tema di postergazione ex artt. 2467 e 2497-quinquies*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, p. 263 s., anche per la notazione che la *ratio* delle norme sui finanziamenti postergati — consistente nella composizione dei divergenti interessi dei soci e creditori — non può essere estesa sino alla « soluzione del conflitto fra gruppi di creditori, le cui posizioni si differenziano in base alla compartecipazione o meno alla gestione del rischio di insolvenza »; analogamente S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 342 ss., alla luce dell'abbandono della qualificazione dei finanziamenti dei soci in termini di *Kapitalersatz* operato in Germania dal MoMiG; per una posizione parzialmente diversa, N. BACCETTI, *Postergazione dei finanziamenti e tipi sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 817). Non va sottovalutata poi la circostanza che l'erogazione di nuova finanza — ma sul punto si tornerà anche più avanti — è guardata con favore dal diritto concorsuale riformato, come si ricava, fra l'altro, dal nuovo art. 182-*quater*, comma 3, l. fall., a mente del quale, in deroga agli artt. 2467 e 2467-*quinquies* c.c., i crediti per i finanziamenti effettuati dai soci « in esecuzione » di un accordo di ristrutturazione omologato sono prededucibili ex art. 111 l. fall., al pari dei finanziamenti operati da banche e da intermediari finanziari, fino all'ottanta per cento della concorrenza del loro ammontare. La medesima norma ha poi cura di precisare che quando il finanziatore ha acquisito la qualità di socio « in esecuzione » dell'accordo di ristrutturazione dei debiti o del concordato preven-

mento — e, segnatamente, nelle norme intese ad apprestare una tutela di determinati interessi — un apparato disciplinare in grado di fornire una soluzione equilibrata ad alcune questioni cruciali, quali quella della responsabilità dell'ente finanziatore che assuma un ruolo di vertice nella gestione e quella delle funzioni degli amministratori della società eterodiretta, consentendo di pervenire ad un adeguato bilanciamento delle diverse posizioni riferibili all'uno ed all'altra.

5. *La stipulazione e l'esecuzione dei covenants fra autonomia gestoria e competenze dell'assemblea. Opportunità e fondamento normativo di un intervento dei soci nella s.p.a e nella s.r.l.* — Il riconoscimento delle potenzialità dei *covenants* di incidere, nonostante la matrice obbligatoria, sull'assetto organizzativo e sull'azione imprenditoriale della società debitrice, sino al punto di determinare l'assoggettamento della medesima alla direzione unitaria del creditore che si avvalga dei poteri conferitigli da tali clausole, invita a considerare in chiave critica l'assunto, pure ricorrente nella letteratura in argomento, secondo cui l'obbligo di rispettare i vincoli imposti per il tramite del contratto riguarda la società stessa, mentre sembra *prima facie* non rilevare quale sia l'organo tenuto in concreto ad osservarli (70).

E tuttavia, l'adesione a questa posizione ricostruttiva consente di dare una risposta solo parziale ed inadeguata al que-

tivo la prededucibilità è integrale (cfr., sui problemi applicativi sollevati dalla norma, F. BRIOLINI, *Questioni irrisolte in tema di piani di risanamento e di accordi di ristrutturazione dei debiti. Appunti sugli artt. 2467 e 2467-quinquies c.c. e sull'art. 182-quater l. fall.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, p. 523 ss.; sul mutamento di prospettiva sotteso alla richiamata disposizione della legge fallimentare, v. pure N. ABRIANI, *Finanziamenti « anomali » dei soci*, cit., p. 353 s.).

(70) Cfr., sul punto, con diversità di accenti a seconda dell'impostazione seguita da ciascun autore, W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, cit., p. 41 s.; A. WITTIG, *Financial Covenants*, cit., p. 1385; G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., p. 505.

sito sull'idoneità dei poteri di influenza riconosciuti al creditore a ripercuotersi, limitandone la portata, sulla sfera di attribuzioni e responsabilità delineata dal legislatore con riferimento ai vari organi in cui si articola l'organizzazione corporativa della società.

Per una visione ordinata del problema pare consigliabile affrontare preliminarmente la questione dell'individuazione dell'organo competente a vincolare la società ad una serie di limitazioni della sua autonomia imprenditoriale. Se dunque non si è mancato di attribuire alla competenza dei soci, riuniti in assemblea, l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi che accordino al finanziatore poteri di influenza sulla gestione (71), si tende a convenire, invece, sulla legittimazione dell'organo amministrativo alla stipulazione di *covenants* (72).

(71) E v., per la tesi della competenza dell'assemblea ordinaria o straordinaria, rispettivamente, G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 168 e M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni*, cit., p. 466, nt. 82; v. pure *supra*, nt. 23. Nel contempo, si sostiene che l'emissione di tali strumenti, in specie se dotati di diritti di *voice*, realizzi una modificazione statutaria in quanto determina una concorrenza con i corrispondenti poteri degli azionisti, al punto che coloro che non ne condividessero la previsione potrebbero esercitare (con effetti economici non trascurabili) il diritto di recesso *ex art.* 2437, comma 1, lett. g), c.c. (E. RIMINI, *Il prestito mezzanino*, p. 1087 s.).

(72) Ed infatti, i *covenants*, in quanto inerenti al reperimento di risorse finanziarie necessarie allo svolgimento dell'attività d'impresa, sono da ricondurre, in linea di principio, nel novero degli atti funzionali al perseguimento dell'oggetto sociale e rientrano nella sfera di competenza dell'organo amministrativo. Soltanto là dove l'assunzione di siffatti impegni si traduca in una ingiustificata ed irragionevole limitazione dell'autonomia imprenditoriale e del potere di disposizione della società debitrice, potranno porsi — a seconda del contenuto specifico dell'impegno e delle circostanze che ne hanno accompagnato la pattuizione — problemi di compatibilità con il generico dovere dell'organo gestorio di amministrare con diligenza e senza conflitto di interessi, nonché, in una prospettiva più ampia, con il principio costituzionale della libertà di iniziativa economica e con la disciplina dei divieti di alienazione *ex art.* 1379 c.c. (G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., p. 519).

Questa posizione appare coerente con la già evidenziata competenza degli stessi amministratori — nell'ambito dell'esclusivo potere gestorio loro riconosciuto dall'art. 2380-*bis* e della corrispondente disciplina delle attribuzioni dell'assemblea di cui all'art. 2364, n. 5, c.c. — ad assumere le decisioni relative al finanziamento dell'impresa sociale. Ed infatti, non appena si consideri la duplice funzione dei *covenants*, quale si è sin qui illustrata, ossia di consentire al creditore di venire tempestivamente a conoscenza del peggioramento dello « stato di salute » della società debitrice e di indirizzarne le scelte finanziarie e di investimento in vista del mantenimento e/o del recupero della solvibilità della stessa, si ottiene una riprova della natura gestoria delle decisioni in merito alla stipulazione di tali impegni contrattuali e, quindi, della loro riconducibilità alla sfera di competenza degli amministratori.

Questa conclusione può essere ulteriormente avvalorata ricordando — come si è sottolineato nel primo capitolo — che la predisposizione di un'equilibrata struttura finanziaria dell'impresa rientra nell'area dei doveri di corretta gestione, destinati a trovare una specificazione nel potere degli amministratori — loro attribuito dall'art. 2381, comma 3, c.c. — di valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società. La circostanza che i *covenants* assolvono ad una funzione essenzialmente « conservativa » della situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa debitrice esistente al momento della concessione del finanziamento, realizzando — lo si è pure accennato — sia l'interesse di quest'ultima ad ottenere migliori condizioni di credito, sia quello del creditore all'adempimento delle obbligazioni assunte nei suoi confronti, potrebbe consentire, ad una prima sommaria analisi, di ritenere chiuso il discorso.

Avendo presente, però, quanto osservato nel paragrafo precedente in ordine alla possibilità di considerare i *covenants* quali pattuizioni idonee a costituire e/o regolare l'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento da parte del credi-

tore, potrebbe ravvisarsi uno stridente contrasto fra l'affermazione della competenza degli amministratori a vincolare la società al rispetto di siffatti impegni contrattuali e la soluzione seguita nell'ordinamento tedesco con riferimento al contratto di dominazione (73), poi prospettata — non senza una certa cautela — anche nel nostro. Assecondando questa seconda impostazione, il riconoscimento, anche a fronte dell'attuale codice organizzativo azionario, di una competenza assembleare in materia, potrebbe essere sostenuto sulla base di un duplice ordine di motivi. Da un lato, deporrebbe in tal senso la più volte sottolineata capacità delle pattuizioni in questione di incidere sul governo societario, la cui conformazione rientra in via esclusiva nel perimetro dei poteri dei soci; dall'altro, la competenza decisionale dell'assemblea dovrebbe desumersi dall'equiparazione — operata dal dettato legislativo di cui all'art. 2497-septies — degli effetti dei contratti in esso menzionati a quelli di una clausola statutaria di contenuto analogo (74).

(73) La difformità fra la regola dell'approvazione assembleare richiesta per la stipulazione del *Beherrschungsvertrag* dal § 293 *AktG* (e v., al riguardo, T. RAISER - R. VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften*⁵, München, 2010, *Rdnn.* 23 ss., p. 714 ss.) e la circostanza che i contratti di finanziamento con clausole *covenants* sono conclusi in linea di massima soltanto dal *Vostand*, è evidenziata da S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 375.

(74) Cfr., in tal senso, A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento*, cit., p. 883, che menziona, ad ulteriore sostegno della tesi proposta, la possibilità di applicare in via analogica l'art. 2361 c.c., nel senso di richiedere comunque un intervento della compagine sociale, argomentando che l'operazione contrattuale ex art. 2497-septies, quanto meno laddove conduca ad acquisire il potere di direzione e coordinamento delle società sottoposte, possa essere parificata all'assunzione di partecipazioni che per misura o oggetto comportino una modificazione dell'oggetto sociale (sul tema, cfr. pure M. MIOLA, *L'oggetto sociale*, cit., p. 729). Tale argomento sembra collocarsi su una linea di continuità con l'opzione interpretativa tendente ad accentuare il rilievo sistematico della previsione di cui all'art. 2361, comma 2, desumendo dalla stessa « un più generale principio di competenza (legale) dell'assemblea per talune operazioni gestorie a carattere eccezionale » (V. PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa*

La solidità di tali argomenti non preclude, però, di formulare alcune sintetiche considerazioni, suscettibili di condurre a conclusioni in parte difformi da quelle testé richiamate.

Si è già chiarito come la stipulazione di contratti di finanziamento contenenti i *covenants* risenta di una pluralità di fattori legati tanto alle dimensioni, all'oggetto ed all'assetto organizzativo dell'impresa, quanto alla situazione del mercato del credito ed alla disciplina della relativa attività: elementi, questi, che — almeno nelle società « aperte » — si prestano ad essere meglio analizzati e valutati dagli amministratori, in ragione della specializzazione professionale da essi generalmente posseduta in tale modello societario, che non dai soci.

Inoltre, l'assoggettamento della società debitrice ad una serie di impegni suscettibili di orientarne le strategie finanziarie ed operative, ben può ascriversi alla zona concettuale della programmazione dell'azione gestoria, rientrando in linea di principio nella sfera di attribuzioni propria degli amministratori (75).

L'inerenza dei *covenants* all'attività di conformazione dell'assetto finanziario dell'impresa debitrice non permette, tuttavia, di svalutarne del tutto l'incidenza sulle competenze ed i poteri dei diversi uffici di cui si compone l'organizzazione corporativa della società per azioni.

In quest'ottica, merita soffermarsi sulla possibilità di configurare in capo agli amministratori il dovere di interpellare

nella società per azioni, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 449, corsivo nell'originale). Non si è mancato, però, di avvertire che tale specifica disposizione si riferisce ad un'operazione — ovvero l'assunzione di partecipazioni in imprese comportanti la responsabilità illimitata della società — ritenuta vietata dalla giurisprudenza prima della riforma, sicché non appare condivisibile valorizzarla « oltre modo », attribuendole la funzione di bilanciare sia pure parzialmente le varie competenze sottratte all'assemblea dal legislatore della novella del 2003 (P. ABBADESSA - A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 272).

(75) Cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni*, 1, *Principi e problemi*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, p. 364 ss.

preventivamente i soci prima di addivenire alla conclusione di *covenants* « negativi », aventi ad oggetto deliberazioni di competenza dell'organo assembleare. Ci si accorge agevolmente che una soluzione siffatta consentirebbe di risolvere *ex ante* il potenziale conflitto di competenze tra gli stessi amministratori e l'organo assembleare, che può sorgere ogni qualvolta, risultando modificata o ampliata la struttura finanziaria ed organizzativa della società, possono mutare anche le condizioni di rischio dell'investimento dei soci (76).

In tal caso, il coinvolgimento dell'assemblea dovrà essere configurato alla stregua di un'autorizzazione o di una ratifica, ovvero di un parere sul compimento di un atto di gestione che rimane di competenza degli amministratori, destinato ad avere effetti diversi a seconda che abbia un esito positivo, lasciando comunque liberi gli amministratori medesimi di eseguire o meno la delibera, se invalida o non conveniente per la società, oppure negativo, essendo dubbio se ne scaturisca un vero e proprio potere di veto (77).

(76) Va infatti tenuto conto che gli amministratori, nell'esercizio del proprio potere di vincolare la società mediante la stipulazione di *covenants*, potrebbero fissarne il contenuto regolatorio superando l'ambito delle competenze loro spettanti, sicché si pone l'interrogativo se il potenziale conflitto con gli altri organi della società sia solo apparente oppure reale: e v., per una disamina della questione, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 320 ss.

(77) Un dovere degli amministratori di chiedere una pronuncia dell'assemblea è ricostruibile non tanto dal criterio di competenza, quanto (e soprattutto) dalle regole di condotta che gravano sull'organo gestorio, quali si ricavano, specialmente a tutela dei soci, dalle clausole generali di correttezza e buona fede *ex artt.* 1175 e 1375 c.c. Esso sorge, perciò, ogniqualvolta l'atto, sia pure a contenuto gestionale, incida sulla struttura organizzativa e finanziaria della società e sulle sue basi essenziali, secondo una valutazione improntata a *standards* di comportamento che tengano conto delle dimensioni dell'impresa e dei rapporti in concreto intercorrenti fra organo gestorio ed organo assembleare (M. MIOLA, *L'oggetto sociale*, cit., p. 747 ss.). Ne consegue che, pur restando integra la competenza degli amministratori al compimento dell'operazione anche in caso di mancata formazione di un consenso positivo in sede assembleare, costoro dovranno motivare la propria decisione difforme ed informare i soci alla prima occasione utile. Inoltre, il man-

La razionalità di questa costruzione, intesa a coniugare l'istanza di efficienza e correttezza nella gestione dell'impresa sociale con la volontà di evitare una totale emarginazione della collettività dei soci rispetto alle decisioni gestorie, merita di essere verificata allargando il punto di osservazione alla disciplina del ruolo dei soci stessi nella società a responsabilità limitata.

Avendo presente il regime legale « puro » (78), giova ricordare che l'art. 2479, comma 1, c.c. prevede, come avveniva nella società per azioni anteriormente alla novella del 2003, la facoltà di ciascun amministratore (oltre che di tanti soci che rappresentino almeno un terzo del capitale sociale), di sottoporre all'approvazione dei soci argomenti di per sé rientranti nella competenza dell'organo amministrativo. Alla competenza di natura autorizzativa si affianca quella riservata in via originaria ai soci di decidere il compimento delle operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti dei soci (art. 2479, comma 2, n. 5, c.c.).

Nonostante la complessità dei temi in cui si lascerebbe scomporre il discorso sulla disciplina dei poteri dei soci della s.r.l. di incidere sulle scelte inerenti all'esercizio dell'impresa, per cercare di raggiungere gli scopi del presente lavoro possono bastare alcune specifiche considerazioni rivolte a tener conto dei tratti caratterizzanti il tipo societario in discorso. Di là dal rilievo rivestito in tale prospettiva dal summenzionato potere dei titolari di una data quota del capitale sociale di

cato rispetto della deliberazione assembleare, contraria all'operazione, non sarà irrilevante nella valutazione della diligenza degli amministratori, potendo condurre ad un aggravamento degli oneri probatori a loro carico (P. ABBADESSA - A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., p. 288 ss.).

(78) Si intende, dunque, fermare l'attenzione (mutuando la felice puntualizzazione di P. ABBADESSA, *La voce dei soci nella gestione della s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 186) sul modello delineato dal legislatore e « non inciso dall'ampia autonomia statutaria riconosciuta in proposito » ai soci.

avocare a sé le decisioni di impresa spettanti all'organo amministrativo, preme evidenziare come la *provocatio* degli amministratori possa sfociare nell'attivazione di un potere decisionale pieno da parte della collettività dei soci, non circoscritto necessariamente nei termini di una mera approvazione, ancorché suscettibile di tradursi nella rimozione dell'opposizione sollevata dalla minoranza o da un singolo amministratore e ferma restando la valutazione dell'opportunità dell'operazione rimessa allo stesso organo amministrativo (79).

Un approccio ermeneutico diretto a valorizzare la « sovranità » dei soci sulla gestione dell'impresa sociale può poi guidare l'analisi della norma dell'art. 2479, comma 2, n. 5, là dove assegna alla competenza inderogabile dei medesimi le decisioni in merito al compimento di operazioni che comportano una rilevante modificazione dei loro diritti. Coerente con tale angolo visuale è la lettura secondo la quale la norma *de qua* fa riferimento ai diritti comuni a tutti i soci, anziché ai diritti particolari attribuiti dall'atto costitutivo a singoli soci (art. 2468, comma 3, c.c.), come parrebbe suggerire la disposizione che, nel disciplinare le cause di recesso, prevede espressamente le operazioni che comportano una rilevante modificazione dei diritti riconosciuti ai soci medesimi a norma dell'art. 2368 (80). È agevole accorgersi che l'interpretazione testé

(79) Cfr. P. ABBADESSA, *La voce dei soci nella gestione*, cit., p. 189; M. CIAN, *Le decisioni dei soci*, in *Le decisioni dei soci. Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in *Tratt. delle società a responsabilità limitata* diretto da C. Ibba - G. Marasà, Padova, 2009, vol. IV, p. 30.

(80) In effetti, valorizzando il collegamento sistematico fra la previsione in esame, quella di cui all'art. 2473, comma 1, che attribuisce il diritto di recesso a coloro che non hanno consentito al compimento di operazioni che comportino una rilevante modificazione dei particolari diritti attribuiti ai soci, e quella di cui allo stesso art. 2368, comma 4, la quale dispone, a sua volta, che salvo patto contrario, possono essere modificati solo con il consenso di tutti i soci i particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili attribuiti dall'atto costitutivo a singoli soci, si arriva a prospettare una ricostruzione del complesso normativo basata sui seguenti assiomi: l'atto costitutivo può attribuire

menzionata orienta a ricondurre la stipula dei *covenants* nell'area della competenza inderogabile dei soci, almeno laddove tali pattuizioni presentino un contenuto ed un'incisività tali da affievolire sostanzialmente il potere di controllo dei soci medesimi sull'iniziativa economica: ed è appunto quanto accade nel caso in cui alla stipula dei *covenants* conseguono una traslazione di poteri gestori all'esterno della società debitrice o la sottoposizione della medesima all'attività di direzione e coordinamento del creditore « forte » (81).

al socio particolari diritti; tali diritti sono modificabili soltanto con il consenso unanime dei soci, oppure mediante una delibera assunta a maggioranza, se così prevede l'atto costitutivo. Sulla base di tali premesse, la funzione dell'art. 2479, comma 2, n. 5, sarebbe dunque quella di consentire ai soci di deliberare *una tantum* il compimento di un'operazione gestoria (o vietare il compimento di un'altra) che comprima i particolari diritti patrimoniali o corporativi dei singoli soci, pur lasciando immutata la clausola statutaria (cfr., in tal senso, R. VIGO, *Decisioni dei soci: competenze*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., vol. 3, p. 459 s.; R. LENER, *Le competenze legali e statutarie dei soci*, in *S.r.l. commentario* dedicato a Giuseppe B. Portale, Milano, 2011, p. 791). Inoltre, la circostanza che la norma sia prevista esclusivamente nella società a responsabilità limitata si comprende collegandola ad un istituto tipico di quest'ultima, quale appunto i diritti particolari dei soci (O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. di dir. comm.* diretto da G. Cottino, vol. V, t. 1, Padova, 2007, p. 298, che aggiunge come un'estensione della fattispecie agli atti di gestione che incidono indirettamente su qualsiasi diritto dei soci, richiederebbe, per non incorrere in una « contraddizione », che si estendesse il diritto di recesso alle loro modificazioni dirette mediante variazioni dell'atto costitutivo). La preferenza per la tesi dell'applicabilità dell'art. 2479, comma 2, n. 5 quando siano in gioco anche i diritti comuni a tutti i soci viene invece argomentata evidenziando la difformità del dettato della norma appena citata rispetto alla formulazione dell'art. 2473, comma 1, recante l'inciso « diritti attribuiti ai soci a norma dell'art. 2468, quarto comma »; sicché non si vede la « ragione per la quale, in presenza di dati testuali innegabilmente diversi, si dovrebbe pervenire in via interpretativa ad una unificazione della fattispecie » (P. ABBADESSA, *La voce dei soci nella gestione*, cit., p. 187).

(81) Cfr., in proposito, P. ABBADESSA, *La voce dei soci nella gestione*, cit., p. 188, che fa espresso riferimento alle operazioni da cui scaturisce l'assoggettamento della società all'attività di direzione e coordinamento della controllante o alla stipula dei *management contracts*: ipotesi, queste, da cui deriva una compressione dei poteri di controllo dei soci sull'iniziativa imprenditoriale e che il legislatore della riforma opportunamente avrebbe ricondotto alla loro sfera di intervento, seppure

Resta da domandarsi se l'esito ricostruttivo appena proposto sia, oltre che sistematicamente fondato, scevro dal rischio di introdurre un'arbitraria disparità di trattamento fra i due tipi societari in confronto. Questa preoccupazione appare, tuttavia, destinata a ridimensionarsi laddove si torni a riflettere sul fatto che la prospettiva adottata è in definitiva tipologica. Ne risulta un'ulteriore implicazione rilevante ai nostri fini: l'assenza nella disciplina della s.r.l. di una norma che imponga agli amministratori il dovere di valutare, sulla base delle informazioni ricevute, l'adeguatezza degli assetti organizzativi, anziché indicare l'inapplicabilità di tale principio in questo tipo societario, ne rende necessario un adattamento in funzione della struttura e delle dimensioni dell'impresa o del tipo di attività da essa esercitata (82), nonché della minore accentuazione della caratterizzazione in senso professionale degli amministratori della s.r.l. (83). Questi fattori rendono plausibile un diretto coinvolgimento dei soci nella stipula dei *covenants* che, in quanto attribuiscono al creditore poteri di partecipazione al governo della società, determinano una modificazione della posizione dei soci nell'impresa sociale.

Il tema del rapporto dialettico fra organo assembleare e

limitatamente alla (sola) s.r.l., con la disciplina di cui al succitato art. 2479, comma 2, n. 5, c.c.; ma per la riconduzione di tali ipotesi all'ambito applicativo dell'art. 2479, comma 2, n. 5, qualora realizzino una modificazione rilevante dei diritti particolari dei soci, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 299.

(82) Così orientati O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 231; G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi*, cit., p. 164 s.; M. RESCIGNO, *La responsabilità per la gestione. Profili generali*, in *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, in *Tratt. delle società a responsabilità limitata*, cit., vol. V, p. 193 s.

(83) Cfr., in proposito, C. ANGELICI, *La riforma*, cit., p. 163 ss., dove la contrapposizione fra la caratterizzazione professionale degli amministratori nella società per azioni ed il generico ruolo di « gestori di interessi altrui » da essi rivestito nella società a responsabilità limitata, per la mancanza in quest'ultima della dialettica tra chi effettua un'operazione di investimento e chi professionalmente svolge una funzione di gestione.

consiglio di amministrazione ritorna poi ad emergere quando sia in gioco l'osservanza dei *covenants*. Da questa angolazione, è quanto mai opportuno ricordare che l'esecuzione di impegni come quelli aventi ad oggetto il rispetto di limiti alla distribuzione degli utili, il divieto di operazioni di fusione o di modifica dell'oggetto sociale, il mantenimento del capitale oltre una soglia prestabilita, ricadono nella competenza dell'assemblea (84), sollevando delicati problemi di coordinamento fra i poteri di quest'ultima ed i compiti degli amministratori.

Premesso che il mancato rispetto dei vincoli e dei parametri imposti da tali clausole non determina di per sé alcun danno idoneo a fondare una pretesa risarcitoria da parte del creditore, almeno sino a quando non sorga uno stato di insolvenza (85), appare coerente con la funzione di salvaguardia dell'equilibrio finanziario dell'impresa riconoscibile in capo all'organo gestorio affermare che esso debba tener conto, in sede di proposta delle deliberazioni assembleari, dell'esistenza di coordinate vincolanti l'agire imprenditoriale, soprattutto

(84) D'altronde, tenuto conto che il rapporto intercorrente fra la società ed il terzo finanziatore è unicamente di debito-credito e che deve escludersi, in linea di principio, un'efficacia reale delle pattuizioni in discorso, nel caso di violazione di *covenants* « negativi » derivante dall'adozione in sede assembleare di una deliberazione che, attraverso i suoi amministratori, la società si era impegnata a non adottare, non si potrà imporre la revoca della delibera medesima (A. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Nuovo dir. soc.*, 2011, p. 14 ss.). Non ci si può nascondere, peraltro, l'*impasse* nella quale si rischia di cadere laddove si enfatizzi la circostanza che solo i soci, anziché la società, sono titolari del potere giuridico necessario per dare attuazione ai *covenants*; e ciononostante il terzo finanziatore non può agire contro costoro per richiedere l'esecuzione degli impegni in questione (A. WITTIG, *Financial Covenants*, cit., p. 1385; G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., p. 505).

(85) E v., in tal senso, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 197 s.; nonché A. WITTIG, *Financial Covenants*, cit., p. 1385, dove si nota, peraltro, che essendovi comunque un incremento del rischio di credito che, tramite i *covenants*, si vuole limitare, può giustificarsi — come già si è detto — un inasprimento dei vincoli precedentemente imposti alla società debitrice.

quando il finanziamento rivesta importanza vitale per la società.

D'altro canto, l'aver preventivamente richiesto una pronuncia dell'assemblea, nella forma predetta di autorizzazione o parere, in merito alla stipulazione degli impegni accessori al finanziamento, oltre a risultare conforme ad un dovere previsto a tutela dei soci, finirebbe per sollevare questi ultimi — laddove l'osservanza del *covenant* rientrasse nella loro sfera di competenza — dalla non facile alternativa di (contribuire ad) ottemperare all'obbligo assunto astenendosi dall'approvazione della delibera, oppure assumere la decisione che comporta l'inadempimento, esponendo però la società al pericolo della revoca del finanziamento e (seppure in una fase successiva) al risarcimento del danno ed alla conseguente diminuzione del valore della partecipazione sociale (86).

(86) Non sembra fuori luogo mettere in evidenza come una problematica analoga si ponga nell'ambito del rapporto tra amministratori ed organo assembleare nella gestione delle risorse sociali. Muovendo dal riconoscimento normativo dell'attività di pianificazione strategica quale strumento gestionale dotato di rilevanza giuridica, non si esclude la possibilità nel sistema tradizionale di sottoporre i piani industriali e finanziari all'approvazione dell'assemblea (G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., vol. 2, p. 28 s.), creando « una sorta di necessaria condivisione sul merito delle attività soggette che coinvolge e vincola » sia l'agire dell'organo che ha predisposto il piano, sia quello dell'organo che lo ha approvato (A. LOLLI, *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance*, cit., p. 165 ss.). Pare opportuno ricordare che anche nel sistema dualistico ci si domanda se sia legittimo attribuire statutariamente all'assemblea il compito di superare o appianare quei conflitti « inter- o intraorganici » che potrebbero sorgere qualora il consiglio di sorveglianza, abilitato dallo statuto *ex art. 2409-terdecies*, comma 1, lett. *f-bis*), c.c., a deliberare in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari predisposti dal consiglio di gestione, si opponga alla proposta presentata, o alla delibera adottata, dall'organo amministrativo. A fronte dell'opinione incline a negare la possibilità di assegnare statutariamente all'assemblea un ruolo di « arbitraggio » oltre il perimetro segnato dall'*art. 2409-terdecies*, comma 2, concernente l'approvazione del bilancio laddove non vi provveda il consiglio di sorveglianza o ne faccia richiesta almeno un terzo dei componenti del consiglio di gestione o dello stesso consiglio di sorveglianza [V.

A fronte di un quadro normativo che non pare legittimare proposte intese ad attribuire ad uno degli organi poteri assoluti, è consigliabile procedere nell'ottica di un bilanciamento degli interessi coinvolti e ritenere che gli amministratori debbano segnalare all'assemblea — chiamata ad approvare delibere potenzialmente contrarie agli impegni assunti con i *covenants* — il pericolo di una tale violazione e le conseguenze che possono scaturirne, in un'ottica di conservazione del-

CARIELLO, *Sistema dualistico e competenza assembleare all'approvazione del bilancio di esercizio* (art. 2409, comma 2° c.c.), in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*, cit., p. 212 ss.), sembra preferibile riconoscere la meritevolezza di tutela della clausola statutaria che, in linea con le discipline di altri ordinamenti provvisti del medesimo sistema, assegni agli azionisti una funzione « arbitrale » in caso di conflitto fra consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza sulla base di un duplice ordine di motivi: da un lato, è da notare che la mancata approvazione delle operazioni strategiche o dei piani riveste un carattere patologico nei rapporti fra i due organi, equiparabile dal punto di vista qualitativo alla mancata approvazione del bilancio; dall'altro, occorre riconoscere che la soluzione discussa appare meno drastica di quella che dovrebbe adottarsi in assenza di tale meccanismo, ossia la revoca anticipata di uno dei due organi sociali (P. ABBADESSA - A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea*, cit., p. 344 s.). Questa seconda posizione può essere ulteriormente rafforzata osservando che la già rilevata apertura da parte dei più evoluti ordinamenti che contemplano il sistema dualistico alla possibilità di devolvere agli azionisti il compito di risolvere i contrasti che possono insorgere fra il consiglio di sorveglianza e il consiglio di amministrazione « rappresenta quanto meno un indice dell'idoneità di tale coinvolgimento a contribuire all'efficienza e all'equilibrio complessivo del modello », evitando che lo stallo dovuto al dissenso del consiglio di sorveglianza dinanzi alle linee strategiche e di pianificazione industriale e finanziaria elaborate dal consiglio di gestione possa sfociare nell'ingovernabilità dell'impresa. Inoltre, una simile conclusione non si porrebbe in contrasto insanabile con il principio enunciato dall'art. 2409-*novies*, comma 1, c.c., perché: *i*) l'organo gestorio godrebbe, grazie alla clausola statutaria che lo abilita ad adire l'assemblea, di una « potenzialità di *riespansione* della propria competenza », compressa, in prima battuta, dal veto del consiglio di sorveglianza; *ii*) la validità stessa della previsione statutaria in questione dovrebbe reputarsi subordinata alla circostanza che essa lascia intatta la piena discrezionalità dell'organo gestorio se ricorrere o meno all'interpello assembleare; *iii*) infine, il consiglio di gestione non si spoglierebbe della « paternità » della proposta e rimarrebbe libero di dare corso o meno all'operazione, anche laddove l'assemblea rilasci l'autorizzazione [M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 383, corsivo nell'originale].

l'equilibrio finanziario e di continuazione dell'attività di impresa (87).

6. *L'interesse dei creditori assistiti da covenants al mantenimento ed al recupero della solvibilità finanziaria della società debitrice e la sua possibile disomogeneità rispetto agli interessi degli altri finanziatori.* — L'indagine sin qui compiuta ha cercato di porre in luce ed analizzare la capacità dei *covenants* di incidere sull'organizzazione della società debitrice, sino al punto di determinarne l'assoggettamento all'attività di direzione e coordinamento dell'ente finanziatore. Si è avvertito, peraltro, come tale esito ricostruttivo sia tutt'altro che scontato, ma vada attentamente modulato in ragione della diversa intensità ed estensione dell'influenza esercitata dal creditore « forte » nel corso dell'attuazione del rapporto obbligatorio, nonché delle differenti variabili in cui può articolarsi il potere di direttiva attribuitogli. Da qui l'esigenza di domandarsi se, accanto ed oltre al ricorso alla disciplina speciale in tema di attività di direzione e coordinamento — in particolare, alle tecniche rimediali da essa previste — vi sia la possibilità di rinvenire principi e regole generali in grado di assicurare il contemperamento dei molteplici interessi facenti capo ai finanziatori dell'impresa sociale, ponendoli a confronto con

(87) Non pare allora azzardato valutare i vincoli alla distribuzione di risorse sociali, imposti dai *covenants*, alla stregua degli altri impegni già assunti in sede gestionale e ritenere che gli amministratori siano tenuti a proporre all'assemblea, in sede di approvazione del bilancio, l'accantonamento a riserva delle risorse necessarie ad ottemperarvi: cfr., al riguardo, A. LOLLI, *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance*, cit., p. 170, ad avviso del quale la presenza di vincoli contrattuali, il cui adempimento attiene all'utilizzo di risorse finanziarie della società, è circostanza giuridicamente rilevante non solo quando la situazione sociale sia tale da rendere insostenibile un indebitamento ulteriore, ma anche quando l'utilizzo di capitale proprio sia da preferire rispetto all'impiego della leva finanziaria.

l'istanza di efficienza e di continuità cui deve essere improntata la gestione di quest'ultima (88).

Una constatazione forse ovvia, ma non per questo meno significativa, può essere utile ad indirizzare tale ulteriore stadio dell'indagine. Si tratta della notazione secondo cui, specie in una situazione di crisi dell'impresa, non solo può verificarsi — come si è già messo in risalto — una modificazione dei doveri degli amministratori in funzione di una specifica considerazione degli interessi dei creditori, ma può emergere anche una disomogeneità di posizioni soggettive in capo a questi ultimi. Si intende fare nuovamente riferimento alla già evidenziata presenza di una pluralità di creditori contraddistinti dalla differente origine del credito (si pensi alla contrapposizione fra creditori involontari e volontari e, nell'ambito di quest'ultima categoria, alla distinzione fra fornitori e creditori finanziari a breve e a medio-lungo termine) e dalla loro differente capacità di tutelarsi autonomamente (89). Ma viene pure in considerazione la diversa posizione giuridica dei cre-

(88) Le osservazioni sopra formulate invitano nuovamente a riflettere sul rapporto fra l'interesse sociale e i doveri, come pure la responsabilità, degli amministratori. Si è allora evidenziata l'inadeguatezza di una prospettiva volta a ricercare un « interesse sociale » che ugualmente rilevi per ogni organo della società e, in particolare, sia per gli azionisti sia per gli amministratori; e ciò per la « decisiva » constatazione che mentre gli uni agiscono nel « *proprio* » interesse, gli altri « operano per un interesse il quale, comunque definito, è in ogni caso *altrui* »: cfr. C. ANGELICI, *Interesse sociale e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, p. 574 ss., il quale chiarisce ulteriormente che se è coessenziale alla società per azioni la possibilità di una pluralità di interessi di quanti finanziano l'impresa in veste di fornitori di capitale proprio, altrimenti si escluderebbe la razionalità dell'investimento di chi è animato da altre motivazioni e si ridurrebbe l'area dei possibili investitori, diversa appare la posizione degli amministratori che devono necessariamente orientare le proprie scelte in maniera tale da assicurare la continuità dell'impresa. Questo quadro costruttivo può essere, come vedremo, sviluppato prendendo atto della difficoltà di ricondurre ad un comune denominatore anche gli interessi personali e soggettivi di coloro che finanziano l'impresa in quanto fornitori di capitale altrui.

(89) Cfr. *supra*, cap. I, § 3.

ditori medesimi, a seconda che siano assistiti da garanzie reali o personali prestate da terzi, oppure dotati di poteri di controllo del debitore tramite i *covenants*. Ed ancora, nel caso dei creditori privi di garanzie, non si può trascurare di prendere in esame l'eventualità che i loro crediti siano stati ceduti a « *distress debt* » *investors* (90).

La rilevanza della tematica si coglie con immediatezza non appena si consideri che all'approssimarsi dello stato di insolvenza della società, il creditore « *overhedged* » o animato da spiccati intenti speculativi (91) può tenere un comportamento idoneo ad aggravarne la situazione economica e finanziaria, finendo per avvantaggiare se stesso, ma per pregiudicare la società medesima ed i portatori di altre posizioni di interesse che intorno ad essa si riconnettono (92).

(90) Particolarmente significative appaiono le considerazioni di D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Anti-Bankruptcy*, cit., p. 651, che osservano come la platea dei finanziatori dell'impresa non sia composta più, come accadeva in passato, da una singola banca e da una pluralità di creditori dispersi, a causa della presenza di « *dozens of constantly changing stakeholders [which] occupy every tranche, each pursuing its own agenda. Some seek long-term control of the business, while others are passive, short term investors. Others may hold a basket of both long and short positions in multiple tranches and complicated hedges involving other business. Their concerns — such as whether a particular action will be a “credit event” in a credit default swap — often have nothing to do with preserving the business or maximizing the value of its assets. Indeed, failure of the business can mean large returns to some creditors* ».

(91) Cfr. J.C. LIPSON, *Controlling Creditor Opportunism*, cit., p. 13 ss., che dedica ampio spazio alla vicenda di CIT, finanziatore commerciale non bancario, e di Carl Icahn, investitore attivista dedito a « *[r]aiding corporations, breaking up airlines [and] making money* », il quale nell'ottobre 2009, grazie all'acquisto delle relative obbligazioni, riesce a controllarne il processo di riorganizzazione fino all'ingresso nel *Chapter 11*, al duplice scopo di attuare una « *loan-to-own strategy* » propria di molte *private equity firms* e di assicurarsi che CIT mantenesse i propri rapporti con American Railcar, di cui era socio di maggioranza e *chairman*, finendo tuttavia per incorrere in un'ipotesi di *self-dealing*.

(92) Cfr. ancora J.C. LIPSON, *Controlling Creditor Opportunism*, cit., p. 9, che riassume la nozione di « opportunismo » dei creditori nella dimensione multilaterale della crisi dell'impresa attraverso tre postulati: « 1. *Opportunistic invest-*

Muovendo dall'affermazione della tendenziale inadeguatezza della « *lender liability doctrine* » ad offrire un correttivo univoco ed efficace rispetto a tali comportamenti opportunistici del creditore, si è suggerito nella letteratura statunitense (93) il ricorso ad uno *standard* di buona fede non circoscritto, però, entro i rigidi confini della struttura bilaterale del rapporto obbligatorio, ma calato nel contesto della *corporate governance* ed applicato, dunque, in una dimensione « istituzionale ».

Per meglio precisare e definire la soluzione testé menzionata e vagliarne la concreta operatività nel nostro ordinamento, conviene tener conto di talune indicazioni provenienti dal diritto concorsuale, la cui linea di continuità con quello societario — nonostante certi difetti di coordinamento che saranno messi in luce fra breve — appare, per gli aspetti che verranno qui considerati, difficile da negare.

Spunti in questa direzione provengono dalla constatazione del rilievo centrale della dimensione finanziaria dell'im-

ors will have control of, or affecting, a distressed firm or its reorganization; 2. They will use control to obtain a better deal than the contract, expressed or implied, would have provided; and 3. The debtor — or its other stakeholders — are materially harmed as a result ». La considerazione dei molteplici interessi che si raccolgono intorno all'impresa, in generale, e di quella societaria, in particolare, non è estranea alla nostra letteratura: meritano di essere richiamate, rispettivamente, le considerazioni di P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*³, vol. I, Torino, 2012, in specie p. 38 s., e di F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra « coordinamento » e « cooperazione »*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, cit., p. 9 ss.

(93) Cfr. J.C. LIPSON, *Controlling Creditor Opportunism*, cit., p. 38 ss., dove una diffusa disamina degli aspetti di debolezza della « *lender liability doctrine* », ravvisati in un difetto di prevedibilità degli esiti del contenzioso e nella connessa mancanza di una « cornice teorica » da cui ricavare i diritti dei creditori ed i loro doveri verso i debitori, nonché D.G. BAIRD - R.K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever*, cit., p. 1235 s., che sottolinea come le « *legal doctrines* » — fra cui merita menzionare anche il rimedio della *deepening insolvency liability* applicabile quando il finanziatore ha consentito la continuazione dell'attività della società nonostante la stessa fosse ormai insolvente — possono spingere i creditori ad esercitare i propri poteri di controllo indirettamente; v. pure, *supra*, cap. II, nt 20.

presa organizzata in forma di società di capitali anche nella legislazione fallimentare, dato che è solo nella prospettiva dell'interrelazione esistente fra il sistema del capitale sociale e la stessa situazione finanziaria che è possibile accertare l'ingresso della società nella fase di crisi, con il conseguente sorgere di limiti all'autonomia privata nella scelta delle forme di finanziamento, nonché dell'obbligo degli amministratori di attenersi ad essi per evitare che la crisi già in atto finisca per assumere le caratteristiche dell'insolvenza irreversibile (94).

Nel contempo, è consueto e condivisibile l'assunto secondo cui l'attuale diritto delle procedure concorsuali risponde all'idea che la migliore tutela delle ragioni dei creditori possa realizzarsi non attraverso la dissoluzione dell'impresa, ma con il mantenimento in vita della stessa, seppure opportunamente riorganizzata (95).

Dati questi postulati generali, appena sufficienti ad impostare il problema che si vuole affrontare, occorre prendere atto della difficoltà di ricondurre ad un nucleo comune la pluralità di interessi dei creditori soprattutto nel contesto di una procedura quale è il concordato preventivo che sconta, dal punto di vista funzionale, una sorta di ambivalenza, proponendosi sia come strumento diretto a prevenire l'insolvenza in una prospettiva di risanamento dell'impresa, sia come soluzione liquidativa dell'impresa insolvente intesa ad assicurare una rapida ed efficiente soddisfazione dei diversi interessi coinvolti nel dissesto della medesima (96).

(94) Cfr. G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria*, cit., p. 608.

(95) E v., fra gli altri, G. GUIZZI, *Riorganizzazione della società in crisi, trasferimento del controllo e disciplina del mercato societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, p. 771 s.

(96) Cfr., al riguardo, V. CALANDRA BUONAURO, *Disomogeneità di interessi dei creditori concordatari e valutazione di convenienza del concordato*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 14, secondo cui tale ambivalenza del concordato preventivo « si ricava dal presupposto oggettivo, dall'autonomia concessa al debitore nel definire il con-

Sul presupposto della possibile esistenza di interessi dei creditori, variegati se non addirittura fra loro confliggenti, in grado di inquinare la formazione della volontà in sede di approvazione del concordato, sono state avanzate varie tesi dirette a far sì che tale volontà si formi all'interno di una comunione di interessi tendenzialmente omogenei: dalla proposta di considerare obbligatoria la suddivisione dei creditori in classi, nell'ambito delle quali il voto maggioritario — richiesto dall'art. 177, comma 1, secondo periodo, l. fall. — possa formarsi in un contesto di interessi condivisi (97), a quella di escludere dalla votazione il creditore portatore di un interesse in conflitto con quello comune degli stessi creditori, identificato nella massimizzazione della percentuale di soddisfazione del credito e nella celerità della procedura (98). Ed una spe-

tenuto della proposta concordataria e dall'affrancamento di un livello minimo di tutela dei creditori ».

(97) Cfr., per questo orientamento, M. FABIANI, *Brevi riflessioni su omogeneità degli interessi ed obbligatorietà delle classi nei concordati fallimentari*, in *Fallimento*, 2009, p. 437; ID., *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009, p. 221 ss. La questione della sussistenza o meno dell'obbligo di formazione delle classi si pone in termini analoghi nel concordato fallimentare, rispetto al quale è stata risolta negativamente da Cass., 10 febbraio 2011, n. 3274, in *Giur. comm.*, 2012, II, p. 276 ss., con nota di M. FABIANI.

(98) Cfr. G. D'ATTORRE, *Il conflitto d'interessi fra creditori nei concordati*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 409 ss., che propone di supplire alla mancata previsione di una disciplina specifica del conflitto di interessi dei creditori (la cui emersione a livello normativo potrebbe desumersi dall'esclusione del voto prevista dall'art. 177, ult. comma, l. fall.; per una diversa lettura v. però Cass., 10 febbraio 2011, n. 3274, cit.), con il richiamo al principio dettato in materia societaria dall'art. 2373 c.c., che prevede l'annullamento della delibera adottata con il voto determinante del socio in conflitto di interessi, da cui si ricava la possibilità di derogare all'autonomia privata attraverso la regola maggioritaria solo quando quest'ultima sia rispettosa della comunione d'interessi fra i destinatari della decisione collettiva; ma per la replica che questa tesi, pur presentando il pregio di presupporre una valutazione in concreto dell'effettiva esistenza del conflitto di interessi, si espone — anche tenendo conto della sopra evidenziata pluralità degli interessi degli azionisti (cfr. *supra*, nt. 88) e delle conseguenze che se ne traggono sul piano del riconoscimento della rilevanza del conflitto di interessi fra i soci — alla difficoltà di ricon-

cifica assonanza con la soluzione avanzata oltre oceano potrebbe avere l'idea di riconoscere in capo al creditore dissenziente il diritto di proporre opposizione al giudizio di omologazione, sostenendo che l'approvazione del concordato sia viziata da un conflitto di interessi o da un abuso del diritto di voto in quanto contrario ai principi di correttezza e buona fede (99).

Non è necessario in questa sede scegliere fra le varie soluzioni prospettate. Ciò che preme segnalare, quale che sia la tesi preferita, è l'esigenza di guardare con obiettività ad una disciplina che, nell'ottica di favorire la composizione negoziale della crisi e dell'insolvenza, dovrebbe indurre a considerare con la stessa preoccupazione sia i possibili comportamenti abusivi perpetrati dai creditori « forti » nei confronti di quelli deboli e consistenti nell'imporre loro un concordato privo dei requisiti della fattibilità e della convenienza, sia l'opposta situazione in cui l'interesse dei creditori maggioritari sia diretto ad impedire l'approvazione del concordato (100).

durre ad un « denominatore comune » gli eterogenei interessi particolari dei creditori concordatari, V. CALANDRA BUONAURA, *Disomogeneità di interessi dei creditori concordatari*, cit., p. 23 s.

(99) Suggerisce questa soluzione V. CALANDRA BUONAURA, *op. ult. cit.*, p. 27, il quale chiarisce altresì come in presenza dell'opposizione all'omologazione proposta dal singolo creditore, il Tribunale non dovrà solo limitarsi ad accertare — sulla base delle prove fornite dall'opponente ed anche avvalendosi delle eventuali risultanze della relazione fornita dal commissario giudiziale — l'effettiva esistenza del conflitto di interessi o dell'abuso del voto e l'incidenza determinante del voto viziato ai fini del raggiungimento della maggioranza, ma — per accogliere l'opposizione — dovrà anche verificare la convenienza o meno della proposta concordataria per i creditori rispetto al fallimento o ad alternative concretamente praticabili, perché le motivazioni per le quali il voto sarebbe viziato non potranno concretamente rilevare laddove il concordato risultasse comunque conveniente per i creditori.

(100) Il rilievo è nuovamente di V. CALANDRA BUONAURA, *Disomogeneità di interessi dei creditori concordatari*, cit., p. 29, testo e nt. 24, che richiama, fra l'altro, l'interesse che il creditore economicamente « forte » potrebbe avere a rinunciare a una soddisfazione parziale, incerta e di modesto rilievo economico, a fronte

In tale prospettiva, se il ricorso all'opposizione da parte di ciascun creditore può consentire, nell'ambito della procedura di concordato, la repressione di eventuali situazioni di abuso del voto nella formazione della decisione maggioritaria coniugando l'istanza di salvaguardia dell'autonomia privata con il rispetto dell'intento legislativo di favorire le soluzioni negoziali della crisi, è da riconoscere la difficoltà di configurare, sul piano strettamente privatistico, un dovere dei creditori « forti » di esercitare i poteri loro contrattualmente riconosciuti in una direzione che non sia contraria agli interessi degli altri creditori, nonché a quello della stessa società debitrice (101).

Il disagio di giustificare, a livello sistematico, l'esistenza di una « rete » di rapporti di carattere obbligatorio tra i finanziatori dell'impresa sociale in vista della realizzazione di un interesse comune (102), dimostra come il modello di riferi-

della possibilità di portare il credito integralmente a perdita fruendo dei benefici fiscali.

(101) L'interrogativo che si vuole porre riguarda l'esistenza di un vero e proprio obbligo del creditore « forte » — sia pure accessorio e secondario — di cooperare all'adempimento, a tutela dell'interesse della società debitrice a non subire un'ingerenza da parte del primo che debordi dai limiti della conservazione della solvibilità finanziaria della seconda. Sebbene i principi di correttezza e buona fede ricavabili dagli artt. 1175 e 1375 c.c. appaiano astrattamente idonei a consentire il raggiungimento di questo risultato, si nota, in una prospettiva squisitamente civilistica, l'impossibilità di configurare rimedi specifici contro la violazione di tale divieto (cfr. M. BIANCA, *Diritto civile*, cit., p. 377).

(102) La sussistenza di doveri di cooperazione dei creditori potrebbe essere fatta discendere dalla partecipazione dei medesimi ai piani di riorganizzazione della società in crisi in vista del suo risanamento: cfr. in tal senso H. EIDENMÜLLER, *Unternehmenssanierung*, cit., p. 583 ss.; Id., *Trading in Times of Crisis: Formal Insolvency Proceedings, Workouts and the Incentives for Shareholders/Managers*, in *EBOR*, 2006, p. 254 ss., che giunge ad ipotizzare una sorta di organizzazione d'impresa tra i creditori sociali, i quali sarebbero legati da particolari rapporti obbligatori destinati a rafforzarsi ed intensificarsi in tale circostanza. Ed infatti, in presenza di una situazione di crisi e dell'avvio di un processo di riorganizzazione dell'impresa, all'interesse individuale di ciascun creditore al rimborso del proprio credito, si affiancherebbe un interesse comune a massimizzare la garanzia offerta

mento avuto presente dal legislatore sia, in fondo, quello del creditore privo di poteri di influenza sul debitore e chiamato a tutelarsi solo attraverso la pattuizione di interessi e la prestazione di garanzie (103). Ne consegue la necessità di ricercare altrove, spostando ancora una volta l'analisi sulle ricadute dei *covenants* a livello organizzativo, le tecniche di repressione di eventuali condotte abusive dei creditori « forti » che si risolvano in un'ingiustificata compressione dell'autonomia imprenditoriale della società debitrice, oltre ogni ragionevole fine di salvaguardarne la solvibilità finanziaria (104), o siano dirette alla esclusiva soddisfazione del proprio interesse particolare a danno della conservazione del valore dell'impresa finanziata.

7. *La responsabilità dei creditori « forti » per eterodirezione « abusiva » della società debitrice.* — Alla luce delle riflessioni testé svolte emerge l'esigenza di esaminare i problemi di tutela delle diverse sfere di interessi incise dall'influenza dei creditori sul governo della società debitrice accantonando la prospettiva dell'atto e del rapporto obbligatorio ed accennando, invece, quella dell'attività (105).

dal patrimonio sociale e quindi ad impegnarsi per il successo del piano; sui c.d. *Pflichtenbindungen* nelle procedure rivolte al superamento della crisi, cfr., pure più di recente, G. BITTER, *Sanierung in der Insolvenz — Der Beitrag von Treu — und Aufopferungspflichten zum Sanierungsfolg*, in ZHR, 2010, p. 147 ss., in specie, p. 163 ss.

(103) E v., per questa considerazione, W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, cit., p. 349.

(104) Intravede in tale compressione il limite alla validità dei *covenants*, G. PIEPOLI, *Profili civilistici*, cit., p. 507 ss.

(105) Cfr., a proposito del rilievo centrale dell'attività e del suo risultato complessivo, quale profilo del tutto nuovo rispetto all'impostazione del codice civile anteriore alla novella del 2003 in punto di gruppo di imprese, G. SCOGNAMILGIO, *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, ne *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum* Gian Franco Campobasso, cit., vol. 3, p. 952; C. ANGELICI, *La riforma*, cit., p. 197.

Coerentemente con l'idea anticipata nelle pagine che precedono e favorevole a ravvisare nei contratti di finanziamento caratterizzati dalla presenza di *covenants* un modello di patteggiamenti idonee a fondare e/o regolare l'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento da parte del creditore « forte », specialmente in corrispondenza del profilarsi o dell'aggravarsi di una situazione di crisi della società debitrice, conviene ora approfondire talune conseguenze derivanti da tale assimilazione, soprattutto con riferimento alla possibilità di riconoscere la specifica ipotesi di responsabilità prevista al riguardo dall'art. 2497 c.c.

Atteso che la configurabilità di tale fattispecie nella materia che ci occupa presuppone, da una parte, il perseguimento in via esclusiva dell'interesse del creditore e, dall'altra, la violazione dei principi di corretta gestione imprenditoriale della società finanziata (ed eterodiretta) (106), vale la pena di sfor-

(106) Cfr., in questi termini, G. SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri*, cit., p. 194, che incisivamente definisce il primo dei requisiti predetti quale forma di « egoismo imprenditoriale »; nonché Trib. Milano, 17 giugno 2011, in *Società*, 2012, p. 258, dove gli elementi rilevanti per riscontrare la responsabilità ex art. 2497 c.c. vengono scanditi mediante il riferimento, oltre che alla condotta (ovvero l'esercizio l'attività di direzione e coordinamento) ed all'antigiuridicità della stessa (vale a dire l'esercizio di quell'attività in funzione di un interesse estraneo a quello della società diretta e coordinata ed in violazione dei principi di correttezza imprenditoriale), all'evento dannoso ed al nesso di causalità tra condotta ed evento.

Nella prospettiva sopra accolta, merita richiamare l'opinione autorevolmente sostenuta (P. ABBADESSA, *La responsabilità della società capogruppo verso la società abusata: spunti di riflessione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 283), secondo cui l'azione prevista dall'art. 2497 c.c. va ricondotta alla violazione di una regola di condotta stabilita in funzione di una tutela « diretta » degli interessi riferibili ai soci « esterni » ed ai creditori e consistenti, rispettivamente, nella redditività e valore della partecipazione e nella solvibilità della società. Conseguono da ciò il sorgere in capo alla società capogruppo di un dovere di protezione verso i soci ed i creditori delle società soggette a direzione e coordinamento e la natura contrattuale della responsabilità della stessa capogruppo (v., da ultimo, Trib. Milano, 17 giugno 2011, cit.). Qualora si consideri, poi, che il danno conseguente alla violazione del dovere in questione si produce, in via immediata, nel patrimonio della società diretta e coordinata sarebbe difficilmente giustificabile l'esclusione di que-

zarsi di identificare taluni comportamenti la cui attuazione possa dare luogo ad un esercizio « abusivo » dell'attività di direzione e coordinamento. Appare pertinente richiamare i casi in cui il creditore « forte » si avvalga del potere contrattualmente accordatogli di controllare l'impiego delle risorse finanziarie del proprio debitore (107) per indirizzarne la poli-

st'ultima dall'ambito dei soggetti legittimati a pretenderne la riparazione (cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Danno sociale e azione individuale*, cit., p. 965 s., dove anche la proposta di risolvere il problema di non contravvenire al divieto del doppio risarcimento qualora l'azione della società sia proposta successivamente a quella dei soci « esterni » e dei creditori, scalando dal danno risarcibile gli importi già corrisposti a costoro; ma per l'obiezione che in tal modo i soci « più solerti » cumulerebbero al risarcimento diretto gli « effetti positivi riflessi » derivanti dalla riparazione a favore della società, P. ABBADESSA, *La responsabilità*, cit., p. 285). Potrebbe così ricomporsi la distanza fra il rimedio in esame e l'eventuale esercizio di un'azione di danni nei confronti della banca creditrice per violazione della buona fede contrattuale, posto che in quest'ultimo caso ad agire dovrà essere senz'altro la società debitrice e non i suoi soci (o gli altri creditori), con il sorgere però di fondati dubbi sull'effettività della tutela, qualora gli amministratori e la maggioranza di cui sono espressione si dimostrino acquiescenti verso il comportamento della banca stessa (R. PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo*, cit., p. 636 s.). Con riferimento alla situazione appena delineata una considerazione (forse ovvia) che può farsi è quella secondo cui, non essendovi di regola una partecipazione della banca controllante al capitale della società etrodiretta, non sussiste il rischio che l'una — essendo chiamata a risarcire l'intero danno subito dall'altra — finisca, in pratica, per risarcire proporzionalmente anche se stessa.

(107) Cfr. L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi d'impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p. 418, il quale osserva come la rilevanza degli atti di esecuzione di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di un piano di risanamento del gruppo ai fini dell'imputazione di responsabilità ex art. 2497, comma 1, c.c. deriva, innanzitutto, dal fatto che le misure di carattere finanziario, per un verso rappresentano « il nucleo essenziale di un'operazione di salvataggio », per l'altro possono essere annoverate fra i possibili contenuti dell'attività di eterodirezione. Possono, tuttavia, immaginarsi anche casi in cui il condizionamento esercitato dal creditore « forte » attenga alle decisioni di natura industriale o commerciale e si esprima attraverso il divieto — senza l'autorizzazione dello stesso creditore — di entrare in nuovi mercati o di intraprendere nuove attività, che secondo un'accurata istruzione preventiva potrebbero risultare altamente redditizie (R. PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo*, cit., p. 636).

tica finanziaria in una direzione a sé gradita e per favorire, in ultima analisi, il soddisfacimento del proprio credito a discapito della salvaguardia del valore dell'impresa e delle pretese degli altri creditori. Per meglio precisare l'oggetto della nostra attenzione si può altresì ipotizzare che il creditore « forte » renda possibile, attraverso il mantenimento o l'estensione del credito già concesso accompagnato dall'utilizzo dei poteri di ingerenza nella gestione attribuitigli, la prosecuzione dell'attività dell'impresa debitrice nonostante il venir meno delle prospettive di continuità aziendale al solo scopo di assecondare le proprie possibilità di rientro e poi — una volta « messa al sicuro » una parte cospicua o addirittura la totalità della sua esposizione » (108) — lasci scivolare l'impresa medesima verso lo stato di insolvenza che già sapeva essere inevitabile.

È immediato cogliere la contiguità fra quest'ultima ipotesi e quella della concessione abusiva del credito, i cui elementi costitutivi risiedono nel comportamento « abusivo » della banca, in specie sotto il profilo della violazione del dovere di corretta erogazione del credito, e nel danno per gli altri creditori, quale deriva per quelli anteriori dall'aggravamento del dissesto del debitore e dalla conseguente diminuzione delle *chances* di soddisfacimento, mentre consiste per quelli successivi nella perdita che possono subire per aver instaurato rapporti che non avrebbero stabilito in mancanza della « apparente solvibilità creata dal credito abusivamente concesso » (109).

(108) A. MAZZONI, *Capitale sociale*, cit., p. 542, che formula questa ipotesi a proposito dell'interrogativo in merito all'applicabilità alla banca della responsabilità per *wrongful trading*.

(109) A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in "crisi"*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 308 s., che esclude invece la possibilità di configurare la fattispecie *de qua* come una responsabilità « diretta » nei confronti non solo degli altri creditori, ma anche della stessa impresa beneficiaria del credito per il danno ad essa derivante « dall'aggravamento del dissesto », non tanto perché si tratta di una prospettazione che « stravolge » la figura paradigmatica di

Deve tuttavia rilevarsi come il sistema risultante dalla riforma delle procedure concorsuali sia chiaramente improntato — come si è avuto modo di evidenziare — ad un netto favore per la continuazione dell'ordinaria attività d'impresa pur in una situazione d'insolvenza, nell'ottica ed in funzione di soluzioni concordate della crisi. Muovendo da tale constatazione, una connotazione in termini di « scorrettezza » (o di « imprudenza ») non può essere riferita al credito erogato o mantenuto ad un'impresa conoscendo o dovendo conoscere la situazione di difficoltà o di insolvenza, ma semmai al credito erogato o mantenuto ad un'impresa in crisi in presenza di circostanze da cui derivi la « non ragionevolezza » del sostegno creditizio, la quale può essere apprezzata mediante una valutazione *ex ante*, condotta cioè sulla base dei dati a disposizione al momento della concessione di tale assistenza e delle previsioni relative all'andamento dell'impresa finanziata (110).

concessione abusiva del credito, quanto perché la concessione del credito viene normalmente richiesta dallo stesso debitore, il quale non avrebbe titolo per dolersi successivamente del pregiudizio che possa avere eventualmente subito (corsivo nell'originale).

(110) Cfr., ancora, A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in "crisi"*, cit., p. 310. Preme altresì porre in luce come la valutazione in ordine alla correttezza o meno della concessione o del mantenimento del sostegno finanziario all'impresa debitrice postula un giudizio condotto pur sempre nella prospettiva dell'atto, sebbene considerato alla luce delle regole (anche organizzative) e dei parametri posti a presidio di una corretta gestione del credito. Discende da quanto detto che la decisione in ordine all'assistenza finanziaria, in quanto rientrando nelle scelte imprenditoriali della banca e suscettibile di essere sottoposta ad un sindacato esclusivamente alla stregua dei criteri e delle procedure dettate per l'esercizio della relativa attività, rimane confinata dal punto di vista dell'impresa finanziata in una dimensione tendenzialmente « extrasociale » e rileva sotto il profilo della responsabilità per concessione abusiva del credito laddove determini il depauperamento dell'impresa quale conseguenza della continuazione dell'attività (cfr. P. PISCITELLO, *Concessione abusiva del credito e patrimonio dell'imprenditore*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, p. 655 ss.). Diversamente è a dirsi dell'attribuzione al creditore di poteri di informazione, di monitoraggio e di influenza sul governo della società debitrice, i quali — per il loro indubbio significato organizzativo — possono essere fonte di ulteriori regole e parametri di comporta-

Ci si accorge facilmente che laddove l'ente finanziatore possa avvalersi di *covenants* che gli consentono di monitorare e controllare il proprio debitore e di orientarne le scelte strategiche anche solo con riferimento alla politica finanziaria, la valutazione in ordine alla ragionevolezza del mantenimento del credito, da una parte, e della concessione di nuova finanza, dall'altra, diviene meno sfuggente. D'altro canto, l'assistenza finanziaria accompagnata dall'emanazione di direttive gestionali finalizzate a superare la situazione di crisi finanziaria dell'impresa debitrice può rappresentare un indice — oltre che della già evidenziata meritevolezza di tutela delle clausole attributive dei suddetti poteri di influenza sulla gestione — anche della conformità dell'eterodirezione ai principi di correttezza imprenditoriale.

Considerazioni di segno analogo sono da formulare a proposito della promozione da parte del creditore « forte », in specie della banca o di un sindacato di banche, di un accordo di ristrutturazione dei debiti — tale da integrare gli estremi dell'eterodirezione — giudicato idoneo a consentire un superamento della crisi. Non si è mancato di rilevare (111) il peso rivestito nella valutazione della liceità e della meritevolezza del tentativo di superamento stragiudiziale — e, dunque, dell'eventuale responsabilità del creditore medesimo per eterodirezione « abusiva » — dall'omologazione da parte del Tribu-

mento, da un lato, per lo stesso creditore, dall'altro, per gli organi della società finanziata.

(111) L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca*, cit., p. 430; in un analogo ordine di idee si è sostenuto che l'attestazione dell'esperto e l'eventuale intervento del Tribunale in presenza di piani o accordi volti al superamento della crisi possono far presumere la ragionevolezza della concessione del credito: cfr. A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in "crisi"*, cit., p. 311; A. MUNARI, *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione*, Milano, 2012, p. 313, che esclude, peraltro, la possibilità di ascrivere ai creditori aderenti al piano o ai finanziatori dell'impresa in crisi (salvo che non abbiano partecipato alla redazione del medesimo piano) la responsabilità del monitoraggio *in itinere*.

nale. L'intervento di quest'ultima non preclude, però, la possibilità di far valere ugualmente tale responsabilità laddove si dimostri che la banca abbia promosso il tentativo di risanamento pur conoscendo *ab origine* (o dovendo conoscere), sulla base dei flussi informativi predisposti nei suoi confronti e dei poteri di monitoraggio e di condizionamento del proprio debitore di cui dispone, l'irrealizzabilità dell'accordo. A conclusioni largamente coincidenti deve pervenirsi laddove emerga nella fase attuativa dell'accordo la sua inidoneità a perseguire il fine attribuitogli dalla legge, essendosi modificate le valutazioni prospettiche dell'evoluzione dell'attività dell'impresa debitrice esistenti al momento dell'intervento del Tribunale.

La prova dell'esperimento doloso o gravemente negligente di un tentativo di soluzione concordata della crisi, da cui consegua il pregiudizio consistente nella ritardata apertura del fallimento, dovrebbe poi risultare più agevole nel caso di un piano attestato di risanamento *ex art.* 67, comma 3, lett. *d*), l. fall., dato che la presunta fattibilità dello stesso si fonda non su un'attestazione giudiziaria, ma su quella fornita da un esperto (112).

(112) L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca*, cit., p. 433, il quale ammette la possibilità di un più ampio sindacato del giudice — oltre l'ipotesi della frode — sull'idoneità al risanamento del piano attestato, e quindi sulla sua « legittimità », laddove esso non abbia successo, fondando tale conclusione sul parallelo con il regime dell'esenzione da revocatoria. Quest'ultima, infatti, mentre è immediatamente e irrevocabilmente acquisita grazie al giudizio di omologazione nel caso degli accordi di ristrutturazione *ex art.* 182-*bis*, è invece soggetta alla positiva verifica *ex post* in sede contenziosa della sussistenza di tutti gli elementi costitutivi (idoneità, ragionevolezza, attestazione) da parte del giudice chiamato a decidere sull'azione di revoca (e v., in tal senso, G. PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, p. 29). Ne consegue, peraltro, che qualora l'autorità giudiziaria accerti l'insussistenza al momento della redazione del piano del presupposto della ragionevolezza, gli interventi volti alla ricostituzione del patrimonio del debitore (revocatoria dei pagamenti e delle garanzie prestate in esecuzione del piano) potranno essere affiancati dalle azioni ri-

Di là da tali distinzioni, può dunque concludersi che il ricorso alla responsabilità da abuso dell'attività direzione e coordinamento si giustifica laddove — per effetto di clausole originariamente inserite in un contratto di finanziamento concluso prima della crisi oppure in attuazione di patti stipulati *ad hoc* quale condizione per la concessione di nuova finanza in una situazione già avanzata di difficoltà — la banca o il sindacato di banche assumano il ruolo di « massima autorità decisoria » (113) su una delle principali aree di operatività della società debitrice, quale quella attinente agli aspetti finanziari.

D'altro canto, l'individuazione a livello normativo del titolo giuridico di tale responsabilità nell'esercizio scorretto

sarcitorie nei confronti dell'esperto promosse dei creditori che abbiano fatto affidamento sull'attestazione fornita da costui (P. PISCITELLO, *Piani di risanamento e posizione delle banche*, *ivi*, 2007, p. 543 s.).

(113) A. MAZZONI, *Capitale sociale*, cit., p. 537; analogamente, E. RIMINI, *Il prestito mezzanino*, cit., p. 1093 s. Accanto all'ipotesi considerata nel testo ed avente rilievo centrale nel discorso che si vuole svolgere, merita menzionare la possibilità che il creditore « forte » concorra all'attuazione delle direttive abusive imposte alla capogruppo (ad esempio, fornendo il sostegno finanziario ad un piano di risanamento per il superamento della crisi del gruppo), facendo lievitare in maniera indiscriminata l'indebitamento delle entità del gruppo patrimonialmente ed economicamente sane, costrette nell'esercizio della direzione unitaria da parte della società di vertice a contrarre ingenti prestiti, da riversare a condizioni di favore ad altre articolazioni del gruppo in difficoltà. Potrà allora imputarsi al creditore una responsabilità *ex art.* 2497, comma 2, prima parte, la quale sarà altresì ipotizzabile qualora costui ponga in essere una condotta consistente nel contributo causale alla produzione del danno non in fase di « attuazione » dell'attività di direzione e coordinamento, ma già in quella di « elaborazione » della medesima. Si pensi all'inserimento in una convenzione per il superamento della crisi di specifici *covenants* che prevedano l'intervento del creditore « forte » nei processi decisionali della capogruppo, senza però che tale ingerenza consenta di qualificare la banca come *dominus* delle scelte contenute nella *Planung* di gruppo e dunque come soggetto cui riferire l'eterodirezione, o, ancora, al compimento di singoli, episodici atti di influenza sulle decisioni strategiche di gruppo: cfr., per un'ampia trattazione del tema, L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca*, cit., p. 434 ss.; cfr., inoltre, ID., *La responsabilità « aggiuntiva » ex art. 2497, 2° comma, c.c.*, Milano, 2012, p. 113 ss.

dell'attività di direzione e coordinamento dovrebbe scongiurare il rischio di un'imputazione della responsabilità medesima sostanzialmente oggettiva, fondata sull'affermazione dello *status* altamente professionale e specializzato dell'attività di erogazione del credito (114), e consentire di costruire su basi nuove rispetto alla conformità al tradizionale parametro

(114) La non rispondenza di tale meccanismo di imputazione all'impostazione seguita dal legislatore in sede di riforma delle procedure concorsuali è persuasivamente sostenuta da A. NIGRO, *"Privatizzazione" delle procedure concorsuali e ruolo delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, p. 369 s., che si esprime a favore del superamento del parametro del c.d. *bonus argentarius* quale misura del comportamento diligente e, al tempo stesso, corretto della banca, da cui discende il dovere di non erogare o di non continuare ad erogare credito ad un soggetto insolvente. Conseguenza da tale differente scelta di sistema l'esigenza di ripensare la stessa tematica della concessione abusiva di credito, nel senso che la responsabilità della banca richiederebbe il vero e proprio dolo, vale a dire il disegno di « mascherare » la situazione di insolvenza allo scopo di trarne qualche vantaggio, ovvero la partecipazione ad operazioni fraudolente, potendo solo tale requisito soggettivo consentire il venir meno della protezione assicurata dalla legge — sotto forma di prededucibilità rispetto a tutti gli altri crediti — nell'eventuale fallimento a seguito dell'insuccesso della soluzione concordata (Id., *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Società*, 2007, p. 440; diversamente orientati, fra gli altri, S. FORTUNATO, *La concessione abusiva del credito dopo la riforma delle procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2009, p. 67, che pur negando la sussistenza di un sicuro fondamento ad una simile limitazione dei criteri soggettivi di responsabilità, riconosce le difficoltà insite nella previsione del risanamento e/o ristrutturazione e conclude che la colpa, anche non grave, potrà ricorrere solo in circostanze tali da superare « ogni ragionevolezza e probabilistica logicità della previsione » medesima; nonché P. PISCITELLO, *Concessione abusiva del credito*, cit., p. 664 ss., dove la sottolineatura che la responsabilità della banca si basa sulle regole che vietano la continuazione dell'attività d'impresa nonostante la crisi irreversibile, le quali non sono state modificate dalla riforma, così come inalterate sono sia la disciplina che gli enti creditizi devono seguire nella concessione del credito in considerazione del loro stato professionale, sia quella della vigilanza; cfr., pure, per l'idea che affermare la responsabilità per concessione abusiva anche nei casi di finanziamento colposo sia coerente non solo con le verifiche alle quali è attualmente sottoposto l'esercizio della libertà contrattuale, ma anche con il favore del legislatore della riforma per il finanziamento della crisi d'impresa, il cui fondamento e limite risiede nella ragionevolezza e fattibilità del piano di risanamento, F. DI MARZIO, *Sulla fattispecie "concessione abusiva di credito"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, p. 394 ss.).

del *bonus argentarius* la stessa funzione di monitoraggio delle imprese debentrici assegnata alle banche (115).

8. (Segue): *presupposti e limiti di applicabilità della figura dell'amministratore di fatto. L'inoperatività del meccanismo compensativo quale fattore di esenzione da responsabilità.* — La preferenza che si intende manifestare per un sistema di responsabilità basato sulla colpa gestoria invita, altresì, a confrontarsi con la possibilità di qualificare come amministratore di fatto il creditore che, avvalendosi dei poteri di informazione, controllo ed ingerenza accordatigli dal contratto di finanziamento, finisca per assumere l'alta direzione e la direzione strategica della società finanziata.

Può essere utile ricordare come tale opzione costruttiva sia prospettata anche in altri ordinamenti per verificare se ed in presenza di quali presupposti sia legittimo affermare la responsabilità del creditore « forte » per la gestione di fatto delle società finanziate.

È significativa in proposito l'elaborazione della giurisprudenza teorica e pratica francese in materia di *dirigeant de fait* (116): tale figura è stata oggetto di una progressiva deli-

(115) Cfr., per uno spunto in tal senso, A. NIGRO, "Privatizzazione" delle procedure concorsuali, cit., p. 369 s.

(116) Non è superfluo segnalare che il *dirigeant de fait* può essere sottoposto all'*action pour insuffisance d'actif* (cod. comm., art. L651-2, che ha sostituito l'*action en comblement de l'insuffisance du passif social* di cui all'art. L624.3 per effetto della legge 26 giugno 2005, n. 2005-845), in base alla quale l'amministratore di diritto o di fatto di una società sottoposta a *liquidation judiciaire* ed il cui attivo sia insufficiente a pagare i creditori, può essere chiamato a rispondere — laddove abbia contribuito con il suo comportamento colposo (*faute de gestion*) a causare tale situazione — dell'insufficienza dell'attivo medesimo, nella misura stabilita dal Tribunale. L'esigenza di evitare duplicazioni rispetto a questa azione ha condotto alla soppressione ad opera dell'*ordonnance* n. 2008-1345 del 18 dicembre 2008 (che ha abrogato gli artt. da L652-1 a L652-2 cod. comm.) dell'*action en obligation aux dettes sociales*, con la quale il Tribunale, sempre in caso di *liquidation judiciaire* di una società poteva decidere di porre a carico dell'amministratore di diritto o di

mitazione e di un crescente affinamento del proprio ambito applicativo, sino a coprire le ipotesi in cui il soggetto formalmente estraneo alla società e privo di un regolare atto di nomina abbia esercitato in modo indipendente e continuo un effettivo potere di direzione, piegando le decisioni dell'organo gestorio alle proprie determinazioni (117). Ne è derivato un orientamento alquanto prudente e restrittivo dei giudici d'oltralpe nell'attribuire alla banca la qualifica di *dirigeant de fait*, in specie laddove la società versi in uno stato di crisi, sull'assunto che un più penetrante intervento del finanziatore possa essere giustificato dall'esigenza di tutelare le proprie ragioni creditorie (118).

fatto la totalità o una parte dei debiti sociali, qualora ritenesse che uno dei fatti elencati dal previgente art. L651-2 (ovvero disposizioni di valori del patrimonio della società come se fossero propri, compimento di affari nel proprio interesse, utilizzo abusivo di *assets* sociali, sottrazione di tutto l'attivo, appropriazione parziale dello stesso) avesse determinato la cessazione dei pagamenti [cfr., in proposito, I. URBAIN-PARLEANI, *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Frankreich*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft*, cit., p. 601 s.]. Qualora rilevi il compimento da parte del *dirigeant de fait* di uno dei fatti predetti (ora elencati nell'art. L653-3 *cod. comm*), il Tribunale può inoltre disporre l'estensione del fallimento della società.

(117) Cfr., ad esempio, *Cass. comm.*, 2 novembre 2005, consultabile sul sito http://www.lexinter.net/JPTXT4/JP2005/dirigeant_de_fait.htm, dove la definizione di *dirigeant de fait* come « *celui qui s'est immiscé dans la gestion d'une société et qui, en toute souveraineté et indépendance, exerce une activité positive de gestion et de direction de celle-ci* », che riecheggia quella coniata da V. RIVES LANGES, *Le notion de dirigeant de fait, au sens de l'article 99 de la loi du 13 juillet 1967 sur le règlement judiciaire et la liquidation des biens*, in *Rec. Dalloz*, 1975, p. 41; cfr., per ulteriori precisazioni, H. MERKT - G. SPINDLER, *Fallgruppen der Durchgriffshaftung und verwandte Rechtsfiguren*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft*, cit., p. 224, i quali chiariscono che l'amministratore di fatto deve disporre di un reale potere decisionale, essendo insufficiente a fondare la fattispecie in esame una semplice attività di monitoraggio senza alcuna facoltà di intervento nella gestione.

(118) Cfr., per puntuali riferimenti, L. BENEDETTI, *Le anomalie*, cit., p. 498 s., che sottolinea come tale indirizzo sia stato recepito anche dal legislatore francese nei provvedimenti normativi intesi a riformare (a partire dalla legge 25 giugno 2005, n. 2005-845) le procedure concorsuali. Degna di nota è l'inapplicabilità

Sul piano della delimitazione della fattispecie appare, dunque, centrale tracciare la linea di demarcazione fra il legittimo esercizio da parte del creditore « forte » dei propri diritti legali e contrattuali di monitorare e condizionare l'impresa debitrice a fronte del rischio assunto nel concederle (o continuare a concederle) credito e l'eventuale condotta abusiva del medesimo creditore che miri a ricavare dall'utilizzo di tali poteri vantaggi « impropri », sino a ledere la posizione di altri soggetti (119).

In un'ottica di politica del diritto, è il caso di rimarcare come la già accennata tendenza — comune a vari ordinamenti — ad incentivare il « salvataggio » delle imprese in crisi non possa prescindere dal coinvolgimento dei finanziatori e, conseguentemente, dalla rigorosa delimitazione del perimetro della loro responsabilità nelle procedure volte alla riorganizzazione delle stesse imprese (120).

Se tali rilievi possono spiegare la vigile e misurata applicazione della tecnica sanzionatoria del *dirigeant de fait* alla banca finanziatrice da parte della giurisprudenza francese, è interessante segnalare come l'esperienza inglese conosca — accanto alla figura del *de facto director*, la quale ricorre nelle ipotesi di immistione sistematica nella gestione delle società finanziate, senza che rilevi la circostanza che sia stato investito o meno di tale funzione — uno strumento dai contorni più ampi ed elastici rappresentato dallo *shadow director* identificato nel soggetto alle cui direttive ed istruzioni l'organo gesto-

dell'*action pour insuffisance d'actif*, esperibile anche contro il *dirigeant de fait*, oltre il caso di *liquidation judiciaire* e, quindi, sia in caso di una *procédure de sauvegarde*, sia in quello di *redressement judiciaire*, in quanto incompatibile con il piano di salvataggio che deve essere attuato in tali procedure.

(119) A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, cit., p. 541.

(120) Cfr., A. NIGRO, *“Privatizzazione” delle procedure concorsuali*, cit., p. 368.

rio si conforma abitualmente (121). Nonostante la sfera di operatività di questo istituto sia potenzialmente più estesa di quella del *dirigeant de fait*, merita evidenziare come a ciò non corrisponda una più cospicua serie di pronunce in cui al creditore sia stata attribuita la qualifica di « amministratore ombra » per l'influenza esercitata sulla gestione della società debitrice (122): ed infatti, si richiede a tal fine nel *case law* che il creditore trascenda i limiti del normale rapporto obbligatorio, andando in particolare oltre la tutela dei propri interessi (123).

Anche nell'ordinamento tedesco può riscontrarsi una certa cautela nell'attribuire la qualifica di *faktischer Geschäftsführer* al creditore che si avvalga dei poteri di influenza sulla gestione conferitigli dai *covenants* contenuti nel contratto di finanziamento (124). Nonostante la preclusione giurispruden-

(121) Diversamente dal *de facto director*, per il quale manca una precisa definizione legislativa, sicché è rimessa ai giudici una delimitazione in chiave funzionale della fattispecie sulla base di tutte le circostanze del caso concreto, lo *shadow director* è definito, fra l'altro, nella sec. 251 dell'*Insolvency Act* come « *a person in accordance with whose directions or instructions the directors of the company are accustomed to act (but so that a person is not deemed a shadow director by reason only that directors act on advice given by him in a professional advice)* ». Tuttavia, per una sorta di asimmetria fra fattispecie e disciplina, mentre il *de facto director* è sottoposto all'intera gamma di doveri imposti agli amministratori, compresi quelli di cui alla Part 10 del *Companies Act* 2006, lo *shadow director* può essere assoggettato alla responsabilità per *wrongful trading* secondo la sec. 214 dell'*Insolvency Act*, mentre rimane dubbia l'applicabilità ad esso dei restanti *directors' duties* (L. GULLIFER - J. PAYNE, *Corporate Finance*, cit., p. 84 s.; E. FERRAN, *Principles*, cit., p. 344 s.).

(122) Cfr. L. BENEDETTI, *Le anomalie*, cit., p. 505, cui si rinvia anche per un'ampia ricognizione dell'impiego della figura dello *shadow director*, con specifico riferimento alla posizione delle banche, da parte della giurisprudenza inglese.

(123) Cfr., in particolare, il caso *Re PTZFM Ltd* [1995] 2 BCLC 354; un atteggiamento di maggiore apertura si evince da *Lord v. Sinai Securities Ltd* [2004] EWHC 1764; nonché da *Ultraframe (Uk) Ltd v. Fielding* [2005] EWHC 1638, dove si ritiene sufficiente, ai fini del riconoscimento della qualità di *shadow director*, che le direttive del finanziatore siano state seguite dalla maggioranza degli amministratori della società finanziata.

(124) Vale la pena di ricordare che da tale qualificazione può derivare una

ziale a qualificare amministratore di fatto la persona giuridica (125) e la tendenza a circoscrivere l'applicabilità di tale figura all'ipotesi in cui il soggetto in questione si sia comportato verso l'esterno come se fosse stato regolarmente preposto all'organo gestorio (126), non può ritenersi in linea di principio esclusa la possibilità di considerare il creditore « forte » alla stregua di un *faktischer Organe* e di estendere in capo a costui i corrispondenti doveri dell'amministratore di diritto (127).

Di là da tali cenni, si pone però l'esigenza di fissare dei presupposti ulteriori per l'applicazione dell'istituto in esame, i quali vengono identificati ora attraverso l'enucleazione di un criterio generale rappresentato dall'inserimento del creditore nella « struttura corporativa » della società in modo da esercitare le « *organtypischer Entscheidungsbefugnisse* » (con particolare riguardo alla direzione degli affari nelle situazioni di crisi, compresa la gestione delle trattative con gli altri creditori sociali) (128), ora mediante la riconduzione delle varie fat-

responsabilità nei confronti della società per l'influenza pregiudizievole esercitata, secondo il § 43, *Abs. 1, GmbH* ed il § 93, *Abs. 2, AktG*, nonché verso i soci ed i creditori a causa della *Insolvenzverschleppung* in base al § 15a dell'*Insolvenzordnung*, nel quale sono state trasfuse, a seguito del *MoMiG*, le originarie previsioni del § 64, *Abs. 1, GmbH* e del § 92, *Abs. 2, AktG*.

(125) BGH, 25. Februar 2002-II ZR 196/00, in *BGHZ* 150, 61, 68, in *NJW*, 2002, p. 1803, secondo cui, in base al § 76 *Abs. 3 AktG* ed al § 6 *Abs. 2 Satz 1 GmbHG*, può essere *Geschäftsführer* soltanto una persona naturale, illimitatamente capace di agire.

(126) Cfr. BGH, 21. März 1988, II ZR 194/87, in *BGHZ* 104, 44; in *NJW*, 1988, p. 1789; in *ZIP*, 1988, p. 771; BGH, 27. Juni 2005-II ZR 113/03, in *NZG*, 2005, p. 755; in *ZIP*, 2005, p. 1414; BGH, 11. Juli 2005-II ZR 235/03, in *ZIP*, 2005, p. 1550 ss.; in *NZG*, 2005, p. 816; OLG München *NJW-Spezial* 2010, p. 687 s.

(127) Cfr. W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 357, ad avviso del quale i rigorosi requisiti summenzionati possono essere soddisfatti in caso di nomina, nelle procedure volte al superamento della crisi, di un rappresentante degli enti finanziatori presso la società finanziata,

(128) Cfr., H. FLEISCHER, *Zum aktienrechtlichen Verantwortlichkeit faktischer Organe*, in *AG*, 2004, p. 527, ad avviso del quale particolare importanza va rico-

tispecie prospettabili a diversi « *Fallgruppen* » (129), a seconda che si tratti di prerogative senz'altro ammissibili (130), di provvedimenti rischiosi, ma tuttavia giustificabili (131) o, infine, di forme di ingerenza chiaramente inammissibili (132).

Non si è mancato di evidenziare, peraltro, l'inadeguatezza di tali criteri ad offrire indicazioni sistematicamente sostenibili e praticamente utilizzabili per distinguere l'influenza « pregiudizievole » da quella « non pregiudizievole », in specie quando essa si manifesti mediante specifici atti di condizionamento degli organi competenti (133). Particolarmente critica è la circostanza che il creditore che si tutela mediante

nosciuta alla conduzione in via esclusiva degli affari finanziari in situazioni di crisi, compresa la gestione delle trattative con gli altri creditori sociali; Id., *Zu GmbH-rechtlichen Verantwortlichkeit des Faktischen Geschäftsführers*, in *GmbHHR*, 2011, p. 337 ss.

(129) È questa l'impostazione seguita da R. HIMMELSBACH - J. ACHSNICK, *Faktische Geschäftsführung durch Banken: Gefahr oder Scheinproblem?*, in *NZI*, 2003, p. 360 ss.

(130) Si tratta dei provvedimenti funzionali all'acquisizione di informazioni e al monitoraggio, incluso l'invio regolare di *reports*, la visione della lista dei creditori e dei debitori, la richiesta di una perizia sul sovraindebitamento, sulla fattibilità e sulla meritevolezza di un tentativo di risanamento, o, ancora, limitate misure di controllo, quali la proposta di inserire un assistente esterno, la limitazione del diritto di recesso del socio, l'insediamento di un consulente, il riconoscimento di poteri di codecisione sugli investimenti finanziari ed il rifiuto di determinate persone come gestori dell'impresa.

(131) Si fa riferimento, fra l'altro, all'insediamento di un fiduciario della banca (*Sanierer*), dotato di poteri di gestione, che sia istruito, incaricato, remunerato e soggetto al potere di revoca della banca medesima, oppure alla nomina di un comitato direttivo o di un organo di controllo con dirette prerogative di intervento nella conduzione quotidiana degli affari.

(132) È quanto avviene laddove la banca vieti operazioni di disposizione sul conto corrente, o si arroghi la scelta e l'esecuzione di bonifici, o si ingerisca ripetutamente nella gestione corrente della società debitrice.

(133) Cfr. W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 361, che osserva come in una prospettiva di tutela della *Verbandsautonomie* e di salvaguardia dell'interesse del socio da soggetti non vincolati ai doveri gestori, sarebbe da ritenere dannosa « *die ad hoc erfolgende, einmalige Einflussnahme* ».

i *covenants* persegue un proprio legittimo interesse (134), sicché la sua posizione appare strutturalmente diversa da quella dell'amministratore che tipicamente svolge una gestione d'interessi altrui.

(134) Cfr., per un'ampia riflessione sul punto, W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss*, cit., p. 367 ss., il quale contrappone l'estensione al *faktischer Geschäftsführer* dell'*Insolvenzantragspflicht* di cui al § 15a *InsO*, quale effetto derivante direttamente dalla legge e destinato a sovrapporsi a tutti i contrastanti interessi individuali, all'imposizione in capo al creditore « forte », sulla base dell'influenza da questi esercitata a salvaguardia del proprio interesse, dei doveri gravanti sugli organi gestori secondo i §§ 43 *Abs. 1 GmbH* e 93 *Abs. 1 Satz 1 AktG*, cui è sottesa una qualificazione dello stesso creditore come « *Sachwalter* » d'interessi altrui. Quest'ultimo esito applicativo sarebbe privo di un adeguato fondamento dogmatico, soprattutto laddove si consideri che la dicotomia fra il rischio finanziario sopportato dal creditore e quello imprenditoriale non trova un riconoscimento normativo e che la realizzazione di un interesse proprio è di per sé inammissibile, come espressamente chiarito dalla *business judgement rule* di cui al § 93 *Abs. 1 Satz 2 AktG* (laddove si richiede un comportamento orientato « *zum Wohle der Gesellschaft* »). Tali considerazioni paiono trovare un'eco — e, nel contempo, un qualche ridimensionamento — nella constatazione della « valenza eminentemente strumentale della figura dell'amministratore di fatto, la cui identificazione costituisce semplicemente la premessa per l'estensione di una parte della disciplina dettata a presidio della gestione sociale (segnatamente, delle regole in tema di responsabilità), e non già di un'indebita equiparazione agli amministratori regolarmente nominati » [N. ABRIANI (-S. AMBROSINI - P. MONTALENTI - O. CAGNASSO), *La società per azioni*, Padova, 2010, p. 591].

Per un più compiuto inquadramento della questione giova, altresì, rilevare come l'itinerario ricostruttivo oggetto di considerazione critica risenta della proposta di applicare ai creditori *fiduciary duties* analoghi a quelli posti a carico degli amministratori, secondo un'impostazione che non manca però di suscitare una certa insoddisfazione nella stessa dottrina statunitense (cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room*, cit., p. 170 ss.). Ed infatti, pur riconoscendosi la possibilità per il *lender* di incidere sui processi decisionali degli amministratori e di chiedere in situazioni di crisi la sostituzione del *senior management* ed altri significativi cambiamenti, non si fa a meno di sottolineare come tale influenza derivi da un contratto esterno all'impresa e non dall'assunzione da parte del creditore di un ruolo organico nella gestione della stessa. Il creditore non gode, di regola, dell'ampia discrezionalità nell'assunzione delle scelte imprenditoriali esercitata dagli amministratori, ma di particolari diritti riconosciuti dal contratto in grado di assicurargli un potere di influenza al quale la società debitrice si sottopone per ottenere — come si è già sottolineato — condizioni contrattuali più favorevoli.

Se così è, si comprende — arrivando a cogliere uno degli aspetti centrali, anche nel nostro ordinamento, del tema che si sta affrontando — la difformità di prospettiva insita nell'assimilazione del ruolo del creditore « forte » alla figura dell'amministratore di fatto, la quale configura una « vicenda patologica » o, quanto meno, « anomala » di imputazione della gestione ad un soggetto privo di un'efficace investitura assembleare (135), rispetto alla configurazione in capo ad esso dell'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento, che si

(135) Cfr., in questi termini, G. GUIZZI, *Eterodirezione dell'attività sociale*, cit., p. 440, che esclude, sia pure in modo dubitativo, da tale giudizio l'ipotesi della società a responsabilità limitata. Il riferimento è alla già menzionata regola sulla responsabilità gestoria dei soci di s.r.l. posta dall'art. 2476, comma 7, che non può tuttavia essere interpretata « come una forma di traduzione normativa dei principi già elaborati dalla giurisprudenza in tema di amministratore di fatto » (M. RESCIGNO, *La responsabilità per la gestione*, cit., p. 226), per un duplice ordine di ragioni: da una parte, occorre rilevare come la norma in discorso faccia espresso riferimento alla figura del socio, mentre tale qualità non è assolutamente richiesta in capo al soggetto qualificabile come amministratore di fatto; dall'altra, è da notare come la formulazione del presupposto della responsabilità, identificato nell'aver « intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi », allontana la previsione normativa dalla figura dell'amministratore di fatto, il quale è un « vero e proprio sostituto dell'amministratore formale », la cui attività riveste carattere sistematico e continuativo. Va pure messo in luce che la responsabilità contemplata dall'ultimo comma dell'art. 2476 rimane comunque circoscritta al pregiudizio provocato dalle operazioni gestorie alla cui realizzazione i soci abbiano legittimamente o illegittimamente concorso: e v., per questa ulteriore osservazione, N. ABRIANI (-S. AMBROSINI - P. MONTALENTI - O. CAGNASSO), *La società per azioni*, cit., p. 593, il quale conclude che l'attribuzione della qualifica di amministratore di fatto, pur presentandosi come un « casello più angusto » rispetto alla corresponsabilità dei « soci decisori », in quanto presuppone la dimostrazione dell'esercizio in via continuativa dei poteri tipici dell'amministratore di diritto, dischiude, però, « un'autostrada a quattro corsie », consentendo di chiamare tale soggetto (sia esso appartenente o meno alla compagine sociale) a rispondere per la violazione dell'insieme di regole poste dal legislatore a presidio della corretta gestione della società di capitali: dal dovere di diligente amministrazione, al divieto di operare in conflitto di interessi, ai numerosi obblighi inerenti alla conservazione del patrimonio sociale, sino al « decisivo divieto » di porre in essere operazioni di gestione non funzionali alla conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale, posto a carico degli amministratori al verificarsi di una causa di scioglimento.

differenzia dalla prima sia quanto ai presupposti applicativi, non richiedendosi necessariamente una eterodirezione « sostitutiva » o, addirittura, « usurpativa » degli organi gestori della società finanziata (136), sia — soprattutto — quanto ai parametri di valutazione e di giudizio dell'attività medesima, dato che l'imputazione di un'obbligazione risarcitoria, in questo secondo caso, richiede la violazione di regole non del tutto coincidenti con quelle intese a garantire il corretto adempimento del mandato gestorio (137).

Resta, peraltro, da domandarsi se possa concretamente ammettersi, in linea con l'indicata ipotesi ricostruttiva, la possibilità per il creditore che arrivi ad esercitare un potere di direzione unitaria di godere di un'esonazione da responsabilità in nome della sussistenza di vantaggi compensativi (138).

Appare condivisibile, al riguardo, la tesi recentemente sostenuta in dottrina (139), secondo cui il richiamo e l'impiego

(136) Sebbene debba ammettersi una certa difficoltà nel distinguere l'amministratore di fatto dalla eterogestione da attività di direzione e coordinamento, pare di poter concordare con la tesi secondo cui la prima figura ricorre quando un soggetto si « sostituisce » (M. RESCIGNO, *Eterogestione*, cit., p. 336) o si « aggiunge » agli amministratori di diritto, in posizione « anche meramente cooperativa, ma non subordinata rispetto a questi ultimi » (N. ABRIANI, *Gli amministratori di fatto nelle società di capitali*, Milano, 1998, p. 223), mentre la seconda sussiste in presenza di un condizionamento da parte della società di vertice degli indirizzi di gestione della società eterodiretta in ragione dei rapporti economico-contrattuali fra le medesime società (cfr., in tal senso, Trib. Milano, 27 febbraio 2012, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 734, con nota di T. MARSILI).

(137) Cfr., su questa linea interpretativa, A. VALZER, *Le responsabilità*, cit., p. 109.

(138) Premesso che tale meccanismo non è applicabile nel caso in cui si propenda per il riconoscimento della figura dell'amministratore di fatto (M. RESCIGNO, *Eterogestione*, cit., p. 336), giova sottolineare che « l'elisione del danno a mezzo di una specifica attribuzione patrimoniale o di una partecipazione ai risultati dell'attività di direzione e coordinamento, conduce ad escludere, prima ancora che l'interesse ad attivare la pretesa risarcitoria, la stessa illiceità della condotta gestoria della capogruppo » (M. MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse del gruppo*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 72 s.).

(139) Cfr. V. CARIELLO, *Sensibilità comuni*, cit., p. 275.

del meccanismo compensativo deve essere conforme ai principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale, risultando altrimenti inidoneo a produrre i suddetti effetti esonerativi dalla responsabilità, ma anzi potendo funzionare da fattore di aggravamento di quest'ultima. In tale ottica, da cui consegue la mancata operatività del meccanismo in parola in situazioni di squilibrio finanziario e patrimoniale, di crisi e di prossimità all'insolvenza della società diretta e coordinata, deve riconoscersi come la decisione della banca di concedere o mantenere credito — eventualmente in attuazione di un tentativo di soluzione stragiudiziale della crisi — ad una società la cui attività prosegua strutturalmente in perdita, determina solo in apparenza un aumento delle risorse finanziarie della medesima, giacché l'attribuzione è interamente assorbita dall'obbligo di restituzione delle somme ricevute (140). Si assisterà, infatti, ad un incremento del livello di indebitamento della società debitrice, accompagnato di regola dalla prestazione di garanzie nonché dall'obbligo di corrispondere gli interessi, con il conseguente prodursi di una lesione dell'integrità patrimoniale della stessa società e di un pregiudizio sia per i creditori, i quali vedranno diminuire la percentuale di credito che potrà essere soddisfatta in sede fallimentare a causa dell'assunzione di nuove obbligazioni gravanti sul patrimonio sociale nonché del ritardo nell'apertura della procedura concorsuale, sia per i soci, dato che l'aumento del passivo comporterà una perdita concreta ed effettiva dei valori dell'attivo.

Da queste notazioni discende l'idea dell'inapplicabilità del meccanismo compensativo, laddove il mantenimento del credito già erogato o la concessione di nuova finanza, unitamente alla predisposizione di una *Planung* imprenditoriale unitaria, siano prospetticamente idonee a minacciare la sopravvivenza

(140) Cfr. L. BENEDETTI, *Le anomalie*, cit., p. 529, testo e nt. 202.

della società, privandola della liquidità sufficiente ad escluderne l'insolvenza (141).

(141) Se ci si volge a considerare, ancora una volta, le indicazioni provenienti da altri ordinamenti, segnatamente da quello tedesco, non si può fare a meno di dedicare qualche cenno all'istituto di matrice giurisprudenziale della responsabilità per distruzione dell'esistenza della società (*Insolvenzvernichtshaftung*), inteso a colpire quegli atti di distribuzione ai soci del patrimonio sociale in grado di compromettere la capacità di adempiere alle obbligazioni o di provocare uno sbilancio, e quindi il fallimento della società stessa. Sullo sfondo dell'evoluzione dell'inquadramento della *Insolvenzvernichtshaftung*, da forma di *Durchgriff* a responsabilità interna in base al § 826 BGB, sino ad arrivare, con il caso *Trihotel* (BGH, 16. Juli 2007, II ZR 3/04, in NJW, 2007, p. 2689), alla sua configurazione come responsabilità contrattuale dei soci, in specie di controllo, non si è mancato di interrogarsi sulla ammissibilità di una sua applicazione al creditore « assistito » da *covenants* (S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 415 ss.). Eppure, laddove si individui il fondamento della responsabilità nell'inosservanza del vincolo di destinazione del patrimonio sociale e nella connessa violazione delle posizioni di rischio legislativamente ascritte ai soci ed ai creditori, è da notare come nessun effetto di questo tipo derivi dalla stipulazione di *covenants* anche assai restrittivi, di per sé rivolti esclusivamente ad offrire sia ai creditori sia ai terzi investitori una garanzia della pretesa al rimborso del capitale ed al pagamento degli interessi qualora essi siano fissati in modo indipendente dai profitti. Anche il conferimento in capo al creditore di una posizione insolitamente « forte » connotata dall'attribuzione di ulteriori diritti non ne consente l'assimilazione al socio quanto alla partecipazione agli utili ed alle perdite, in cui risiede il presupposto idoneo a giustificare una responsabilità per la violazione dello *Zweckbindung* del patrimonio sociale. Ciò non esclude, però, che possa venire astrattamente in considerazione una corresponsabilità del creditore in base al § 830 BGB per l'influenza pregiudizievole esercitata sulla società debitrice. Merita evidenziare come l'attenzione della giurisprudenza teorica e pratica tedesca si sia concentrata sul socio di controllo della società a responsabilità limitata, richiedendo in capo a costui, ai fini del riconoscimento della fattispecie dannosa, una soglia di partecipazione estremamente elevata. E non è un caso che nella nostra letteratura si discorra dell'esistenza di un dovere di correttezza ovvero di un dovere fiduciario del socio investito di poteri di influenza sulla gestione, assimilato a quello degli amministratori, soprattutto con riferimento alla responsabilità di cui all'art. 2476, comma 7, c.c., nella s.r.l., quale contrappeso dell'ampliamento della portata del beneficio della responsabilità limitata in tale tipo sociale (cfr. V. MELI, *La responsabilità dei soci nella s.r.l.*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., vol. 3, p. 671 ss.; A. ZANARDO, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci "cogestori": luci ed ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 498 ss.; M. RESCIGNO, *Eterogestione*, cit., p. 332

9. *Strumenti di protezione contrattuale dei creditori e disciplina dei doveri e delle responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza della società.* — Seguendo l'iter ricostruttivo favorevole ad ammettere la possibilità di configurare l'esercizio da parte del creditore « forte » di un'attività di direzione e coordinamento laddove questi assuma il potere di determinare le scelte decisionali strategiche anche limitatamente a taluni settori della gestione dell'impresa debitrice (si pensi alla politica finanziaria e di investimento), diviene ineludibile affrontare il tema dell'incidenza dei *covenants* sull'obbligo di diligenza dell'organo amministrativo della società finanziata.

Si è già detto che le pattuizioni in esame, pur vincolando sul piano formale la società debitrice, indirizzano e di fatto circoscrivono l'autonomia gestoria degli amministratori, la cui azione potrà essere oggetto di sindacato sotto il profilo della conformità ad obblighi specifici, atteggiandosi in maniera ben diversa da quanto accade laddove si tratta di valutare il compimento di scelte imprenditoriali connotate da elementi di discrezionalità (142).

Ne consegue che la funzione di riduzione del rischio di credito del finanziatore perseguita mediante i *covenants* e la connessa imposizione di vincoli e parametri cui gli amministratori della società debitrice devono attenersi, comportano che lo *standard* di diligenza imposto a questi ultimi si traduca, da un lato, nella necessità di adoperare una maggiore accortezza al fine di non incorrere in una violazione degli stessi *cov-*

s.; ID., *La responsabilità*, cit., p. 217 ss., che esclude la legittimità di una lettura della norma quale regola generale sulla partecipazione alla gestione di soggetti diversi dai soci).

(142) Cfr., per l'adozione di siffatta ottica valutativa, C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 689.

enants, dall'altro, in criteri di decisione « meno creativi » (143).

In questo senso, qualora l'attività gestoria debordi dai limiti contrattualmente imposti, deve ammettersi un più ampio sindacato sulla stessa da parte del giudice e, quindi, un'attenuazione della possibilità di ottenere una positiva valutazione *a posteriori* della condotta dell'amministratore, data la maggiore facilità per costui di prevedere e calcolare — in rapporto alla particolare situazione economico-finanziaria della società — il rischio derivante dall'aggravamento delle condizioni del prestito o dalla risoluzione del contratto di finanziamento.

Da qui l'insorgere di una responsabilità degli amministratori che, investiti dalle regole di organizzazione della società del compito di dare esecuzione al contratto fra quest'ultima ed il creditore, violino direttamente una clausola accessoria al finanziamento (144) esponendo la società medesima alla revoca del credito ed arrivando a comprometterne la liquidità e, al limite, la stessa sopravvivenza, oppure omettano di evidenziare ai soci — qualora il rispetto dei predetti vincoli e parametri dipenda dall'attività deliberativa di questi ultimi — le

(143) E v., in questo ordine di idee, D.U. SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari*, cit., p. 644.

(144) Si pensi, ad esempio, a talune fattispecie negoziali, quali i *negative pledges* o la clausola *pari passu* (cfr., in proposito, D.U. SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari*, cit., p. 642), la cui violazione potrà esporre, peraltro, i titolari dell'organo gestorio ad una responsabilità verso il creditore per induzione all'inadempimento della società debitrice (cfr., sul tema, F. GUERRERA, *Illecito e responsabilità nelle organizzazioni collettive*, Milano, 1991, p. 240, il quale — valorizzando la peculiare posizione giuridica rivestita dall'amministratore, che pur non essendo obbligato contrattualmente, non può nemmeno essere considerato alla stregua di un terzo indifferente al rapporto obbligatorio intercorrente fra la società debitrice ed il creditore — richiama il delicato problema del coordinamento fra la rilevanza esterna del vincolo contrattuale, riguardato come bene in sé da tutelarsi autonomamente in sede extracontrattuale, ed il principio di relatività degli effetti del contratto desumibile dall'art. 1372 c.c.).

potenzialità dannose dell'assunzione di una data decisione (145).

I rilievi sopra svolti sono evidentemente di ordine generale e possono riferirsi alle ricadute dei *covenants* sull'esercizio della funzione amministrativa nella società monade. Essi richiedono, perciò, di essere precisati con riferimento all'ipotesi summenzionata in cui l'influenza del creditore sulla gestione non si traduca in atti isolati ed occasionali, ma si realizzi attraverso l'esercizio di un'attività di orientamento e di condizionamento delle decisioni amministrative della società diretta e coordinata. Il tema si intreccia con quello del carattere vincolante delle direttive del creditore in quanto soggetto di vertice, nonché dell'ambito del sindacato delle stesse ad opera degli amministratori della società dominata.

In effetti, non potendosi riconoscere, nella specifica dimensione che ci occupa, un'unicità d'impresa e neppure un « interesse del gruppo » (146), ma semmai uno scopo comune all'ente di vertice ed alla società diretta e coordinata identificabile nella salvaguardia della solvibilità di quest'ultima, è plausibile affermare che gli amministratori della medesima

(145) Cfr., sulle diverse articolazioni del tema e sulle possibili ipotesi di soluzione, *supra* § 5, in questo capitolo, nonché S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 321 ss.

(146) È stato notato — anche sulla scia di taluni recenti pronunce (cfr. Trib. Milano, 17 febbraio 2012, cit.) — come l'interesse di gruppo, se per un verso sembra di per sé non necessariamente evocato dal riferimento all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento contenuto nell'art. 2497, comma 1, c.c., per l'altro, deve o può risultare estraneo all'interesse proprio o altrui menzionato in tale disposizione. Semmai, potrebbe avvertirsi « un sentore » dell'interesse di gruppo attraverso la lettura congiunta del primo e del secondo periodo della medesima disposizione, laddove è previsto che il danno derivante dal perseguimento non corretto di un interesse estraneo a quello proprio della società diretta e coordinata può risultare mancante « alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ». Nel contempo, si precisa opportunamente che arrivare ad isolare una rilevanza a livello di disciplina dell'interesse di gruppo non comporta quale necessaria conseguenza l'unificazione soggettiva dell'impresa di gruppo (V. CARIELLO, *Sensibilità comuni*, cit., p. 269 s.).

potranno e dovranno verificare la compatibilità delle istruzioni promananti dal creditore con l'interesse all'incremento di valore e di redditività del patrimonio sociale e quindi della partecipazione dei soci.

Occorre domandarsi, altresì, se in caso di esito negativo di tale verifica, sia ipotizzabile in astratto una valutazione da parte degli amministratori del programma compensativo eventualmente predisposto dal soggetto di vertice o se — come appare più aderente al fenomeno in parola e coerente rispetto alle osservazioni già svolte — l'organo gestorio della società debitrice dovrà operare una ponderazione dell'interesse al mantenimento della relazione finanziaria in essere rispetto al sacrificio delle prospettive reddituali della medesima società, conseguente al divieto di compiere determinate operazioni o all'imposizione di date decisioni finanziarie e di investimento (147). Qualora venga reputato prevalente quest'ultimo interesse, sarà consentito agli amministratori della società debitrice disattendere le indicazioni del creditore, il quale — come si è detto — non potrà attivare una pretesa specifica all'osservanza della direttiva impartita.

Queste indicazioni offrono più di uno spunto per risolvere positivamente il quesito sull'esercizio da parte degli amministratori di una funzione di « filtro » intesa a verificare la conformità delle direttive impartite dal creditore al principio di correttezza nella gestione. D'altro canto, l'esecuzione di una direttiva in sé pregiudizievole non integrerà necessariamente una fattispecie di responsabilità ai sensi dell'art. 2392 c.c., laddove ciò sia avvenuto sulla base di un processo deci-

(147) Cfr., per un ragionamento analogo, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., 409 s., il quale, pur ammettendo che l'interruzione del credito debba essere vista come « *die rechtmäßige Alternative zur schädigenden Veranlassung durch die Bank* », non esclude che il danno conseguente a detta alternativa possa essere per la società di gran lunga maggiore e debba perciò essere considerato « *bei der Beurteilung des Vorliegens eines Nachteils* ».

sionale rivolto a cogliere e valutare l'idoneità di tale operazione a soddisfare l'interesse della società debitrice eterodiretta e dei suoi soci grazie all'ottenimento (o al mantenimento) di condizioni di credito favorevoli. Nella direzione ora indicata, sul presupposto del potere e — in corrispondenza della connotazione funzionale dell'ufficio amministrativo — anche del dovere dell'organo gestorio dell'impresa debitrice di considerare adeguatamente le finalità e gli effetti dell'esercizio dell'eterodirezione nella definizione del contenuto dell'interesse sociale (148), vi sarà spazio per applicare la disposizione dell'art. 2497-ter c.c., che impone agli amministratori della società diretta e coordinata di indicare puntualmente le ragioni e gli interessi che hanno inciso sull'assunzione della decisione influenzata dall'altrui attività di direzione e coordinamento (149).

(148) Cfr., in tal senso, M. MAUGERI, *Interesse sociale*, cit., p. 73; nonché C. ANGELICI, *La riforma*, cit., p. 193.

(149) Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Motivazione delle decisioni*, cit., spec. 764 ss., secondo cui l'adempimento dell'obbligo di motivare analiticamente, mediante puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi sottostanti, le decisioni « influenzate » delle società sottoposte all'altrui direzione e coordinamento, pur ricadendo incontrovertibilmente su queste società ed i loro organi (ovvero, più precisamente, di volta in volta sull'organo che assume siffatta decisione), presuppone che sia anzitutto il soggetto capogruppo a dichiarare e rendere note quelle ragioni ed interessi; al punto che non solo l'inosservanza dell'obbligo di *disclosure* delle direttive strategiche del gruppo e delle modalità di trasmissione delle stesse alle società controllate, ma anche l'emanazione di istruzioni talmente « confidenziali » che neppure gli organi delle società destinatarie delle medesime ne siano edotti, contribuiscono a definire il concetto di « violazione dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale » e possono giustificare l'esercizio da parte della società eterodiretta di un'azione di accertamento dell'inadempimento o di condanna della stessa capogruppo al risarcimento dell'eventuale danno arrecato. Tale chiave di lettura, intesa a valorizzare la ricostruzione del diritto dei gruppi come disciplina di organizzazione di un peculiare modello di impresa, potrebbe apparire non immediatamente riferibile alla materia oggetto di indagine, laddove si volesse privilegiare la visuale dei *covenants* quali garanzie « atipiche » accessorie ad un contratto avente carattere puramente obbligatorio. Queste perplessità sono tuttavia superabili non appena si considerino i riflessi di natura organizzativa di tali

In termini più ampi, è dunque da riconoscere la sussistenza di una tensione dialettica fra l'interesse ad evitare un danno all'impresa debitrice conseguente alla violazione degli impegni assunti con il *covenant* ed il dovere degli amministratori di assumere le proprie decisioni secondo i canoni di diligenza e lealtà ed al riparo da condizionamenti esterni (150). Posto che non può ritenersi « disattivato » il principio generale dell'art. 2380-*bis* c.c., ciò che si richiede all'organo gestorio della società debitrice è una comparazione fra diverse istanze confliggenti, da risolversi — in conformità ad un ulteriore profilo della *business judgement rule* recato dall'art. 2392 c.c., che è quello dell'agire in modo informato (151) — sulla

pattuizioni e la loro capacità di incidere sulle scelte gestorie della società finanziata, sia pure limitatamente a dati settori, con possibili ripercussioni sull'equilibrio finanziario della stessa e sulla posizione dei soci e dei terzi: e nel senso che la motivazione delle decisioni e lo svelamento degli interessi ad essa sottostanti siano strumentali — pur non esauendo in tale prospettiva la loro funzione — all'esigenza di consentire ai destinatari della stessa di assumere consapevoli decisioni in merito all'investimento (o al disinvestimento) nella società soggetta all'altrui direzione e coordinamento, oppure all'esercizio dell'azione di responsabilità *ex art.* 2497 c.c., R. PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria*, cit., p. 892.

(150) Per avere un'idea delle molteplici implicazioni del tema in esame, può essere significativo richiamare l'ipotesi dell'inserimento nel contratto di credito delle clausole che obbligano la società a mantenere gli stessi amministratori in carica al momento della concessione del prestito. A fronte del rischio di un'utilizzazione abusiva della clausola predetta da parte del *management* della società debitrice, preme sottolineare che essa non impedisce all'assemblea o, per le società che adottino il sistema dualistico, al consiglio di sorveglianza di nominare e revocare gli amministratori. E tuttavia, occorre domandarsi se sia censurabile l'operato dell'organo gestorio per aver stipulato tale pattuizione, senza che possa tuttavia escludersi *a priori* l'eventualità che il mantenimento del *management* attuale fosse così importante che la concessione del finanziamento dipendeva da tale clausola (cfr., per un'ampia discussione del problema, S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 303 s.).

(151) Non sembra, infatti, che la rilevanza di tale profilo ed il conseguente porsi dell'« accento non tanto sul contenuto della decisione, quanto sul *processo decisionale* mediante il quale ad essa si perviene », seppure ridimensionate in presenza di comportamenti volti all'attuazione di specifici obblighi, possano essere del tutto annullate (cfr., su tale aspetto, C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis*, cit., p. 690 ss.).

base di un'accorta valutazione sia delle ricadute sulla situazione imprenditoriale della società debitrice della perdita delle sinergie ricavabili dal proficuo esercizio della direzione unitaria da parte del creditore, sia delle attuali condizioni del mercato del credito.

L'idoneità dei *covenants* ad integrare il sistema dei doveri e delle responsabilità inerenti alla gestione dell'impresa sociale può essere ulteriormente verificata con riferimento alla fase cruciale antecedente al manifestarsi dell'insolvenza.

Si è già anticipato, e si è cercato anche di chiarirne il significato e la portata, come tale fase si caratterizzi per uno « spostamento » degli interessi tutelati, al punto di identificarli con quelli dei creditori o, meglio, di impedire la continuazione dell'attività d'impresa esclusivamente a loro danno. Si comprende, in quest'ottica, come l'attenzione rivolta ad una situazione economico-finanziaria capace di condurre all'insolvenza si sia tradotta, in ambito europeo, in un'accentuazione dei doveri degli amministratori di affrontare tempestivamente la crisi d'impresa, laddove i *solvency tests* predisposti da costoro attestino, da un lato una crisi di liquidità, dall'altro, uno squilibrio patrimoniale (152), i quali, in quanto richiedono anche un giudizio prognostico, potranno formare oggetto di valutazione solo *ex post* (153).

(152) Ed infatti, i suddetti contenuti tendono a coincidere con i presupposti oggettivi per l'apertura di una procedura d'insolvenza, specie laddove si tenga conto del ruolo svolto in tali casi dalle valutazioni di tipo prognostico (M. MIOLA, *La tutela dei creditori*, cit., p. 291 s.). Fermando lo sguardo sul nostro ordinamento, un *solvency test* potrebbe ravvisarsi nell'art. 217, comma 1, n. 4, l. fall., che sanziona penalmente l'imprenditore che ha aggravato il proprio dissesto astenendosi dal richiedere la dichiarazione del proprio fallimento (o con altra grave colpa): cfr., *ex multis*, sia pure da angolazioni non del tutto coincidenti, R. SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity*, cit., p. 1141 s.; A. NIGRO, *La responsabilità delle banche*, cit., p. 314; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria*, cit., p. 623 s., dove ulteriori rif.

(153) Sull'ambito del giudizio prognostico richiesto agli amministratori, nonostante le precisazioni in merito ai contenuti del *solvency test*, nonché sulla ne-

Un esempio in tal senso è offerto, a livello di regolazione legale, dalla previsione, nella *sec. 214 Insolvency Act 1986*, della responsabilità per *wrongful trading* dei *directors* (nonché degli *shadow directors*) nei confronti dei creditori, qualora, nel corso della successiva *insolvent liquidation*, risulti che essi conoscevano, o avrebbero dovuto conoscere, l'irreversibilità della crisi e ciononostante non abbiano adoperato alcuna precauzione per minimizzare il potenziale danno per i creditori medesimi (154).

Merita rimarcare, per quanto rileva ai nostri fini, che un elemento fortemente critico nella valutazione della responsabilità degli amministratori è rappresentato — oltre che dall'identificazione del presupposto dell'insolvenza, a seconda dell'adozione del *cash flow test* o del *balance-sheet test* (155) — dalla conoscenza di altre situazioni di crisi, le quali, pur senza integrare la patologia più grave, obbligano comunque gli organi gestori a tenere conto degli interessi dei creditori, in quanto maggiormente esposti a subire gli effetti sfavorevoli di

cessità di rafforzare l'attestazione di solvibilità con un sistema di doveri giuridicamente rilevanti, R. VEIL, *Das System der Kapitalrichtlinie*, cit., p. 98 ss.

(154) B.R. CHEFFINS, *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997, p. 537 ss.; V. FINCH, *Corporate Insolvency Law*², Cambridge, 2009, p. 698 ss.; P. DAVIES, *Director's Creditor-Regarding Duties*, cit., p. 316; M. HABERSACK - D. VERSE, *Wrongful Trading - Grundlage einer Europäischen Insolvenzverschleppungshaftung?*, in ZHR, 2004, p. 174 ss.; v., pure, i richiami al rimedio in questione in M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale*, cit., p. 1271; ID., *La tutela dei creditori*, cit., p. 305, testo e nt. 195; A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica*, cit., p. 541 s.; F. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza*, cit., p. 1035.

(155) Può essere utile ricordare che il *cash flow test* previsto ai fini dell'apertura delle procedure concorsuali dalla *sec. 123 (1) Insolvency Act 1986* presenta un contenuto coincidente con quello del *solvency statement* richiesto nelle *private companies* dalla *sec. 643 Companies Act 2006* per la riduzione del capitale, fatta salva la necessità di tener conto delle *contingent and prospective liabilities*, che vengono ricomprese, in questo caso, nell'alternativo *balance sheet test* [*sec. 123 (1) Insolvency Act 1986*]: R. GOODE, *Principles of Corporate Insolvency Law*³, London, 2005, §§ 4-34, p. 110 ss.

scelte imprenditoriali caratterizzate da un alto profilo di rischio e da una notevole probabilità di insuccesso (156).

D'altro canto, può essere di interesse notare che tanto la previsione della succitata *sec. 214*, quanto l'elaborazione dei doveri fiduciari nel contesto della *common law*, non impongono ai *directors* l'adozione di un comportamento determinato (157): questo sarà valutato dall'autorità giudiziaria su basi

(156) In effetti, il maggiore fattore di incertezza dell'istituto risiede nel criterio di individuazione dello stato di insolvenza cui fare riferimento ai fini della responsabilità per *wrongful trading*. Sebbene si tenda a ricollegare la maggiore flessibilità del rimedio (e quindi la sua efficienza in termini di tutela dei creditori) alla circostanza che esso consente di anticipare il momento, rispetto alla formale emersione dello stato di insolvenza, in cui assume rilevanza il dovere degli amministratori di agire (anche) nell'interesse dei creditori, va dato conto dell'orientamento della giurisprudenza a spostare, invece, in avanti la condotta costituente *wrongful trading*, ritenendosi non sufficiente la ricorrenza di uno sbilancio secondo il *balance sheet test* — come richiesto dalla *sec. 214 (6) Insolvency Act 2006* —, ma richiedendo la vera e propria incapacità di adempiere alle proprie obbligazioni secondo il *cash flow test* (T. BACHNER, *Wrongful Trading - A New European Model for Creditor Protection?*, in *EBOR*, 2004, p. 301 ss.). Ciò significa, per i profili di maggiore rilievo applicativo, che una situazione di mero sbilancio viene considerata ancora idonea a consentire un tentativo di risanamento, senza farne derivare automaticamente una responsabilità in capo agli amministratori. Si osserva, tuttavia, che è proprio nell'ipotesi di una valutazione previsionale dell'insolvenza derivante da sbilancio che conviene far scattare obblighi in capo agli amministratori anticipati rispetto all'accertamento formale dello stato di insolvenza, poiché se, per un verso, vi sono maggiori possibilità di risanamento grazie alla conservazione della liquidità, per l'altro, vi è un rischio maggiore di condotte opportunistiche da parte degli stessi amministratori, nonché dei soci (cfr. H.C. HIRT, *The Wrongful Trading Remedy in UK Law: Classification, Application and Practical Significance*, in *ECFR*, 2004, p. 83 ss.).

(157) Risulta confermata da quanto detto la tendenza della disciplina sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza, a fare affidamento su *standards*, anziché su *rules*, con la conseguente possibilità di modellare e precisare i doveri medesimi secondo le specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività svolta. Deve dunque ammettersi che nel nostro caso l'adozione di uno *standard* consente di dare rilevanza a circostanze che non sono espressamente contemplate nel testo normativo e che, tuttavia, possono essere legittimamente tenute in considerazione dal soggetto agente. Eppure, avendo presente la particolare situazione nella quale questi si trova, e — più esattamente — le pressioni cui possono essere

oggettive, vale a dire tenendo conto di quello che sarebbe stato il comportamento di un ragionevole amministratore (158).

Non va trascurato di considerare, tuttavia, che se tale caratteristica conferisce al modello fondato sul *wrongful trading* un'accentuata flessibilità, può risultare difficile per il giudice stabilire in concreto la sussistenza dei presupposti di tale illecito, soprattutto per quanto concerne il grado di prevedibilità dell'insolvenza e la capacità degli amministratori di prevenire il danno per i creditori. Ed ancora, bisogna prendere atto che il rimedio è spesso tardivo, sicché l'effettiva possibilità di ottenere un risarcimento non è priva di limiti.

È significativo, del resto, che problemi in definitiva non molto diversi si pongano anche nell'ordinamento tedesco,

esposti gli amministratori nel momento in cui sono chiamati a decidere se continuare o interrompere un'attività in perdita, si finisce per ritenere che gli stessi possano essere guidati molto meglio da una *rule* che da uno *standard*. Ed infatti, accanto al già sottolineato fenomeno dei *perverse incentives*, bisogna riflettere sul fatto che gli amministratori possono avere un proprio interesse personale a proseguire l'attività sebbene non vi sia alcuna possibilità di recupero. Ciò è dovuto al fatto che nella materia in discorso l'illecito non si consuma di regola in maniera istantanea, ma è frutto di un processo che ha inizio con una colpa lieve o addirittura un errore e prosegue attraverso una serie di azioni sempre meno giustificabili assunte nella speranza di rimediare alla colpa o all'errore iniziale. Se questa affermazione può essere condivisa, ne consegue che l'imposizione di un *test* sufficientemente preciso non solo diminuirebbe l'aspettativa di una benevola valutazione *ex post* (F. DENOZZA, *Le funzioni distributive*, cit., p. 502 s.), ma offrirebbe anche agli amministratori direttive abbastanza univoche circa il comportamento da tenere per ottemperare al dettato legislativo. E non è senza interesse notare che una critica di questo segno sia spesso formulata dagli operatori relativamente alla *sec. 214*, sollevando la questione se la lamentata mancanza di una « guida » per gli amministratori vista quale costo inevitabilmente connesso all'uso di uno *standard* possa essere superata grazie al recepimento ed all'elaborazione da parte dei giudici di « buone prassi » riconosciute nel mondo degli affari (P. DAVIES, *Directors' Creditors*, cit., p. 327).

(158) P. DAVIES, *Director's Creditor-Regarding Duties*, cit., p. 316; cfr., pure, T. BACHNER, *Wrongful Trading*, cit., p. 307 ss.; Id., *Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht in England*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft*, cit., p. 543 ss.

dove — seguendo un'altra impostazione — è previsto (§ 15a, *Abs. 1, InsO*) l'obbligo degli amministratori di presentare la richiesta di fallimento entro tre settimane dal verificarsi dei presupposti oggettivi di apertura della procedura concorsuale, consistenti nella incapacità di pagare i debiti regolarmente (*Zahlungsunfähigkeit*, § 17 *InsO*), o nella insufficienza patrimoniale (*Überschuldung*, § 19 *InsO*) (159). L'inottemperanza a tale obbligo comporta la responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali per il danno provocato da omissione o ritardo.

Ciononostante, le incertezze della scienza aziendalistica in merito alla sussistenza della *Zahlungsunfähigkeit* rilevante per il diritto fallimentare e la difficoltà di definire quando la non corretta attuazione del *solvency test* possa provocare la responsabilità dell'organo gestorio (160), testimoniano la diffi-

(159) Ed infatti, sebbene il sistema tedesco adotti una disciplina più rigida, ricorrendo all'operatività degli obblighi di attuare una gestione attenta (anche) agli interessi dei creditori ad un dato temporale tendenzialmente certo, quale è quello del verificarsi dei presupposti della procedura concorsuale, le differenze rispetto all'ordinamento inglese vengono a ridimensionarsi non appena si ponga mente al fatto che il *wrongful trading* — anche in considerazione della valutazione previsionale richiesta agli amministratori circa l'impossibilità di evitare l'apertura del fallimento — può spostare « in avanti » il punto di emersione della crisi per un periodo di gran lunga superiore alle tre settimane previste dal §15a, *Abs. 1, InsO*, finendo anzi per annullare la distanza tra il momento anticipato del sorgere di una responsabilità gestoria e la data di apertura della procedura concorsuale (cfr., sul punto, M. MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela*, cit., p. 419 ss.). Si inserisce in quest'ottica valutativa la ricostruzione della fase di *wrongful trading* come tipicamente congruente ad un *Überschuldung* permeato di elementi prognostici ovvero ad una minaccia di insolvenza, posto che entrambi gli istituti tendono a fornire una tutela preventiva dei creditori attraverso una responsabilità qualificata degli amministratori per la continuazione dell'attività d'impresa, nonostante la previsione dell'incapacità della società di adempiere le proprie obbligazioni: cfr. K. SCHMIDT, *Insolvenzgründe und Haftung für Insolvenzverschleppung - Notwendige Ergänzung des Kapitalschutzes*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft*, cit., p. 201 ss.

(160) Si è già dato atto della preoccupazione che il carattere prospettico del giudizio e la difficoltà di un suo sindacato *ex post* finiscano per creare un *safe har-*

coltà di sviluppare un affidabile criterio di valutazione dell'agire imprenditoriale. Sotto un distinto, ma concorrente profilo, non va dimenticato il disagio della dottrina giuridica nel riconoscere valore vincolante ai « principi di regolare gestione imprenditoriale » (*Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensführung*) o alle tecniche aziendalistiche di calcolo della liquidità. E ciò aiuta a comprendere lo sviluppo nella prassi di modelli negoziali in grado di rappresentare un « *Frühwarnsysteme* » e di soddisfare il bisogno, dalla stessa emergente, di conoscere la crisi dell'impresa « *im Vorfeld der Insolvenz* », al fine di porvi rimedio « *mittels einer Stillen Sanierung* » (161).

Da queste considerazioni emerge, dunque, un quadro di riferimento concettuale utile per verificare se la predisposizione di *covenants* da parte dei creditori « forti » sia in grado di contribuire ad un più efficace funzionamento del sistema di tutela incentrato sulle procedure concorsuali, a conferma dell'opportunità di assicurare un giusto equilibrio tra profili di imperatività e di volontarietà nella protezione dei creditori medesimi (162).

bour per gli amministratori (v. cap. I, § 8), tanto da far propendere per una radicale disapplicazione della *business judgement rule* qualora gli amministratori ritardino l'applicazione della regola « ricapitalizza o liquida » sulla base di previsioni che non si sono poi avverate, con l'imposizione in capo a costoro dell'onere di dimostrare che ciò è dipeso da circostanze straordinarie e imprevedibili pur in presenza di una verifica condotta con diligenza (R. SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity*, cit., p. 1141). Sarà appena il caso di aggiungere che la responsabilità civile degli amministratori per le attestazioni contenute nel *solvency statement*, ma senza inversione dell'onere della prova, era prevista quale sanzione essenziale di un *test* non corretto dal ricordato *Rickford Report*: J. RICKFORD (Ed.), *Reforming Capital*, cit., p. 972 ss.

(161) Ecco perché appare fondato il dubbio « *ob es "den Betriebswirten" jemals gelingen wird, "die Juristen" insofern zu überzeugen* »: così W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, cit., p. 69, il quale muove da un brano relativo ad un incontro interdisciplinare sulla riforma del diritto processuale tedesco tenutosi a Bonn nel 1984 e riportato da F. THIEßEN, *Covenants in Kreditverträgen*, cit., p. 19.

(162) Sotto il profilo che qui interessa, merita evidenziare l'intreccio fra il dovere degli amministratori di verificare e salvaguardare, nell'interesse dell'im-

In effetti, non sembra discutibile che i *covenants*, in quanto regole di autonomia privata, offrono dati e parametri più flessibili rispetto alla definizione legale dei presupposti dell'insolvenza o alla previsione, anch'essa a livello legislativo, dell'obbligo di richiedere la dichiarazione di fallimento: definizione o previsione che contribuiscono a delineare, invece, un sistema regolatorio sostanzialmente neutro, incapace di tener conto delle specifiche caratteristiche dell'impresa e del ramo in cui opera, nonché del livello di rischio dei suoi progetti di investimento (163).

Risulta, dunque, confermata anche con riferimento ai doveri degli organi di società prossime all'insolvenza, l'idea precedentemente espressa che gli impegni assunti con la stipulazione dei *covenants* permettono di riempire di contenuti lo *standard* di diligenza al quale devono attenersi gli amministratori, con sensibili ripercussioni sulla valutazione della loro responsabilità (164).

presa, l'adeguatezza patrimoniale (si pensi, ad esempio, al dovere di predisporre un « *Überwachungssystem* » in base al § 91 *Abs. 2 AktG*) e la capacità dei *covenants* di attribuire un'informazione « diretta » nei confronti del creditore, rafforzandone la funzione di controllo nel quadro della *corporate governance*. Tale circostanza non deve indurre, tuttavia, a trascurare di considerare che il sistema di « alerta preventiva » predisposto mediante tali clausole è rivolto, in primo luogo, a salvaguardare l'interesse del creditore al rimborso del proprio credito, consentendogli di venire a conoscenza delle violazioni delle medesime clausole e di metterlo in condizione di far valere i diritti previsti in via negoziale. Seguendo tale impostazione, non si è mancato di rilevare come il fatto che dall'esercizio di tali diritti possano derivare la prevenzione o il superamento della crisi della società debitrice non è che un riflesso dell'attivazione del potere di controllo fondato sui *covenants* a garanzia delle pretese creditorie (S. HEINRICH, *Covenants als Alternative*, cit., p. 145 s.).

(163) Al contrario, i *covenants* sono « *Auslöseinstrumente* » suscettibili di essere predisposti — come già si è sottolineato — « su misura » per la singola impresa, il singolo ramo di attività, il singolo contratto di finanziamento (F. THIEßEN, *Covenants in Kreditverträgen*, cit., p. 30).

(164) Si è già sottolineato che all'intensificazione delle fattispecie di responsabilità degli amministratori in prossimità dell'insolvenza corrisponde un'accentua-

Occorre, tuttavia, sottoporre tali conclusioni ad un supplemento di riflessione con riguardo all'ipotesi in cui, a fronte di violazioni contrattuali sintomatiche di una situazione di crisi dell'impresa, il creditore « forte » assuma il potere di determinare le scelte strategiche relative alla gestione della società debitrice e, nell'esercizio di tale potere, contribuisca non ad un superamento della crisi, ma al peggioramento della situazione patrimoniale della stessa società a scapito soprattutto degli altri creditori, incorrendo in una responsabilità *ex art.* 2497 c.c.. Conviene allora domandarsi se possa prospettarsi, in tal caso, un'estensione della responsabilità ai gestori della società debitrice eterodiretta per aver « comunque preso parte al fatto lesivo » (art. 2497, comma 2, c.c.).

È da ammettere, al riguardo, che la stipulazione di *covenants* in grado di condizionare la discrezionalità gestoria degli amministratori potrebbe suggerire la conclusione che questi ultimi, in quanto esecutori di istruzioni e direttive altrove elaborate, non rientrano fra i soggetti passivamente legittimati all'azione di responsabilità in questione, potendo addirittura invocare la direzione e il coordinamento del creditore quale causa di esonero da responsabilità (165).

zione della rilevanza del dovere degli organi gestori di curare gli assetti organizzativi della società anche sotto il profilo patrimoniale, quale deriva sia dalla clausola generale di diligenza nella gestione (art. 2392, comma 1, c.c.), sia, più in particolare, dai doveri posti a carico degli organi delegati dall'art. 2381, comma 5, c.c. (V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione*, cit., p. 5 ss.; nonché, più di recente e con diretto riferimento allo « stato di crisi », G. STRAMPELLI, *Capitale sociale*, cit., in specie p. 617 ss.). La violazione di un simile dovere può concretamente manifestarsi nell'effettuazione di distribuzioni ai soci sulla base di un *solvency test* contenente previsioni del tutto infondate, in contrasto con l'esigenza « di delineare costantemente gli scenari futuri dell'attività d'impresa, attraverso un'appropriata pianificazione industriale, strategica e finanziaria, e di predisporre idonee cautele atte ad anticipare e prevenire il sorgere di una crisi » (M. MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela*, cit., p. 406 s.).

(165) Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri*, cit., p. 199; Id., *Danno sociale e azione individuale*, cit., p. 967, nt. 25, dove la precisazione, però, che siffatta legiti-

Tale esito applicativo merita, tuttavia, di essere attentamente vagliato alla luce delle osservazioni sopra svolte e, in particolare, della considerazione che l'organo gestorio della società finanziata può trovarsi dinanzi all'alternativa se rispettare le direttive del creditore pur di assicurare alla società il mantenimento del credito già concesso o l'erogazione di nuova finanza, oppure esporre la società medesima al rimborso anticipato del prestito, riducendo, però, il pregiudizio causato dall'attuazione di una politica prospetticamente lesiva dell'integrità del patrimonio sociale.

In quest'ultimo passaggio, non deve sfuggire come gli amministratori della società debitrice, nel compiere siffatte scelte e valutazioni, non possono derogare al dovere su di essi gravante di fare tutto il possibile per evitare un ulteriore incremento del passivo, sino ad impedire la continuazione dell'attività qualora i risultati negativi della stessa abbiano causato l'erosione della ricchezza investita dai soci, esponendosi altrimenti ad una responsabilità *ex art. 2497, comma 2*, la quale — qualora si arrivi al *default* della società — potrà essere fatta valere esclusivamente dal curatore, a vantaggio della massa, con effetti praticamente analoghi a quelli derivanti dall'esercizio, in base all'art. 146 l. fall., delle azioni a tutela dei creditori (artt. 2394 e 2394-*bis* c.c.) (166).

timazione passiva debba ammettersi in quanto sia possibile dimostrare, nel caso concreto, che gli amministratori della società eterodiretta abbiano preso parte al fatto lesivo, ovvero « hanno consapevolmente (dolosamente o anche colposamente) coadiuvato il soggetto esercente l'attività di direzione e coordinamento nella produzione del comportamento dannoso, non astenendosi (come avrebbero dovuto fare) dal dare attuazione alle direttive pregiudizievoli per la società ».

(166) Non va trascurato di considerare, però, che i creditori della società eterodiretta potrebbero coltivare l'esercizio dell'azione loro riconosciuta dall'art. 2497, comma 1, c.c. nei confronti del soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento: e ciò in ragione della natura diretta ed individuale dell'azione medesima nonché della distinta soggettività della società dominante rispetto a quella fallita (cfr., sul punto, A. VALZER, *Le responsabilità*, cit., p. 184, testo e nt. 171; nonché M. MOZZARELLI *Responsabilità degli amministratori*, cit., p. 257).

Quanto sin qui osservato non elimina, però, la necessità di far ricorso alla disciplina dell'art. 2497 sulla base di un vigilante riscontro dei suoi presupposti applicativi e di un'attenta valutazione dei diversi interessi coinvolti, da un lato ammettendone l'operatività solo qualora l'interferenza dei creditori « forti » si traduca in un'attività di stabile incisione sulle scelte gestorie della società debitrice, dall'altro, evitando di incoraggiare una corsa alle « tasche profonde » delle banche in tutti i casi in cui eventuali tentativi di risanamento del debitore non siano coronati da successo (167).

È significativo, del resto, come anche le esperienze di ordinamenti diversi dal nostro rivelino l'esigenza di riservare particolare attenzione al ruolo dei creditori nel governo societario, nella prospettiva di favorire l'esercizio di un attivo monitoraggio da parte di costoro e, nel contempo, di apprestare un'adeguata tutela dell'impresa debitrice, dei suoi soci e degli altri creditori.

(167) E v., per questo monito, A. MAZZONI, *Capitale sociale*, cit., p. 540.

BIBLIOGRAFIA

- ABBADESSA P., *I gruppi di società nel diritto italiano*, in *I gruppi di società*, a cura di A. Pavone La Rosa, Bologna, 1982, p. 105 ss.
- ABBADESSA P., *Rapporto di dominio ed autonomia privata nel diritto societario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 545 ss.
- ABBADESSA P., *La responsabilità della società capogruppo verso la società abusata: spunti di riflessione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 279 ss.
- ABBADESSA P., *La voce dei soci nella gestione della s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 186 ss.
- ABBADESSA P. - MIRONE A., *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 269 ss.
- ABRIANI N., *Gli amministratori di fatto di società di capitali*, Milano, 1998.
- ABRIANI N., *Il nuovo regime dei conferimenti in natura senza relazione di stima*, in *Riv. notar.*, 2009, p. 295 ss.
- ABRIANI N., *Finanziamenti « anomali » dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, ne *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da P. Benazzo - M. Cera - S. Patriarca, Torino, 2011, p. 317 ss.
- ABRIANI N. - AMBROSINI S. - MONTALENTI P. - CAGNASSO O., *La società per azioni*, Padova, 2010.
- ACCETTELLA F., *L'Accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 462 ss.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*², Padova, 2006.
- ANGELICI C., *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 675 ss.
- ANGELICI C., *Note minime su "La libertà contrattuale e i rapporti societari"*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 403 ss.
- ANGELICI C., *La società per azioni*, 1, *Principi e problemi*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012.

- ANGELICI C., *Interesse sociale e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, p. 573 ss.
- ARENA M.P. - HOWE J.S., *Takeover Exposure, Agency, and the Choice between Private and Public Debt*, September 2008, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1273077>.
- AUTUORI L., in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, *Obbligazioni. Bilancio*, Milano, 2007, sub artt. 2415-240, p. 203 ss.
- ASSONIME, *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, Circolare n. 29/2012, in *Riv. soc.*, 2012, p. 1268 ss.
- BACCETTI N., *Postergazione dei finanziamenti e tipi sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 804 ss.
- BACHNER T., *Wrongful Trading - A New European Model for Creditor Protection?*, in *EBOR*, 2004, p. 301 ss.
- BACHNER T., *Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht in England*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin, 2006, p. 526 ss.
- BADINI CONFALONIERI A., ne *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino - G. Bonfante - O. Cagnasso - P. Montalenti, Bologna, 2004, sub art. 2497-septies, p. 2218 ss.
- BAIRD D.G. - RASMUSSEN R.K., *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006, p. 1209 ss.
- BAIRD D.G. - RASMUSSEN R.K., *Anti-Bankruptcy*, in *Yale Law Journal*, vol. 119, 2010, p. 648 ss., reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=1396827>.
- BAKER M. - WURGLER J., *Market Timing and Capital Structure*, in *Journal of Finance*, vol. 57, 2002, p. 1 ss.
- BALP G., *I finanziamenti infragruppo: direzione e coordinamento e postergazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, II, p. 329 ss.
- BALP G., *Questioni in tema di postergazione ex art. 2467 e 2497-quinquies c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, p. 246 ss.
- BALZARINI P., in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, *Obbligazioni. Bilancio*, Milano, 2007, sub art. 2428-2429, p. 607 ss.
- BANCEL F. - MITOO U.R., *The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, AFA 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London Meetings, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=299172>.
- BARCELLONA E., *Note sui derivati creditizi Market Failure o Regulation Failure?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 652 ss.

- BARTALENA A., *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 293 ss.
- BARTALENA A., *Le nuove obbligazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, p. 543 ss.
- BAUMS T., *The Law of Corporate Finance in Europe - An Essay*, Institute for law and Finance Johann Wolfgang Goethe - Universität Frankfurt, Working Paper Series N. 63, 06/2007, reperibile sul sito <http://www.jura.uni-frankfurt.de/baumts>.
- BAUMS T., *Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung*, in *ZHR*, 2011, p. 160 ss.
- BEBCHUK L.A. - FRIED J.M., *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, in *Yale Law Journal*, vol. 105, 1996, p. 857 ss.
- BEBCHUCK L.A. - COHEN A. - FERRELL A., *What Matters in Corporate Governance?*, in *Review of Financial Studies*, vol. 22, 2009, p. 783 ss.
- BENEDETTI L., *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p. 414 ss.
- BENEDETTI L., *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 494 ss.
- BENEDETTI L., *La responsabilità « aggiuntiva » ex art. 2497. 2° comma, c.c.*, Milano, 2012.
- BERNDT A. - GUPTA A., *Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-Distribute Model of Bank Credit*, November 2008, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1290312>.
- BIANCA C.M., *Diritto civile. 4. L'obbligazione*, Milano, 1993.
- BIANCHI L.A., *I « contratti d'impresa » (Unternehmensverträge) nel diritto dei gruppi tedesco: valutazioni e problemi*, in *Riv. soc.*, 1984, p. 995 ss.
- BILLET M.T. - KING TH.D. - MAUER D.C., *Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants*, in *Journal of Finance*, vol. 62, 2007, p. 697 ss.
- BITTER G., *Sanierung in der Insolvenz - Der Beitrag von Treu - und Aufopferungspflichten zum Sanierungsfolg*, in *ZHR*, 2010, p. 147 ss.
- BLACK B.S., *Corporate law and residual claimants*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 217, May 1, 2001, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1528437>.
- BONELLI F., *“Concessione abusiva” di credito e “interruzione abusiva” di credito*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, p. 827 ss.
- BOOTH R.A., *Stockholders, Stakeholders, and Bagholders (or How Investors Diversification Affects Fiduciary Duties)*, in *The Business Lawyer*, vol. 33, 1998, p. 429 ss.

- BRADLEY M. - ROBERTS R.M., *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, May 13, 2004, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=466240>.
- BRATTON W.W., *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, in EBOR, 2006, p. 39 ss.
- BRESCIA MORRA C., *Finanziamento e partecipazione all'impresa. Profili evolutivi*, Napoli, 2008.
- BRIOLINI F., *Questioni irrisolte in tema di piani di risanamento e di accordi di ristrutturazione dei debiti. Appunti sugli artt. 2467 e 2467-quinquies c.c. e sull'art. 182-quater l. fall.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, p. 523 ss.
- BRIZZI F., *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 1027 ss.
- BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 5 ss.
- CAGNASSO O., *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. di dir. comm.*, diretto da G. Cottino, vol. V, t. 1, Padova, 2007.
- CALANDRA BUONAURA V., *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 867 ss.
- CALANDRA BUONAURA V., *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, ne *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zagarone*, diretto da P. Benazzo - M. Cera - S. Patriarca, Torino, 2011, p. 653 ss.
- CALANDRA BUONAURA V., *Disomogeneità di interessi dei creditori concordatari e valutazione di convenienza del concordato*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 14 ss.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*⁵, Torino, 2002.
- CAMPOBASSO M., *I titoli di debito della s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, ne *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 3, Torino, 2007, p. 745 ss.
- CAMPOBASSO M., *Finanziamento del socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 441 ss.
- CARIELLO V., *Primi appunti sulla c.d. responsabilità da attività di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, II, p. 331 ss.
- CARIELLO V., *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1229 ss.

- CARIELLO V., in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, vol. III, Napoli, 2004, sub art. 2497, p. 1853 ss.
- CARIELLO V., in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, vol. III, Napoli, 2004, sub artt. 2497-sexies-2497-septies, p. 1894 ss.
- CARIELLO V., *Sistema dualistico e competenza assembleare all'approvazione del bilancio di esercizio (art. 2409, comma 2° c.c.)*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, p. 407 ss.
- CARIELLO V., *Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative: per una Methodenlehre unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 255 ss.
- CARRIERO G., *Brevi note sulle agenzie di rating*, in *Foro it.*, 2012, V, c. 213 ss.
- CARUSO C., *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e recesso del socio*, Torino, 2012.
- CATTANEO G., *La cooperazione del creditore all'adempimento*, Milano, 1964.
- CAVALLO BORGIA R., *Della società per azioni. Delle obbligazioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*⁶, Bologna-Roma, 2000, sub art. 2415, p. 56 ss.
- CETRA A., *L'impresa collettiva non societaria*, Milano, 2003.
- CHAVA S. - KUMAR P. - WARGA A., *Managerial Agency and Bond Covenants*, March 8, 2009, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1355596>.
- CHEFFINS B.R., *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997.
- CHIAPPETTA F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 668 ss.
- CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a. pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 382 ss.
- CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006.
- CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella « nuova » s.p.a.*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 1, Torino, 2007, p. 735 ss.
- CIAN M., *Le decisioni dei soci*, in *Le decisioni dei soci. Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata* diretto da C. Ibba - G. Marasà, vol. IV, Padova, 2009, p. 3 ss.
- CIAN M., *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 1103 ss.

- CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 221 ss.
- CINCOTTI C., *Merger Leveraged buy-out, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 634 ss.
- CIOCCA N., *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012.
- COMMISSIONE UE, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, COM (2003)284, Bruxelles, 21 maggio 2003.
- COOTER R. - ULEN T., *Law and Economics*³, Massachussets, 2000.
- COSTA C., *Le regole di Basilea II tra tutela del capitale delle banche e comportamenti virtuosi delle imprese*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, Atti del Convegno di studi. Catania, 21 e 22 settembre 2007, a cura di V. Di Cataldo e P.M. Sanfilippo, Milano, 2008, p. 209 ss.
- COSTACHE I., *The Role and Structure of Debt Covenants*, June 2008, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1383902>.
- D'ALESSANDRO F., « *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata* ». Ovvero: esiste ancora il diritto societario?, in *Riv. soc.*, 2003, p. 34 ss.
- DAL SOGLIO P., in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005, sub artt. 2497-sexies e 2497-septies, p. 2422 ss.
- D'ATTORRE G., *Il conflitto d'interessi tra creditori nei concordati*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 392 ss.
- DAVIES P., *Legal Capital in Private Companies in Great Britain*, in *AG*, vol. 43, 1998, p. 349 ss.
- DAVIES P., *Director's Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decision Taken in the Vicinity of Insolvency*, in *EBOR*, 2006, p. 301 ss.
- DE LUCA N., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p. 312 ss.
- DE LUCA N., STAGNO D'ALCONTRES A., voce *Obbligazioni di società*, in *Enc. dir. Agg.*, Milano, 2002, p. 785 ss.
- DENOZZA F., *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques e J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 585 ss.
- DENOZZA F., *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 501 ss.
- DENOZZA F., *Il capitale sociale tra efficienza economica ed equità distributiva*, in *La società per azioni oggi*. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini - G. Carcano - M. Ventoruzzo, t. 1, Milano, 2007, p. 563 ss.
- DENOZZA F., *L'interesse sociale tra « coordinamento » e « cooperazione »*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli*

- stakeholders. Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 2010, p. 9 ss.
- DE SENSI V., *Convenzioni stragiudiziali per il salvataggio delle imprese e patti parasociali*, in *Dir. fall.*, 2005, p. 66 ss.
- DI MARZIO F., *Sulla fattispecie "concessione abusiva di credito"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, p. 382 ss.
- DI RIENZO M., *Concessione del credito e tutela degli investimenti*, Torino, 2013.
- EIDENMÜLLER H., *Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz*, Köln, 1999.
- EIDENMÜLLER H., *Trading in Times of Crisis: Formal Insolvency Proceedings, Workouts and the Incentives for Shareholders/Managers*, in *EBOR*, 2006, p. 239 ss.
- EMMERICH V. u. HABERSACK M., *Aktien- und GmbH-Konzernrech. Kommentart*⁶, München, 2010.
- ENRIQUES L., *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 607 ss.
- ENRIQUES L. - GARGANTINI M., *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2010, p. 465 ss.
- ENRIQUES L. - MACEY M., *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, vol. 86, 2001, p. 1165 ss. (trad. it. *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 78 ss.).
- FABIANI M., *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009.
- FABIANI M., *Brevi osservazioni su omogeneità degli interessi ed obbligatorietà delle classi nei concordati fallimentari*, in *Fallimento*, 2009, p. 437 ss.
- FAHLENBRACH R. - LOW A. - STULZ R.M., *The Dark Side of Outside Directors: Do They Quit When They are Most Needed?*, ECGI Working Paper No. 281/2010, March 1, 2010, reperibile sul sito http://ssrn.com/abstract_id=1585192.
- FARRE-MENSA J., *Why does Takeover Vulnerability Matter to Debtholders?*, March 15, 2010, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1507300>.
- FERRAN E., *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2008.
- FERRARINI G., *Controlli interne e strutture di governo societario*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. 3, Torino, 2007, p. 3 ss.
- FERRARINI R., *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi*. Atti del Convegno internazionale di studi, Ve-

- nezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini - G. Carcano - M. Ventrone, t. 2, Milano, 2007, p. 629 ss.
- FERRI G. jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 805 ss.
- FERRI G. jr., *La nuova disciplina dei conferimenti in natura in società per azioni: considerazioni generali*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 253 ss.
- FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 673 ss.
- FERRO-LUZZI P., *Il limite alla emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, lett. a, l. n. 262 del 2005)*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 252 ss.
- FERRO-LUZZI P., *Lezioni di diritto bancario*³, Torino, 2012.
- FERRO-LUZZI P. - CHIAPPETTA F., *Fusioni e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 133 ss.
- FINCH V., *Corporate Insolvency Law*², Cambridge, 2009.
- FLEISCHER H., *Zum aktienrechtlichen Verantwortlichkeit faktischer Organe*, in *AG*, 2004, p. 517 ss.
- FLEISCHER H., *Zu GmbH-rechtlichen Verantwortlichkeit des Faktischen Geschäftsführers*, in *GmbHR*, 2011, p. 337 ss.
- FORTUNATO S., *Il controllo dei rischi: informativa di mercato e revisione contabile*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 1095 ss.
- FORTUNATO S., *La concessione abusiva di credito dopo la riforma delle procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2009, p. 65 ss.
- FRANK M. - GOYAL V., *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 67, 2003, p. 217 ss.; reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=243138>.
- FRANKE G. - HAX H., *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*⁶, Berlin-Heidelberg-New York, 2009.
- FRYDENBERG S., *Theory of Capital Structure - A Review*, January 26, 2011, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=556631>.
- GAMBINO A., *Su taluni problemi in tema di gruppi*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 5 ss.
- GIANNELLI A., *La disciplina in materia di obbligazioni emesse da società non quotate dopo il "Decreto per la crescita"*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 831 ss.
- GIANNELLI G., *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006; I, p. 163 ss.
- GIANNELLI G., *Gli Accordi di Basilea 2 tra soft law e autonomia organizzativa delle banche*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, Atti del Convegno di studi, Catania, 21 e 22 settembre 2007, a cura di V. Di Cataldo e P.M. Sanfilippo, Milano, 2008, p. 219 ss.

- GIANNELLI G., *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 609 ss.
- GILSON R.J., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford Law Review*, vol. 55, 2003, p. 1067 ss.
- GINEVRA E., *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 169 ss.
- GOODE R., *Principles of Corporate Insolvency Law*³, London, 2005.
- GRAHAM J.R. - HARVEY C.R., *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, in *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 60, p. 187 ss.; reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=220251>.
- GRAHAM J.R. - LEARY M.T., *A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future*, April 7, 2011, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstracts=1729388>.
- GUERRERA F., *Illecito e responsabilità nelle organizzazioni collettive*, Milano, 1991.
- GUIZZI G., voce *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, Agg., vol. V, Milano, 2003, p. 744 ss.
- GUIZZI G., *Eterodirezione dell'attività sociale e responsabilità per mala gestione nel nuovo diritto dei gruppi*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 439 ss.
- GUIZZI G., voce *Direzione e coordinamento di società*, in *Dizionari del diritto privato* promossi da N. Irti, *Diritto commerciale* a cura di N. Abriani, Milano, 2011, p. 350 ss.
- GUIZZI G., *Riorganizzazione della società in crisi, trasferimento del controllo e disciplina del mercato societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, p. 771 ss.
- GULLIFER L. - PAYNE J., *Corporate Finance Law*, Oxford and Portland, 2011.
- HABERSACK M. - VERSE D., *Wrongful Trading - Grundlage einer Europäischen Insolvenzverschleppungshaftung?*, in *ZHR*, 2004, p. 174 ss.
- HANSMANN R. - KRAAKMAN R., *The Essential Role of Organizational Law* (trad. it. *Il ruolo essenziale dell'organizational law*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 21 ss.).
- HARPER HO V., *"Enlightened Shareholder Value": Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 36, 2010, p. 59 ss.
- HARRIS M. - RAVIV A., *A Theory of Board Control and Size*, in *Review of Financial Studies*, vol. 21, 2008, p. 1797 ss.
- HEINRICH S., *Covenants als Alternative zum institutionellen Gläubigerschutz*, Berlin, 2009.

- HIMMELSBACH R. - J. ACHSNICK, *Faktische Geschäftsführung durch Banken: Gefahr oder Scheinproblem?*, in NZI, 2003, p. 355 ss.
- HIRT H.C., *The Wrongful Trading Remedy in UK Law: Classification, Application and Practical Significance*, in ECFR, 2004, p. 83 ss.
- HOPT K.J., *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*, in *The American Journal of Comparative Law*, vol. 59, 2011, p. 35 ss.
- HU H.T.C. - BLACK B., *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, January 2008, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1084075>.
- HU H.T.C. - BLACK B., *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 156, 2008, p. 728 ss.
- HU H.T.C. - BLACK B., *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *Southern California Law Review*, vol. 79, 2006, p. 811 ss.
- HU H.T.C. - BLACK B., *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, 2007, p. 343 ss.
- HU H.T.C. - WESTBROOK J.L., *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, in *Columbia Law Review*, vol. 107, 2007, p. 1321 ss.; reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=977582>.
- INZITARI B., *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione e rottura del credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, p. 265 ss.
- IRACE A., in *La riforma delle società*. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, sub art. 2497-sexies, p. 347 ss.
- IRRERA M., *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005.
- IRRERA M., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 358 ss.
- IVASHINA V. - NAIR V.B. - SAUNDERS A. - MASSOUD N. - STOVER R.D., *Bank Debt and Corporate Governance*, in *Review of Financial Studies*, vol. 22, 2009, p. 41 ss.; reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=1320563>.
- JENSEN M.C. - MECKLING W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, p. 305 ss.; reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=94043>.

- KAHAN M. - ROCK E.B., *The Hanging Chads of Corporate Voting*, 2007, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1007065>.
- KALSS S. - ADENSAMER N. - OELKERS J., *Die Rechtspflichten der Geschäftsleiter in der Krise der Gesellschaft sowie damit verbundene Rechtsfolgen in Rechtsvergleich*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin, 2006, p. 134 ss.
- KAPLAN S. - STROMBERG P., *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in *Review of Economic Studies*, vol. 70, 2003, p. 281 ss.
- KEAY A., *Directors' Duties to Creditors: Contractarian Concerns Relating to Efficiency and Over-Protection of Creditors*, in *Modern Law Review*, vol. 66, 2003, p. 665 ss.
- KEAY A., *Formulating a Framework for Directors' Duties to Creditors: An Entity Maximization Approach*, in *Cambridge Law Journal*, vol. 64, 2005, p. 61 ss.
- KEAY A., *The Global Financial Crisis: Risk, Shareholder Pressure and Short-termism in Financial Institutions. Does Enlightened Shareholder Value Offer a Panacea?*, May 20, 2011, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1839305>.
- KEAY A.-ZAHNG H., *Incomplete Contracts, Contingent Fiduciaries, and a Directors' Duty to Creditors*, in *Melbourne University Law Review*, vol. 32, 2008, p. 141 ss.
- KERSHAW D., *Company Law in Context. Text and Materials*, Oxford, 2009.
- KOPPENSTEINER H., in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*³, Bd. 6, Köln-Berlin-Bonn-München, 2004.
- KRAAKMAN R. et al., *The Anatomy of Corporate Law*², Oxford, 2009.
- KUMAR P. - SIVARAMAKRISHNAN K., *Who Monitors the Monitor? The Effect of Board Independence on Executive Compensation and Firm Value*, in *Review of Financial Studies*, vol. 21, 2008, p. 1371 ss.
- LAMANDINI M., *Il « controllo ». Nozioni e « tipo » nella legislazione economica*, Milano, 1995.
- LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.
- LAMANDINI M., *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 139 ss.
- LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 519 ss.
- LAMANDINI M., in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, vol. I, Napoli, 2004, sub art. 2359, p. 394 ss.

- LENER R., *Le competenze legali e statutarie dei soci*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a G.B. Portale, Milano, 2011, p. 786 ss.
- LEUSCHNER L., *Der eingetragene Verein im System des körperschaftsrechtlichen Gläubigerschutzes*, in *ZHR*, 2011, p. 787 ss.
- LIBERTINI M., *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli artt. 2341-bis e 2341-ter del codice civile*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. 3, Torino, 2007, p. 461 ss.
- LIBONATI B., *La responsabilità nel gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, p. 1995, I, p. 587 ss., ora in *Id.*, *Scritti in materia di impresa e società*, Padova, 2012, p. 131 ss.
- LIBONATI B., *Sindacato di voto e gestione d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, p. 327 ss., ora in *Id.*, *Scritti in materia di impresa e società*, Padova, 2012, p. 1 ss.
- LIBONATI B., *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 1 ss.; in *La società per azioni oggi*. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini - G. Carcano - M. Ventoruzzo, t. 2, Milano, 2007, p. 579 ss.; ora in *LIBONATI B.*, *Scritti in materia di impresa e società*, Padova, 2012, p. 103 ss.
- LIPSON J.C., *Controlling Creditor Opportunism*, University of Wisconsin Law School. Legal Studies Research Paper Series Paper No. 1129, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1662127>.
- LOLLI A., *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance delle S.p.A.*, Milano, 2009.
- MACEY J.R., *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, 2008 (trad. it. *Corporate governance. Quando le regole falliscono*, Torino, 2010).
- MAINO R. - MODINA M., *L'impatto dei sistemi di rating interno sulla politica di finanziamento delle imprese*, in *Banca, impr., soc.*, 2012, p. 89 ss.
- MANKOWSKI P., *Reicht das Vertragsrecht für einen angemessenen Schutz der Gesellschaftsgläubiger und ihrer Interessen aus?*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin, 2006, p. 488 ss.
- MAUGERI M., *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 267 ss.
- MAUGERI M., *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse del gruppo*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 66 ss.
- MAUGERI M., *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 336 ss.
- MAYER C. - SUSSMAN O., *A New Test of Capital Structure*, October 6, 2004, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=643388>.

- MAZZONI A., *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi*. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini - G. Carcano - M. Ventoruzzo, t. 1, Milano, 2007, p. 511 ss.
- MAZZONI A., *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, p. 813 ss.
- MELI V., *La responsabilità nei soci nella s.r.l.*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. 3, Torino, 2007, p. 665 ss.
- MERKT H. - SPINDLER G., *Fallgruppen der Durchgriffshaftung und verwandte Rechtsfiguren*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin, 2006, p. 188 ss.
- MILGROM P.R. - ROBERTS J., *Economics, Organization, and Management*, Prentice-Hall, 1992.
- MILLER M.H., *The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, 1988, p. 99 ss.
- MIOLA M., *Capitale sociale e conferimenti nella « nuova » società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 657 ss.
- MIOLA M., *I conferimenti in natura*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1***, Torino, 2004, p. 3 ss.
- MIOLA M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 433 ss.
- MIOLA M., *Legal Capital and Limited Liability Companies: the European Perspective*, in *ECFR*, 2005, p. 413 ss.
- MIOLA M., *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1199 ss.
- MIOLA M., *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini - G. Carcano - M. Ventoruzzo, t. 1, Milano, 2007, p. 363 ss.
- MIOLA M., *L'oggetto sociale tra autonomia statutaria ed autonomia gestoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 703 ss.
- MIOLA M., *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 237 ss.
- MODIGLIANI F. - MILLER M.H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, vol. 48, 1958, p. 261 ss.

- MODIGLIANI F. - MILLER M.H., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, *American Economic Review*, vol. 53, 1963, p. 433 ss.
- MONTALENTI P., *Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 803 ss.
- MONTALENTI P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 317.
- MONTALENTI P., *Il sistema dei controlli interni: profili critici e prospettive*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, p. 935 ss.
- MONTALENTI P., *Interesse sociale e amministratori*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*. Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 2010, p. 81 ss.
- MONTALENTI P., *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, p. 535 ss.
- MONTALENTI P., *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 42 ss.
- MOZZARELLI M., *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, Torino, 2007.
- MOZZARELLI M., *Appunti sulla tutela contrattuale dei creditori sociali nell'esperienza statunitense*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, p. 574 ss.
- MÜLBERT P.O., *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: a High-Level Framework for Corporate Creditor Protection*, in *EBOR*, 2006, p. 357 ss.
- MÜLLER H.F., *Die gesetzliche Rücklage bei der Unternehmergesellschaft*, in *ZGR*, 2012, p. 81 ss.
- MUNARI A., *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione*, Milano, 2012.
- MYERS S.C., *The Capital Structure Puzzle*, in *Journal of Finance*, vol. 39, 1984, p. 575 ss.
- MYERS S.C., *Capital Structure*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, 2001, p. 88 ss.
- MYERS S.C. - MAILUF N.S., *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1984, p. 187 ss.
- NIGRO A., *"Privatizzazione" delle procedure concorsuali e ruolo delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, p. 359 ss.
- NIGRO A., *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Società*, 2007, p. 437 ss.

- NIGRO A., *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in "crisi"*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 305 ss.
- NINI G., *How Non-Banks Increased the Supply of Bank Loans: Evidence from Institutional Term Loans*, March 18, 2008, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1108818>.
- NOTARI M., *Il regime alternativo dei conferimenti in natura in società per azioni in società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 54 ss.
- OPPO G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 57 ss.
- OZELGE S., *The Role of Banks and Private Lenders in Forced CEO Turnover*, January 15, 2008, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1031814>.
- PALMIERI M., *I bond covenants*, in *Banca, impr., soc.*, 2006, p. 247 ss.
- PARK C., *Monitoring and the Structure of Debt Contract*, in *Journal of Finance*, vol. 55, 2000, p. 2157 ss.
- PARTNOY F. - SKEEL D.A., *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, in *University Cincinnati Law Review*, vol. 75, 2007, p. 1019 ss.; reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=929747>.
- PATRONI GRIFFI U., *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 601 ss.
- PAYNE J., *Legal Capital in the UK following the Companies Act 2006*, in ARMOUR J. - PAYNE J. (Eds.), *Rationality in Company Law. Essays in Honour of D.D. Prentice*, Oxford-Portland, 2009, p. 123 ss.
- PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2005, I, p. 547 ss.
- PELLENS B. - SELFHORN T., *Zukunft des bilanziellen Kapitalschutzes*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin, 2006, p. 451 ss.
- PELLENS B. - KEMPER T. - SCHMIDT A., *Geplante Reformen im Recht der GmbH: Konsequenzen für den Gläubigerschutz*, in *ZGR*, 2008, p. 381 ss.
- PENNISI R., *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2007, p. 887 ss.
- PENNISI R., *Il diritto di recesso nelle società soggette ad attività di direzione e coordinamento: alcune considerazioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 35 ss.
- PENNISI R., *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 627 ss.
- PETTITI D., *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964.
- PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004.

- PICARDI L., *Vendita alla clientela privata di euroobbligazioni collocate presso investitori professionali*, in *Giur. comm.*, 2006, II, p. 709 ss.
- PICARDI L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, p. 613 ss.
- PIEPOLI G., *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 498 ss.
- PINTO V., *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nella società per azioni*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 439 ss.
- PIRAS A., *I gruppi di società nel diritto tedesco e brasiliano*, in *I gruppi di società*, a cura di A. Pavone La Rosa, Bologna, 1982, p. 250 ss.
- PISANI L., *Le obbligazioni*, ne *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 1, Torino, 2007, p. 765 ss.
- PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1268 ss.
- PISANI MASSAMORMILE A., *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, p. 785 ss.
- PISCITELLO P., *Piani di risanamento e posizione delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, p. 538 ss.
- PISCITELLO P., *Concessione abusiva del credito e patrimonio dell'imprenditore*, in *Riv. dir. civ.*, 210, I, p. 655 ss.
- POPE P.F. - PUXTY A.G., *What is Equity? New Financial Instruments in the Interstices between the Law, Accounting and Economics*, in *Modern Law Review*, 1991, vol. 54, p. 889 ss.
- PORTALE G.B., *Dal capitale « assicurato » alle « tracking stocks »*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 146 ss.
- PORTALE G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1**, Torino, 2004, p. 3 ss.
- PORTALE G.B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, ne *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 2, Torino, 2007, p. 5 ss.
- PORTALE G.B., *Rileggendo la ristampa di un libro sul capitale sociale e la responsabilità interna nelle società di persone: il capitale sociale oggi*, in *Riv. dir. impr.*, 2010, p. 201 ss.
- PORTALE G.B., *Società a responsabilità limitata senza capitale e imprenditore individuale con "capitale destinato" (Capitale sociale quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 1237 ss.
- PORTALE G.B., *Le nuove norme sui conferimenti in natura nelle s.p.a.: dal « riavvicinamento » alla « disarmonizzazione » dei diritti nazionali*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 11 ss.

- PORZIO M., *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1186 ss.
- PRENTICE D., *Creditors' Interests and Directors' Duties*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, vol. 10, 1990, p. 265 ss.
- PRESTI G., *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, p. 16 ss.
- QI Y. - ROTH L. - WALD J.K., *How Legal Environments Affect the Use of Bond Covenants*, December 15, 2009, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1340150>.
- RAISER T. - VEIL R., *Recht der Kapitalgesellschaften*⁵, München, 2010.
- RAUH J.D. - SUFI A., *Capital Structure and Debt Structure*, January 26, 2009, reperibile in <http://ssrn.com/abstract=1097577>.
- REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 2, Torino, 2007, p. 385 ss.
- REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, Atti del Convegno di studi, Catania, 21 e 22 settembre 2007, a cura di V. Di Cataldo e P.M. Sanfilippo, Milano, 2008, p. 399 ss.
- RESCIGNO M., *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria fra aperture ed incertezze: una prima riflessione*, in *Società*, 2003, p. 331 ss.
- RESCIGNO M., *La responsabilità per la gestione: profili generali*, in *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, vol. V, Padova, 2012, p. 183 ss.
- RESCIO G.A., *I sindacati di voto*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3*, 1994, p. 485 ss.
- RESCIO G.A., *Assemblea dei soci. Patti parasociali*, in AA.VV., *Diritto delle società (Manuale breve)*⁵, Milano, 2012, p. 185 ss.
- RICKFORD J. (Ed.), *Reforming Capital. Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in *EBOR*, 2004, p. 919 ss.
- RICKFORD J., *Legal Approach to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, in *EBOR*, 2006, p. 135 ss.
- RIMINI E., *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002.
- RIMINI E., *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 1065 ss.
- RIVES LANGES V., *Le notion de dirigeant de fait, au sens de l'article 99 de la loi du 13 juillet 1967 sur le règlement judiciaire et la liquidation des biens*, in *Rec. Dalloz*, 1975, p. 41.
- ROSS S.A., *The Determination of Financial Structure: The Incentive-signaling Approach*, in *Bell Journal of Economics*, vol. 8, 1977, p. 23 ss.

- RUDOLF B., *Eigenkapitalanforderungen in der Bankregulierung*, in ZHR, 2011, p. 284 ss.
- RUNGE G.C., *Covenants in Kreditverträge*, Köln, 2010.
- SACCHI R., *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili internazionali*, in *La società per azioni oggi*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini - G. Carcano - M. Ventoruzzo, t. 2, Milano, 2007, p. 1125 ss.
- SACCHI R., *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 31 ss.
- SALANITRO N., *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 283 ss.
- SANTAGATA R., *Il gruppo paritetico*, Torino, 2001.
- SANTAGATA R., *Autonomia privata e formazione dei gruppi nelle società di capitali*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 3, Torino, 2007, p. 787 ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 639 ss.
- SCALCIONE R., *La nuova disciplina dei derivati OTC: un prodotto di importazione*, in *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, a cura di V. Santoro, vol. I, Milano, 2012, p. 407 ss.
- SCANO A., *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Nuovo dir. soc.*, 2011, p. 14 ss.
- SCANO A., *Conflicts of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 163 ss.
- SCHALL A., *Kapitalgesellschaftsrechtlicher Gläubigerschutz. Grund und Grenzen der Haftungsbeschränkung nach Kapitaldebatte, MoMiG und Trihotel*, Köln, 2009.
- SCHMIDT K., *Insolvenzgründe und Haftung für Insolvenzverschleppung - Notwendige Ergänzung des Kapitalschutzes*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin, 2006, p. 188 ss.
- SCHMIDT K., *The Economics of Covenants as a Means of Efficient Creditor Protection*, in *EBOR*, 2006, p. 89 ss.
- SCHÖN W., *Balance Sheet Tests or Solvency Tests - or Both?*, in *EBOR*, 2006, p. 181 ss.
- SCHUBEL C., *Verbandssouveränität und Binnenorganisation der Handelsgesellschaften*, Tübingen, 2003.

- SCIUTO M., *Organizzazione e merito di credito delle società a responsabilità limitata alla luce di "Basilea II"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, p. 702 ss.
- SCOGNAMIGLIO G., *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996.
- SCOGNAMIGLIO G., *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003, p. 189 ss.
- SCOGNAMIGLIO G., *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, ne *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2007, p. 945 ss.
- SCOGNAMIGLIO G., *Motivazione delle decisioni e governo del gruppo*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, p. 757 ss.
- SCOGNAMIGLIO G., *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 137 ss.
- SERVATIUS W., *Gläubigereinfluss durch Covenants*, Tübingen 2008.
- SHADAB H.B., *Guilty by Association? Regulating Credit Default Swaps*, September 4, 2009, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1368026>.
- SHEPHERD J. - TUNG F. - YOON A., *What Else Matters for Corporate Governance? The Case of Bank Monitoring*, in *Boston University Law Review*, vol. 88, 2008, p. 991 ss.
- SMITH A.-WARNER J., *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 7, 1979, p. 117 ss.
- SPADA P., *L'alienazione del governo della società per azioni (contributo alla costruzione di un modello conoscitivo)*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 16-18 novembre 1995, a cura di P. Balzarini - G. Carcano - G. Mucciarelli, Milano, 1996, p. 2189 ss.
- SPADA P., *L'emissione di titoli di debito nella « nuova » società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 799 ss.
- SPADA P., *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi (Impresa-corporation e provvista del capitale di credito)*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 253 ss.
- SPOLIDORO M.S., *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge anti-trust*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 457 ss.
- SPOLIDORO M.S., voce *Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, Agg., vol. IV, Milano, 2000, p. 195 ss.

- STANGHELLINI L., *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1041 ss.
- STANGHELLINI L., *Directors' Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A Reassessment of the "Recapitalize or Liquidate Rule"*, ne *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zannarone*, diretto da P. Benazzo - M. Cera - S. Patriarca, Torino, 2011, p. 731 ss.
- STELLA RICHTER jr. M., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 987 ss.
- STRAMPELLI G., *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009.
- STRAMPELLI G., *I regimi alternativi di stima dei conferimenti in natura in società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, II, p. 211 ss.
- STRAMPELLI G., *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 605 ss.
- SUFI A., *Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndacated Loans*, in *Journal of Finance*, vol. 62, 2007, p. 630 ss.
- SZEGO B., *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 821 ss.
- SZEGO B. - GOBBO G., *Rating, mercato e regolatori « Reliance » e « over-reliance » sulle agenzie di rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, p. 335 ss.
- TAROLLI R., *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 1169 ss.
- THIEßEN F., *Covenants in Kreditverträgen: Alternative oder Ergänzung zum Insolvenzrecht?*, in *ZBB*, 1996, p. 19 ss.
- TIROLE J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, 2006.
- TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1082 ss.
- TOMBARI U., *Verso uno "statuto speciale" degli amministratori indipendenti (Prime considerazioni sul d.lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al regolamento Consob in materia di emittenti)*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, p. 51 ss.
- TOMBARI U., *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010.
- TOMBARI U., *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, p. 506 ss.
- TRIA NTIS G.G. - DANIELS R.J., *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, in *California. Law Review*, vol. 83, 1995, p. 1073 ss.

- TUNG F., *Leverage in the Board Room: the Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in *UCLA Law Review*, vol. 57, 2009, p. 115 ss.
- TUNG F., *The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors*, in *Emory Law Journal*, vol. 57, 2008, p. 809 ss.
- URBAIN-PARLEANI I., *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Frankreich*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin, 2006, p. 575 ss.
- VALZER A., *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, ne *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 3, Torino, 2007, p. 831 ss.
- VALZER A., *Le responsabilità da direzione e coordinamento di società*, Torino, 2011.
- VANONI S., *Mezzanine finance*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese*, a cura di I. Demuro, Torino, 2010, p. 277 ss.
- VATTERMOLI D., *La subordinazione « equitativa »* (Equitable Subordination), in *Riv. soc.*, 2009, p. 1390 ss.
- VATTERMOLI D., *Finanziamento alle imprese. Banche e subordinazione volontaria dei crediti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, p. 737 ss.
- VATTERMOLI D., *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012.
- VEIL R., *Das System der Kapitalrichtlinie versus situative Ausschüttungssperren*, in M. LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin, 2006, p. 91 ss.
- VICARI A., *I finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 478 ss.
- VICARI A., *La nuova disciplina di Basilea tra obblighi di capitalizzazione delle banche, costo medio del passivo e obiettivo di riduzione dei tassi di finanziamento per le imprese*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese*, a cura di I. Demuro, Torino, 2010, p. 11 ss.
- VICARI A., *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 128 ss.
- VISCUSI A., *Concessione abusiva di credito e legittimazione del curatore fallimentare all'esercizio dell'azione di responsabilità*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, p. 648 ss.
- VIVALDI R., *Soluzione negoziale dell'insolvenza: responsabilità civile delle banche nella crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 1998, p. 557 ss.
- VON DER LAAGE G.D., *La "Unternehmergesellschaft (haftungbeschränkt)": il nuovo modello di GmbH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 404 ss.

- WALD J.K., *How Firms Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison*, in *Journal of Financial Research*, vol. 22, 1999, p. 161 ss.
- WHITEHEAD C.K., *The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 34, 2009, p. 641 ss.
- WHITEHEAD C.K., *Creditors and Debt Governance*, Cornell Law School Research Paper No. 011-04, February 12, 2011, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1760488>.
- WIEDEMANN H., *Verbandssouveränität und Außeneinfluß*, in *Festschrift für Wolfgang Schilling*, Berlin, 1973, p. 105 ss.
- WITTIG A., *Financial Covenants im inländischen Kreditgeschäft*, in *WM*, 1996, p. 1381 ss.
- WYMEERSCH E., *Risk in Financial Institutions - Is It Managed?*, Ghent University, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-04, January 20, 2012, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1988926>.
- XI LI - I. TUNA - F.P. VASVARIC, *Corporate Governance and Restrictions in Debt Contracts*, January, 2012, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1988272>.
- ZAMIR E. - MEDINA B., *Law, Economics and Morality*, Oxford, 2010.
- ZANARDO A., *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci "cogestori": luci ed ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 498 ss.

€ 29,00
3965-66

ISBN 88-14-18217-5



© Giuffrè Editore - Copia riservata all'autore