



# UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI SALERNO

DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE  
(Scuola di Giurisprudenza)

DOTTORATO DI RICERCA  
*Curriculum: Civilistico*  
XXXIII ciclo

TESI DI DOTTORATO IN  
“I COVENANTS FINANZIARI”

RELATORE

Ch.mo Prof. Bruno Meoli

CANDIDATA

Claudia Maglio

COORDINATORE

Ch.mo Prof. Geminello Preterossi

ANNO ACCADEMICO 2019/2020



# SOMMARIO

---

|  |            |
|--|------------|
| <b>Sommario .....</b>  | <b>3</b>   |
| <b>Premessa .....</b>  | <b>6</b>   |
| <b>1 LA RESPONSABILITA' PATRIMONIALE ED IL SISTEMA<br/>DELLE GARANZIE LEGALI .....</b> | <b>16</b>  |
| 1.1 Responsabilità patrimoniale e principi dell'esecuzione forzata.....                | 16         |
| 1.2 Il processo esecutivo .....  | 24         |
| 1.3 Concetto e definizione di garanzia .....   | 29         |
| 1.4 Vecchie e nuove forme di garanzia .....  | 34         |
| 1.4.1 <i>Garanzie informative</i> .....  | 34         |
| 1.4.2 <i>Nuovi modelli di garanzie atipiche</i> .....                                  | 39         |
| 1.4.3 <i>Garanzie patrimoniali e società di capitali</i> .....                         | 51         |
| 1.5 Conclusioni .....  | 57         |
| <b>2 COVENANTS . PROFILI CIVILISTICI E FUNZIONALI ....</b>                             | <b>63</b>  |
| 2.1 I covenants ed il problema del cost of agency .....                                | 63         |
| 2.1.1 <i>Tipologie di costs of agency</i> .....  | 66         |
| 2.1.2 <i>I covenants come possibile soluzione ai costs of agency</i> .....             | 71         |
| 2.2 Profili strutturali dei covenants.....   | 74         |
| 2.3 Contenuto tipico delle clausole.....   | 82         |
| 2.3.1 <i>I Bond Covenants</i> .....  | 93         |
| 2.4 Profili civilistici e funzionali dei covenants.....                                | 98         |
| <b>3 I COVENANTS NELL'ORDINAMENTO GIURIDICO<br/>ITALIANO .....</b>                     | <b>112</b> |
| 3.1 Potere decisorio in Italia .....   | 112        |

|       |  |     |
|-------|--|-----|
| 3.2   | Responsabilità del terzo e eterogestione.....                                | 121 |
| 3.2.1 | <i>Differenza tra etero-gestione ed interferenza da vincolo ex ante.....</i> | 130 |
| 3.3   | La responsabilità da covenants .....   | 136 |
| 3.4   | I covenants e la responsabilità della banca.....                             | 144 |

**Bibliografia ..... 155**



## PREMESSA

---

Con il termine anglosassone *Covenants* ci si riferisce ad una serie di diverse e molteplici pattuizioni accessorie, caratterizzanti i contratti di prestito di liquidità alle imprese, con le quali il soggetto finanziato assume espliciti impegni, collegati, direttamente o indirettamente, all'obbligo di restituzione della somma erogata.

Il presente lavoro si pone innanzitutto lo scopo di analizzare il sistema delle garanzie vigenti all'interno del nostro ordinamento civile e quindi di metterlo in relazione con i *covenants*, al fine di individuare una possibile ed eventuale utilità di questi ultimi all'interno del nostro ordinamento vigente; si procederà, poi, all'analisi delle principali tipologie di clausole, diffuse nella prassi, esaminandone così le conseguenze anche sul piano economico e dello sviluppo sul mercato.

Tale necessità di valutare ed approfondire nuovi sistemi di garanzia del credito nasce dall'esigenza avvertita e promossa dai mercati e dalle banche di garantire in ogni modo e con qualsiasi strumento possibile il finanziamento concesso all'impresa dal rischio dell'insolvenza, sia attraverso rimedi legali, provenienti direttamente dal legislatore e fondati su strategie impositive ed operativamente limitanti per l'impresa, sia con ulteriori forme di tutela nascenti da accordi tra privati.

Con riferimento ai primi strumenti, cioè i rimedi legali, il nostro legislatore, ad esempio, ha optato per l'imposizione per le società di capitali di una serie di requisiti minimi per la costituzione delle stesse e di precise limitazioni di natura operativa, con lo scopo di evitare l'ingenerarsi di possibili situazioni di crisi, sia a tutela dei soci che dei terzi. Ne è un esempio la norma che impone alle società di capitali la costituzione a condizione della sottoscrizione di una cifra minima del capitale sociale, che, sebbene recentemente attenuata dalle modifiche apportate dagli ultimi interventi legislativi, è concepita con lo scopo di assicurare un'effettiva garanzia patrimoniale dell'impresa; diversamente, per le società di persone non esiste analoga previsione, essendo la garanzia patrimoniale della società rappresentata dal patrimonio personale stesso dei soci, ciascuno illimitatamente responsabile delle obbligazioni dalla medesima assunte, salvo deroghe od eccezioni pattuite e rese note ai terzi.

La medesima *ratio*, come si vedrà, è inoltre alla base della normativa in ambito di aumento di capitale sociale, che prevede, ai fini dell'esecuzione della delibera, l'integrale liberazione delle azioni o quote precedentemente emesse, al fine di tutelare i creditori sociali ed i soci dal rischio di un'eccessiva esposizione debitoria.

In maniera del tutto opposta al sistema italiano, invece, nelle esperienze extraeuropee, come quella ad esempio degli stati Uniti d'America, in cui hanno trovato origine e diffusione i *Covenants*, normative simili a quelle sopra elencate non

hanno mai trovato diffusione, probabilmente anche a causa dell'assenza di una forma scritta di leggi o regole astratte, raccolte in un codice normativo. In tali sistemi, apparentemente, il creditore sarebbe sprovvisto di adeguate tutele legali, e si dovrebbe accontentare della sola garanzia rappresentata dal patrimonio sociale della persona giuridica, con cui effettivamente ha instaurato il rapporto. Per tale motivo si è sentita quindi l'esigenza di ricorrere e sperimentare rimedi sempre nuovi e di natura principalmente privatistica, che hanno visto coinvolti da una parte il *lender*<sup>1</sup> e dall'altra le imprese; in tale clima, tra le varie forme di garanzie nuove ed atipiche, sono stati concepiti i *Covenants*.

Tali clausole, infatti, hanno cercato di colmare le mancanze strutturali del sistema di protezione del credito finanziato, attenuando lo sbilanciamento contrattuale a danno del creditore e migliorando anche l'eccessivo costo a cui erano arrivati i prestiti, a causa degli eventuali e possibili rischi di insolvenza dell'impresa.

Ma non solo. Tali strumenti si sono rivelati utili anche per le stesse imprese organizzate in forma sociale: si pensi, ad esempio, alle operazioni interne proprie della società di capitali, come l'emissione di prestiti obbligazionari. In tali contesti l'utilizzazione di *bond covenants*, come si vedrà nel prosieguo dello studio, ha facilitato, infatti, le transazioni di

---

<sup>1</sup> Per *lender* si intende l'istituto di credito pubblico o privato, come la Banca, che esercita congiuntamente l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico e di esercizio del credito (*attività bancaria*) verso i propri clienti (imprese e privati cittadini); costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso.



operazioni finanziarie tra medie e grandi imprese, offrendo garanzie di maggior tutela a favore dei singoli portatori.

Possiamo, quindi, dire che i *covenants* perseguono principalmente lo scopo di tutelare il creditore dal possibile ed eventuale pregiudizio derivante dall'attività dell'impresa, c.d. rischio di insolvenza, attraverso la possibilità di concedere al mutuatario finanziatore un potere più o meno ampio di controllo sulla gestione dell'impresa finanziata, in modo da sostenerla per scongiurare, laddove possibile, situazioni di crisi.

Lo studio della prassi ha fatto emergere un diffondersi di clausole relative ad esempio a divieti di compiere determinate attività, ossia consistenti in un *facere* o *non facere*, più o meno ampio, a cui il debitore si obbliga nei confronti del creditore per tutta la durata del finanziamento, dalla firma e fino alla totale restituzione del prestito.

Ciò che appare interessante sul piano civilistico-strutturale è che i *covenants* si inseriscono nell'ambito delle obbligazioni contrattuali atipiche dando luce ad un ulteriore rapporto sinallagmatico; infatti, dalla specifica pattuizione contrattuale sorge un nuovo ed autonomo obbligo, che si accompagna a quello principale, consistente nella restituzione della somma finanziata, ma che allo stesso tempo è diverso sul piano dei contenuti, nonostante veda coinvolti i medesimi soggetti del rapporto principale, debitore o *principal* da una parte e creditore o *agent* dall'altra.

Occorre, inoltre, sin da subito, far notare che la forza attrattiva dei *covenants*, che ha molto spinto la dottrina estera, compresa quella italiana, ad un loro approfondito studio, risiede, non solo, nel loro contenuto contrattuale, per le possibili e molteplici variabili di controllo sull'impresa, ma anche e soprattutto dal risvolto dei medesimi nella fase patologica conseguente alla loro violazione, che ingenera per il creditore un ventaglio nuovo e diverso di possibilità di protezione.

In particolare, con riferimento al contenuto, il fattore di maggior variabilità del controllo gestionale è chiaramente dato dalla credibilità su mercato dell'impresa, dalla quale dipende quindi il rischio di *default*; pertanto, maggiore sarà il rischio di insolvenza, maggiore sarà il costo, diversamente maggiore sarà la credibilità, minore sarà il costo.

Si pensi, infatti, al procedimento istruttorio di una banca che decida di concedere un finanziamento ad un'impresa: se a seguito dell'analisi che effettuerà sulle capacità aziendali della stessa, dovesse giudicarla non capace di fornire da sola adeguate garanzie, concederà il prestito solo ad un maggior tasso di interesse, compensando il guadagno maggiore con il più probabile rischio di *default*. Ma, se invece l'impresa riuscisse ad aumentare la propria affidabilità, non ricorrendo alle classiche forme di garanzie patrimoniali, che probabilmente non ha la capacità o la possibilità di fornire, potrebbe allo stesso modo diminuire il costo rappresentato dal tasso di interesse. Ed è così che il *covenant* rappresenta il

mezzo per raggiungere tale scopo, poiché l'impresa, attraverso patti aggiuntivi al contratto di finanziamento, mette sul piatto della bilancia ulteriori strumenti, che consentono al *lender* di inserirsi in ambito gestionale e controllare o meglio prevenire il rischio di insolvenza dell'impresa.

I *covenants*, infatti, se da una parte possono obbligare l'impresa a eseguire determinate attività o a mantenere determinati indici patrimoniali stabili e concordati con il creditore, dall'altra attribuiscono indirettamente a quest'ultimo poteri di controllo e di gestione.

Ma cosa succede se il *covenant* non viene rispettato?

La violazione delle disposizioni contrattuali convenute nelle condizioni di prestito si affianca e viene di fatto comparata all'evento patologico per eccellenza, cioè l'inadempimento. Ciò vuol dire che all'inadempimento del *covenant* consegue la facoltà per il creditore di eccepire l'inadempienza dell'impresa; ma l'innovazione della pattuizione chiaramente non sta in tale facoltà, quanto piuttosto, nella possibilità per il creditore di usufruire di ulteriori ventagli di ipotesi quali la rinegoziazione del finanziamento a condizioni diverse e dipendenti, a questo punto, dalle nuove mutate circostanze.

Occorre ribadire a tal proposito che gli eventi inseriti nei *covenants*, la cui violazione darà luogo all'inadempimento, sono tutte circostanze di fatto o di diritto preventive e prodromiche, anche in ordine di tempo, rispetto al vero e proprio *default*. Ciò vuol dire che il *lender* possa intervenire, a

seguito dell'inadempimento della clausola, in un momento ancora utile per sostenere l'impresa, aiutandola ad evitare l'insolvenza, perseguendo così lo scopo egoistico di mantenere intatta la sua garanzia e la possibilità di essere soddisfatto completamente e velocemente nelle sue pretese.

Se queste sono le premesse che hanno portato allo sviluppo di tali forme contrattuali, lo studio affronterà poi anche il difficile inserimento dei *covenants* in un contesto come quello dell'ordinamento italiano.

In particolare, come si vedrà nel prosieguo dello studio, il cuore del problema insiste nella qualificazione giuridica che in concreto verrà data al controllo esercitato da parte del creditore nell'impresa, trattandosi di un potere che, a secondo delle caratteristiche e delle modalità di attuazione potrebbe essere qualificato come un potere gestionale, diretto o indiretto.

Ci si domanderà, quindi, fino a che punto tale controllo sia ammissibile e con quali conseguenza per il creditore.

Infatti, l'ingerenza del *lender* potrebbe limitarsi ad un intervento sporadico e limitato, concretizzandosi quale un contributo *una tantum* efficiente ed economicamente orientato alla continuazione o, se del caso, al risanamento dell'attività imprenditoriale, contribuendo ad evitare e scongiurare una possibile crisi.

Altre volte invece il potere di controllo del *lender* potrebbe andare oltre ed assurgere a vera e propria ingerenza nell'attività aziendali.

Il rischio per il creditore-finanziatore, quindi, potrebbe essere quello di essere considerato per tale ingerenza quale vero e proprio amministratore di fatto, o ancora socio occulto o comunque titolare di un potere di direzione e coordinamento, esterno alla compagnia sociale.

Lo studio affronterà perciò il problema della responsabilità delle banche per interferenza, tentando di analizzare le occasioni in cui il *lender* si sostituirà di fatto agli amministratori o ai soci nel processo decisionale proprio dell'impresa, ma anche quelle in cui il controllo prenderà le forme di un intervento soltanto preventivo ed indirettamente impositivo per l'organo deputato all'attività di gestione.

Più precisamente si cercherà di creare una linea di confine tra quelle clausole che daranno luogo ad un'attività di ingerenza marcata del finanziatore sull'attività d'impresa, tale da snaturare l'organo gestionale dei suoi poteri, e quelle che comporteranno una condotta meno invasiva che permetterà agli amministratori di conservare una certa discrezionalità nella scelta, seppur vincolata dalla consapevolezza delle conseguenze che un determinato comportamento potrebbe avere per l'impresa.

Segnare tale linea, quindi, ci consentirà di definire le ipotesi in cui il controllo potrà essere qualificato come interferenza da vincolo *ex ante* da quelle di interferenza da etero-gestione, al fine di comprendere meglio quale tipo di responsabilità potrà gravare sul *lender* in caso di eventuali contestazioni da terzi creditori in sede giudiziale.

Tale analisi è certamente il punto focale per la diffusione di tali strumenti, essendo chiaramente fondamentale per il finanziatore accertarsi, sin da subito, di quali saranno le conseguenze, soprattutto sul piano della responsabilità al medesimo imputabile, in caso di contestazioni giudiziali, prima di poter decidere di contrattualizzare i *covenants* all'interno dei contratti di prestito.

Compito dell'interprete sarà quindi quello di delineare i confini certi dei *covenants*, individuandone il contenuto, le conseguenze e qualificandone gli aspetti patologici conseguenti al loro utilizzo, al fine di permetterne un proficuo sviluppo nel nostro ordinamento giuridico a vantaggio di entrambe le parti in gioco.

Per concludere, un'oculata diffusione dei *covenants* nel nostro ordinamento potrebbe facilitare ed aiutare non solo il sistema creditizio italiano, ma anche migliorare il rapporto tra finanziatore e debitore, nonché in alcuni casi, essere un valido supporto per migliorare da una parte il posizionamento sul mercato degli istituti di credito stessi e dall'altra aiutare la rete di piccole e medie imprese presenti sul territorio italiano.

Molti studi di settore, infatti, hanno evidenziato come tali pattuizioni siano più presenti in imprese ad alto tasso di crescita e con solide prospettive di guadagno. Se quindi tali imprese, che rappresentano dei buoni clienti per le banche, potrebbero non avere difficoltà ad accedere al mercato dei prestiti finanziari, i *covenants* rappresentano invece una

possibilità per le banche stesse di distinguersi dagli altri istituti di credito; accostando, infatti, al mutuo tali clausole contrattuali, la banca potrà garantire un tasso di interesse più basso, e quindi offrire all'impresa un finanziamento più vantaggioso, risultando maggiormente competitiva rispetto agli altri finanziatori sul mercato.

Allo stesso modo, per l'impresa, la presenza di ulteriori paletti, nonché il supporto di un soggetto esterno alla compagine organizzativa, nei limiti in cui si concretizzi in un supporto esperto e saggiamente orientato, potrebbe essere per la medesima un valido aiuto per evitare situazioni di difficoltà a vantaggio di una crescita più sana e sicura.

# 1 LA RESPONSABILITÀ PATRIMONIALE ED IL SISTEMA DELLE GARANZIE LEGALI

---

## 1.1 RESPONSABILITÀ PATRIMONIALE E PRINCIPI DELL'ESECUZIONE FORZATA

Prima di approfondire lo studio del contenuto e delle tipologie dei *covenants* sviluppatasi nella prassi, appare opportuno procedere innanzitutto con una breve disamina dei meccanismi di funzionamento del sistema della responsabilità del debitore all'interno dell'ordinamento civile italiano.

Il nostro codice, infatti, non è privo di strumenti legali tipici aventi lo scopo di garantire già da soli un sistema adeguato di protezione del creditore dal rischio cui potrebbe andare incontro di fronte all'inadempimento del proprio debitore<sup>2</sup>, ed in particolare, con il meccanismo dell'esecuzione forzata, il legislatore ha predisposto un sistema volto a

---

<sup>2</sup> Nella Roma arcaica, non erano diffuse forme giuridiche di credito, quanto piuttosto era conosciuto il prestito, considerato un negozio solenne e basato sull'importanza della *fides* o di altre credenze religiose e ritualistiche, come la *sponsio* e la *stipulatio*. In caso di violazione dell'obbligo di restituire la somma dovuta, al creditore spettavano dei diritti di natura personale sul debitore: si pensi come la *manus iniectio*, che prevedeva la condanna a morte dell'inadempiente oppure la sua vendita come schiavo *trans Tiberim* o ancora il meccanismo del *nexum*, attraverso il quale il debitore poneva se stesso o suo figlio sotto la potestà del creditore (*mancipium*); il nesso che legava le parti dell'obbligazione si scioglieva solo nel momento in cui il *nexus*, ossia la persona *ob-ligata*, riusciva a ripagare quanto dovuto al creditore. Solo più avanti il vincolo potestativo della Roma arcaica finì per evolversi in *vinculum iuris*, in particolare ad opera della *lex Poetelia Papiria* del 326 a.C. (Liv.8.28.8; Dion. 16.5; Cic. *De rep.* 2.34.59; *Gai.* 3.173-174)



permettere al creditore la realizzazione coattiva del suo diritto oltre che la soddisfazione con il risarcimento del danno<sup>3</sup>.

Innanzitutto il caposaldo normativo del nostro sistema civile è rappresentato dagli articoli 2740 c.c. e 2741 c.c., rubricati rispettivamente Responsabilità patrimoniale e Concorso dei creditori e cause di prelazione, che così stabiliscono: *“Il debitore risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri.*

*Le limitazioni della responsabilità non sono ammesse se non nei casi stabiliti dalla legge.” e “I creditori hanno eguale diritto di essere soddisfatti sui beni del debitore, salve le cause legittime di prelazione.*

*Sono cause legittime di prelazione i privilegi, il pegno e le ipoteche.”*

L'articolo 2740, in particolare, abolito il vecchio sistema della sanzione penale, pone in primo piano il patrimonio del debitore, inteso come il complesso di beni o diritti di cui egli è titolare e consente al creditore di vantare un potere di natura processuale, che si esprime nell'azione esecutiva, basata sull'esistenza di un valido titolo esecutivo<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Secondo GAZZONI, *Obbligazioni e contratti*, Napoli, 2009, p. 635 e ss. non è concepibile un debito che non comporti responsabilità a carico del debitore; non a caso le cc.dd. obbligazioni naturali, poiché non consentono un'esecuzione coercitiva e non danno diritto ad alcun risarcimento del danno, non possono essere inserite nella categoria istituzionale delle obbligazioni giuridiche. Eppure è possibile l'inverso, ossia è configurabile la responsabilità di un soggetto a prescindere dall'esistenza dell'obbligazione giuridica, si pensi ad esempio alla figura del terzo datore di ipoteca.

<sup>4</sup> Così recita l'art. 474 c.p.c.: *“L'esecuzione forzata non può avere luogo che in virtù di un titolo esecutivo per un diritto certo, liquido ed esigibile. Sono titoli esecutivi:*

L'articolo 2741, inoltre, fissa il principio della *par condicio creditorium*, per cui tutti i creditori hanno diritto alla parità di trattamento dinanzi al patrimonio del debitore<sup>5</sup>.

Secondo parte della dottrina, in tali norme vi sarebbero contenuti principi portanti nel nostro sistema tali da assurgere a principi di rilievo costituzionale<sup>6</sup> e valevoli per la regolamentazione di tutti i rapporti obbligatori, in quanto espressione e sintesi del rapporto tra creditore e debitore, tutelando da una parte il legittimo affidamento del ceto creditorio e dall'altra garantendo la posizione e la difesa giudiziaria dell'obbligato.

- 
1. 1) *le sentenze, i provvedimenti e gli altri atti ai quali la legge attribuisce espressamente efficacia esecutiva;*
  2. 2) *le scritture private autenticate, relativamente alle obbligazioni di somme di denaro in esse contenute, le cambiali, nonché gli altri titoli di credito ai quali la legge attribuisce espressamente la stessa efficacia;*
  3. 3) *gli atti ricevuti da notaio o da altro pubblico ufficiale autorizzato dalla legge a riceverli.*

*L'esecuzione forzata per consegna o rilascio non può aver luogo che in virtù dei titoli esecutivi di cui ai numeri 1) e 3) del secondo comma. Il precetto deve contenere trascrizione integrale, ai sensi dell'articolo 480, secondo comma, delle scritture private autenticate di cui al numero 2) del secondo comma.*

<sup>5</sup> Nel nostro ordinamento la parità di trattamento è garantita sia in caso di esecuzione individuale che collettiva; infatti nel primo caso sebbene qualsiasi creditore possa prendere autonoma iniziativa per aggredire il patrimonio del debitore, ogni altro creditore avrà diritto di intervenire nella procedura esecutiva già iniziata. Nel caso di azione collettiva, invece, sarà la legge a garantire la parità di trattamento individuando un soggetto esterno che provvederà alla liquidazione del patrimonio del debitore ed alla ripartizione del ricavato tra i creditori, nel rispetto delle legittime cause di prelazione. BARBIERA, *La responsabilità patrimoniale*, in *Il codice civile. Comm.* diretto da SCHLESINGER, 1991, p. 159; NICOLO', *Tutela dei diritti*, CSB, 1945, p. 19; ROSELLI, *Responsabilità patrimoniale*, TB, 2005.

<sup>6</sup> Così ROSELLI, *Trattato di diritto privato*, a cura di BESSONE, IX, III, p. 7 ss, per il quale la responsabilità patrimoniale e la parità di trattamento sono principi portanti dell'ordinamento giuridico e condizioni necessarie di tutela dell'iniziativa economica, esprimendo il rapporto tra diritto di credito e tutela giudiziaria esecutiva e collegati al principio costituzionale di eguaglianza.

Nel nostro sistema normativo, quindi, il patrimonio del debitore costituisce garanzia generica tipica dell'obbligazione e nessun bene può sfuggire a tale funzione, sia che si tratti di beni futuri, che di posizioni giuridiche attive o mere aspettative. Ma tale principio ammette delle eccezioni.

Innanzitutto il debitore, sia esso persona fisica o giuridica, potrebbe sottrarre dall'applicazione di tale normativa parte dei suoi beni, creando per lo scopo uno o più patrimoni autonomi rispetto a quello suo personale, che non potrebbero così essere aggrediti dai creditori, se non in casi determinati: si pensi ad esempio al fondo patrimoniale (167 e ss. c.c.), al negozio di destinazione (2645 *ter* c.c.) od all'istituto internazionale del trust <sup>7</sup>, ma anche ad altri strumenti non tipicamente contrattuali, come i fondi

---

<sup>7</sup> La separazione dei patrimoni è uno strumento eccezionale, per cui solo la legge può prevedere le singole fattispecie, essendo destinato ad compromettere il rapporto tra soggetto e patrimonio unico. In particolare con riferimento al *trust*, a seguito della ratifica con l. del 16/10/1989, n. 364 della Convenzione dell'Aja del 1/7/1985, ed entrata in vigore il 1/1/1992, tale istituto consente la separazione patrimoniale dei beni in esso costituiti dal patrimonio personale del creatore, *trustee*. Non è mancato in dottrina la discussione sull'eventuale utilizzabilità dello strumento in Italia, anche in assenza di collegamenti con soggetti stranieri (c.d. *trust* interni). Infatti, una parte della dottrina e della giurisprudenza (CASTRONOVO, *Manuale di diritto privato europeo*, GAZZONI, in *Rivista notarile* 1, 11; Trib. Santa Maria di Capua Vetere 14/7/1999; Trib. Belluno 25/9/2002, in *Riv. Notarile* 02, 1538) ha sempre sostenuto la nullità del *trust* interno, proprio per violazione dell'art. 2740 c.c., sul presupposto che trattandosi di principio di ordine pubblico, sarebbe sottratto all'autonomia dei privati l'utilizzo di strumenti non legali, diversamente, la dottrina maggioritaria e la giurisprudenza di merito (Corte App. Milano 6/2/1998; Trib. Pisa 22/12/2001; Trib. Bologna 1/10/2003; trib. Rimini 21/4/2009 e in dottrina LUPOLI, *Trusts*, Milano, 1997, p. 546 e ss.; GAMBARO, *I trust e l'evoluzione del diritto di proprietà*, in *I trust in Italia oggi*, a cura di BENEVENTI, Milano, 1996, 57 ss, 465; IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003, p. 101 ritengono che proprio in virtù dell'art. 13 della stessa convenzione sarebbe consentita tale eccezione al principio di cui all'art. 2740 c.c., potendo quindi anche i cittadini italiani costituire in *trust* beni situati in Italia, scegliendo la legge straniera da applicare al contratto posto in essere. Per un raffronto tra 2645 *ter* e *trust* si veda GATT, *Dal trust al trust. Storia di una chimera*, Napoli, 2009.

pensione o i fondi comuni di investimento; o, ancora, per gli enti giuridici organizzati in forma societaria, si pensi alla possibilità di ricorrere ai patrimoni destinati ad uno specifico affare (2447 *bis*).

È doveroso notare che il proliferare di tali ipotesi di separazione patrimoniale ha certamente messo in crisi il principio espresso dal nostro ordinamento, tanto da ritenere oramai tramontato<sup>8</sup> il principio della responsabilità generica patrimoniale del debitore di fronte alla presa d'atto che le limitazioni di responsabilità non sono più un'eccezione, ma probabilmente la vera regola.

Comunque, se queste due norme costituiscono le fondamenta del sistema, il legislatore si occupa chiaramente anche di stabilire le conseguenze dell'inadempimento dell'obbligazione: il creditore è infatti legittimato, ai sensi dell'articolo 2910 del codice civile, a promuovere il processo esecutivo<sup>9</sup> sui beni del debitore attraverso il diritto di espropriare i beni del medesimo e venderli al fine di soddisfarsi sul ricavato, nel rispetto delle cause legittime di

---

<sup>8</sup> PORCELLI, *Profili evolutivi della responsabilità patrimoniale*, Napoli, 2011.

<sup>9</sup> Più specificamente, l'espropriazione forzata è definibile come il procedimento esecutivo, che consiste nel sottrarre coattivamente al debitore determinati beni appartenenti al patrimonio di quest'ultimo o di un terzo. MANDRIOLI, *Diritto processuale civile*, Torino, 2019; TRAVI, voce *Espropriazione contro il terzo proprietario*, in *Digesto*, Sez. civ., VIII, Torino 1992, 4 ss; SALVIONI, art. 2911, in *Commentario al codice civile*, a cura di CENDON, Milano, 2009; LUISO, *Diritto processuale civile. Il processo esecutivo*, III, Milano, 2019; BUSNELLI, *Della tutela giurisdizionale dei diritti*, Art. 2097 c.c., in *Commentario al codice civile*, a cura di BUSNELLI, Milano, 2018.

prelazione<sup>10</sup> ed ai sensi delle norme del codice di procedura civile.

In particolare, l'incardinamento del processo esecutivo si fonda sul principio dell'iniziativa ad opera del creditore e ha ad oggetto sempre specifici beni, materiali o giuridici, del medesimo, individuati, generalmente, prima del giudizio stesso.

Per gli imprenditori commerciali<sup>11</sup> non piccoli, inoltre, la procedura esecutiva si rafforza ed assume un carattere più pubblicistico, vedendo coinvolte figure giuridiche di nomina giudiziaria, ed assumendo il carattere, da una parte, dell'universalità e dall'altra della concorsualità. Il processo

---

<sup>10</sup> Sono, in particolare, cause legittime di prelazione i privilegi (art. 2745 – 2783 *bis* c.c.), il pegno (art. 2784 e seg.) e l'ipoteca (art. 2808 e seg.). il perimento del bene comporta la perdita della possibilità del diritto di esercitare la prelazione, salvo la surrogazione reale sulle somme eventualmente dovute dall'assicurazione a titolo di indennizzo per la perdita o il deterioramento del bene (Cass- 14/2/2013). Altra deroga al principio della parità fra i creditori è rappresentato dai crediti postergati, che consentano la soddisfazione del creditore solo in via subordinata, come ad esempio i titolari di obbligazioni postergate che potranno vedersi rimborsato il capitale dato a prestito solo dopo che vi sia stato il soddisfacimento degli altri creditori sociali (2411 c.c., I comma). Ulteriori norme che configurano una disparità di trattamento tra creditori sono contenute negli art. 189, II comma ma anche 490, n. 3.

<sup>11</sup> L'art. 1 l. fall. " Sono soggetti alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo gli imprenditori che esercitano una attività commerciale, esclusi gli enti pubblici. Non sono soggetti alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo gli imprenditori di cui al primo comma, i quali dimostrino il possesso congiunto dei seguenti requisiti:

a) aver avuto, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito della istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore, un attivo patrimoniale di ammontare complessivo annuo non superiore ad euro trecentomila;

b) aver realizzato, in qualunque modo risulti, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell'istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore, ricavi lordi per un ammontare complessivo annuo non superiore ad euro duecentomila;

c) avere un ammontare di debiti anche non scaduti non superiore ad euro cinquecentomila. I limiti di cui alle lettere a), b) e c) del secondo comma possono essere aggiornati ogni tre anni con decreto del Ministro della giustizia, sulla base della media delle variazioni degli indici ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie di operai ed impiegati intervenute nel periodo di riferimento."

esecutivo, infatti, travolgerà tutti i beni dell'imprenditore, che ne perderà l'amministrazione e la disponibilità, dal momento della sentenza che dichiara il fallimento, e vedrà il coinvolgimento di tutti quei soggetti che siano titolari di diritti nei confronti dell'impresa<sup>12</sup>.

Condizione essenziale, inoltre, per l'attivarsi della procedura fallimentare sarà la circostanza, per l'imprenditore, di trovarsi in uno stato di permanente ed irreversibile incapacità, c.d. insolvenza<sup>13</sup>, di adempiere ai propri impegni nei confronti dei creditori, avuto riguardo alla sua intera esposizione debitoria.

La legge del 27 gennaio 2012, n. 3 ha, inoltre, introdotto nuove procedure concorsuali, accessibili ai soggetti non ammessi al fallimento, come le start-up, gli

---

<sup>12</sup> La tutela dei diritti dei singoli sul patrimonio del debitore subisce oggi dei condizionamenti dovuti alla pur importante tutela del diritto all'economia ed al lavoro, oltre che per l'interesse alla conservazione dell'impresa, per cui si creano nuove forme per governare la crisi d'impresa, mirate ad evitare la perdita di posti di lavoro ed alla chiusura delle aziende, si pensi in particolare all'istituto dell'amministrazione delle grandi imprese in stato di insolvenza.

Inoltre trattandosi di una procedura concorsuale il creditore che avesse già intrapreso un'azione individuale dovrà non solo interromperla, ma anche restituire quanto già recuperato. Sul tema DE FERRA, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2002; MAFFEI ALBERTI, in *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 2000; SANTANGELI, *Il nuovo fallimento*, Milano, 2006; CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Milano, 2017.

<sup>13</sup> Lo stato di insolvenza è una situazione generale e non momentanea che concerne l'intero patrimonio dell'imprenditore, tale da renderlo non idoneo a far fronte ad i propri debiti, così CASS. n. 21802 del 2013, CASS. n. 441 del 2016, CASS. n. 13984 del 2017. È bene notare che l'inadempimento è un segno certamente manifesto dell'incapienza del patrimonio, ma non essenziale, potendosi desumere l'insolvenza da altri fattori, come la fuga, l'irreperibilità dell'imprenditore, la chiusura dei locali etc (v. art. 7 n. 1, L.F.). In Dottrina GIORGETTI, *Le procedure concorsuali*, Padova, 2017; ALLECA, *Fallimento e regole societarie*, Milano, 2016; CAGNASSO – PANZANI, *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, Torino, 2016; SANDULLI – D'ATTORE, *La mini riforma della legge fallimentare*, Torino, 2016.

imprenditori non commerciali, i liberi professionisti o i consumatori<sup>14</sup>.

Ciò che caratterizza tutte queste procedure <sup>15</sup> , limitando l'indagine, ai fini del presente studio, alla fattispecie dell'espropriazione forzata, è l'attività surrogatoria del creditore nei confronti dell'obbligato, per cui il primo ottiene il diritto di individuare tutti quei beni o crediti, presenti nel patrimonio del debitore, che potrebbero più utilmente essere dismessi, a spese dell'obbligato ed al fine di ricavare il maggior guadagno possibile, da distribuire poi fra tutti i titolari di pretese creditorie al fine di soddisfare le loro pretese.

---

<sup>14</sup> Art. 6, I comma e art. 7, comma I *bis*, II e II *bis* della l. n. 3/2012. Presupposto oggettivo sarà la conclamata situazione di sovraindebitamento, da intendersi quale situazione di non momentaneo squilibrio tra le obbligazioni assunte ed il patrimonio prontamente liquidabile del debitore, tale da determinare una difficoltà rilevante o impossibilità di adempiere alle proprie obbligazioni. In dottrina PISANI MASSAMORMILE, *La crisi del soggetto non fallibile*, Torino 2016, p. 8 e ss.; CAPRARA, *Il trattamento normativo del sovraindebitamento del consumatore*, in *Giur. Comm.*, I, 2015; PELLECCIA, *Chi è il consumatore sovraindebitato? Aperture e chiusure giurisprudenziali*, in *Nuova Giur. Civ.*, 9, 2016, p. 1228 e ss..

<sup>15</sup> Oltre al fallimento le altre procedure concorsuali sono: il concordato preventivo, procedura attivabile in un momento temporalmente precedente all'insolvenza, potendo attivarsi in caso di semplice crisi d'impresa, intesa come temporanea difficoltà di adempiere alle proprie obbligazioni; la liquidazione coatta amministrativa, riservata ad enti pubblici economici o ad imprese che operano in settori di interesse pubblico, come banche, compagnie di assicurazione, società di revisione, imprese sociali, società cooperative, etc.; l'amministrazione straordinaria, procedura pensata per le grandi imprese in stato di insolvenza con una elevata esposizione debitoria; la ristrutturazione industriale di grandi imprese in stato di insolvenza di cui al d.l. n. 347 del 2003. In dottrina LO CASCIO, *Il concordato preventivo e le altre procedure di crisi*, Milano, 2017; AA.VV., *La nuova riforma del diritto concorsuale*, Torino, 2015; BONFATTI – FALCONE, *Le procedure di composizione negoziale della crisi e del sovraindebitamento*, Milano, 2014; FABIANI, *Concordato preventivo*, in *Commentario Scialoja – Branca - Galgano*, Bologna, 2014.

Tale ultimo scopo, purtroppo, non è sempre raggiunto, poiché non è detto che, al termine del procedimento, il creditore ottenga una piena realizzazione del suo diritto<sup>16</sup>.

## 1.2 IL PROCESSO ESECUTIVO

Il legislatore, consapevole delle ben note criticità di tali procedure, sollevate, in particolare, dagli operatori quotidiani del diritto, è più volte intervenuto sull'impianto normativo in commento, tentando non solo di superare le difficoltà legate all'eccessiva durata del processo, ma anche di migliorare in generale l'efficienza e l'efficacia del procedimento, ponendo sempre di più al centro le esigenze delle parti coinvolte.

Le riforme, però, se da una parte hanno effettivamente minimizzato e ridotto i tempi del processo, favorendo procedure più rapide e termini ridotti, dall'altro hanno avuto come conseguenza quello di realizzare, nella maggior parte dei casi, una liquidazione dei beni del debitore non competitiva e conveniente<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> L'art. 483 c.c. consente al creditore di valersi cumulativamente di diversi mezzi di espropriazione in forza del medesimo titolo esecutivo e senza dover attendere che il processo di espropriazione aperto per primo si debba concludere, proprio perché permane il principio per cui l'esecuzione forzata non si esaurisce se non con la piena soddisfazione del credito, salvo sempre il controllo del giudice sulla congruità dei mezzi e della loro idoneità a determinare l'effettiva soddisfazione (Cass. n. 11360 del 2006) ARIETA – DE SANTIS – MONTESANO, *Corso base di diritto processuale civile*, Padova, 2010, p. 787 e ss.

<sup>17</sup> Con la riforma introdotta con la l. n. 80 del 2005, il legislatore ha privilegiato le vendite senza incanto a seguito delle esperienze positive e virtuose di alcuni tribunali, grazie al principio della irrevocabilità delle offerte e della definitività dell'aggiudicazione, al fine di scoraggiare da una parte la partecipazione di soggetti non interessati e dall'altra tecniche attendiste con la speranza di far abbassare il prezzo d'asta. La legge n. 24 del 2010 di conversione del decreto legge n. 193 del 2009, inoltre, ha innovato profondamente il sistema delle procedure esecutive, istaurando il c.d. processo esecutivo telematico, ad oggi procedura obbligatoria,



Non è bastato allo scopo nemmeno la normativa che ha ampliato la platea dei soggetti che collaborano con l'ufficio giudiziario<sup>18</sup>, che ha previsto l'introduzione di figure terze e più esperte della materia sempre al fine di rendere più competitive le vendite giudiziarie.

La prassi dei tribunali, infatti, ha evidenziato un fallimento del sistema su vari punti. Da una parte, addirittura, si verificano casi di assenza di soggetti interessati all'acquisto per cui le aste di vendita vanno deserte, comportando una chiusura anticipata ed infruttifera della procedura, senza un attivo da distribuire fra i creditori, ma, anzi, con un ulteriore debito maturato e non soddisfatto, rappresentato dalle spese di giudizio, anticipate dal creditore procedente<sup>19</sup>.

---

salvo che il giudice non la ritenga pregiudizievole per il caso specifico (art. 569 c.p.c. e art 161 *ter* disp. Att. c.p.c.). Tale riforma, che nonostante qualche ritardo nella pubblicazione dei decreti attuativi può oggi dirsi completata, ha modificato profondamente questa materia, andando ad incidere su prassi operative radicate e conservatrici, che, tuttavia, non sembrano più coerenti con la *ratio* complessiva delle nuove norme. In particolare si pensi da un lato alla storica tendenza a voler identificare gestori unici dei servizi di pubblicità e di gestione dell'asta telematica al fine di ottenere dei vantaggi dal punto di vista economico ed operativo e dall'altro, all'esigenza dei professionisti delegati di preservare l'esigenza di semplificazione dei propri compiti, potendo ricorrere a soggetti terzi per la pubblicazione degli avvisi., così RUBERTELLI – SANTONOCITO, *Riforma delle aste giudiziarie: analisi delle diverse criticità nel passaggio all'era digitale*, in *In executivis. Rivista telematica dell'esecuzione forzata*, 2018.

<sup>18</sup> Si fa riferimento al perito tecnico incaricato della relazione peritale del bene, al custode dei beni pignorati, che ha la funzione di mediare tra le parti ed gli interessati all'acquisto, al professionista delegato, come il notaio, incaricato delle procedure esecutive di assegnazione e trasferimento del bene.

<sup>19</sup> La Cass. 18070/2012 in tema di liquidazione del costo dei professionisti, ammesso che il compenso dell'esperto non possa parametrarsi a quanto verrebbe corrisposto nel libero mercato, trattandosi di attività svolta anche nell'interesse pubblico, afferma però che la liquidazione deve assicurare un'adeguata remunerazione del lavoro svolto che non può, naturalmente, coincidere con la mera copertura dei costi. Sta naturalmente a ciascun giudice e ciascun ufficio elaborare criteri che tengano conto di questa esigenza di bilanciamento tra adeguata remunerazione dell'opera svolta ed esigenza di contenimento dei costi, ma non fino

In altri casi, anche quando il processo si conclude con la vendita positiva dei beni dell'esecutato, potrebbe accadere che la somma ricavata, da distribuirsi fra tutti i creditori intervenuti, una volta detratte le notevoli spese del processo, non sia quasi mai capiente. Ciò innanzitutto perché, nonostante gli sforzi del legislatore di adottare riforme innovative e volte ad una collocazione più competitiva dei beni sul mercato, le vendite, a causa di diversi fattori, vengono comunque aggiudicate ad un prezzo che tendenzialmente non raggiunge mai quello corrispondente al valore di mercato<sup>20</sup>.

Infine, proprio perché il potere di espropriare il bene non assicura al creditore alcuna soddisfazione, potrebbe accadere che la procedura sia proficua solo per il solo primo creditore, o per quello più garantito, lasciando invece insoddisfatti i creditori intervenuti successivamente o titolari

---

al punto da mortificare ogni aspettativa di ritorno economico per l'esperto e non fino a misconoscere l'impegno e la laboriosità che una stima in base agli I.V.S. comporta. Da questo punto di vista l'art. 161 co. III, d.a.c.p.c., per cui è stata sollevata la questione di legittimità costituzionale, meriterebbe forse una rivisitazione, non potendosi chiedere all'esperto di più che l'adozione di metodologie di stima corrette e condivise, a prescindere dai risultati finali, anche se è evidente che, fin tanto che queste metodologie non siano spontaneamente adottate dai tecnici o pretese dai giudici, insomma, fino a che esse non diventino la regola nella stesura dei rapporti di valutazione, la norma potrebbe conservare una certa funzionalità.

<sup>20</sup> Secondo una recente statistica (effettuata sulle cause dal 2013 in poi), a seguito dell'adozione dei nuovi criteri di stima, si è riscontrato un ribasso percentuale medio sul prezzo base d'asta del 33%, che se si prende in considerazione il fatto che per partecipare all'asta, l'interessato potrà presentare un'offerta minima inferiore del 25% rispetto al prezzo base fissato, sembra registrare un miglioramento delle aggiudicazioni. Se da una parte, infatti, si potrebbe ritenere che abbia influito anche la ripresa del mercato immobiliare, non si può dubitare che parte del merito sia da imputarsi all'adozione di stime rigorose e di standard affidabili. BORRELLA, *Il Giudice e l'art. 568 c.p.c. a tre anni dalla riforma: istruzioni per l'uso*, in *In executivis. La rivista telematica dell'esecuzione forzata*, 2018.

di garanzie di grado posteriore, senza che ciò possa essere facilmente preventivato in fase di ingresso nella procedura<sup>21</sup>.

Il creditore, infatti, ma anche lo stesso debitore, non riesce sempre ad avere una chiara idea di quelli che saranno i costi da sostenere e questo non solo prima di avviare il processo, ma addirittura nemmeno dopo, anche per via degli acconti già versati e di alcune competenze già saldate mesi, se non anni prima. Proprio la lunga durata nel tempo, e l'avvicinarsi a volte anche di più soggetti a seguire una pratica di recupero del credito non aiuta a comprendere per le parti in gioco il peso effettivo dei costi sul bilancio finale della procedura.

Di certo, non si può non osservare che complice di tale difficoltà nella dismissione dei beni del debitore sia anche la profonda crisi del mercato immobiliare e la mancanza di interesse dei privati nell'investimento durevole del mattone.

Tutto ciò ha avuto notevoli conseguenze sul quotidiano dei traffici commerciali ed in particolare, per quanto concerne il presente studio, ha modificato ed inasprito il rapporto delle

---

<sup>21</sup> Il report integrale di giugno 2016 a cura dell'Associazione T6 sullo *Studio dei costi delle procedure esecutive individuali* dei diversi tribunali di Italia ha stimato una media dei costi di avvio e prosecuzione decisamente rilevanti, che possono incidere anche fino al 25% del prezzo ricavato in asta, prendendo in considerazione non solo i costi variabili e proporzionali in base al valore di vendita, ma anche i compensi minimi e ed i costi fissi di spese, diritti di segreteria e notifiche, oltre che quelli derivanti dal numero di esperimenti di vendita necessari a far incontrare domanda ed offerta. Sebbene l'ultima riforma attuata con D.M. n. 227/2015 abbia facilitato di molto il calcolo del compenso del professionista di riferimento, va notato che, almeno per fasce di prezzo inferiori ai 100.000 euro, i costi per la delega delle operazioni di vendita crescono rispetto alla modalità precedente.

banche con i propri clienti. Infatti, consapevoli della possibile insoddisfazione delle proprie pretese e dell'impossibilità di quantificare in concreto la possibile perdita conseguente all'inadempimento del debitore, gli istituti di credito hanno inasprito le valutazioni sui beni immobili offerti in garanzia ipotecaria, con la conseguenza di chiedere, per la concessione del finanziamento, da una parte maggiori beni da offrire in garanzia e, ancora, dall'altra, di diminuire la somma da erogare in favore del debitore.

Il rischio, inevitabilmente, sarà quello di precludere ad una fitta platea di soggetti, il ricorso al mercato dei finanziamenti.

Siamo di fronte, quindi, ad un ulteriore colpo al principio di portata generale di cui al 2740 c.c., poiché, se è vero che il patrimonio costituisce la garanzia dell'adempimento delle obbligazioni, tale patrimonio, ai sensi dell'articolo 2910 del codice civile, però, sia per esigenze di mercato, che di burocrazia, che di scelte politiche viene espropriato e liquidato a danno sia dei creditori che del debitore. Sembra, quindi, confermata la dottrina che ha sempre ritenuto l'art. 2910 c.c. una norma individuante un semplice diritto processuale<sup>22</sup>, e non invece un diritto sostanziale consistente nel diritto di essere soddisfatto, diritto

---

<sup>22</sup> In particolare secondo LUISO, *Diritto processuale civile, op. cit., p. 57 e ss.*, l'espressione "far espropriare" evoca il diritto del creditore verso lo Stato di ottenere che quest'ultimo eserciti il potere di espropriare.

che spetterebbe a tutti i creditori a prescindere dalla loro legittimazione formale.<sup>23</sup>

### 1.3 CONCETTO E DEFINIZIONE DI GARANZIA

Ai fini della comparazione tra il sistema delle garanzie vigenti nel nostro ordinamento e lo strumento dei *covenants* finanziari, in questa sede si prenderà in considerazione principalmente il rapporto tra debitore imprenditore e creditore banca (cc.dd. *agent* e *lender*), tenendo da parte le obbligazioni nascenti da altri tipi di rapporti obbligatori.

Ma prima ancora, potrebbe essere opportuno soffermarsi sul concetto stesso di garanzia. Infatti, arrivare ad una definizione precisa e completa di garanzia non è facile, anche a volte per l'ambiguità del termine stesso, nonché per l'utilizzo che se ne fa nel codice e in dottrina<sup>24</sup>.

Garanzia, infatti, è riferibile contemporaneamente sia alla responsabilità del debitore, sia ai diritti reali di garanzia, sia ancora alla garanzia per evizione o per mancanza delle qualità promesse. Pertanto occorre distinguere una c.d. "garanzia generica" da una più specifica, in senso più giuridico – formale, come quella che tipicamente caratterizza i

---

<sup>23</sup> Così BUSNELLI, *Della tutela giurisdizionale dei diritti*, op. cit, p. 129 e ss..

<sup>24</sup> MINNITI, *Garanzie ed alienazione*, Torino, 2007, p. 29 e ss..

contratti di vendita<sup>25</sup>. Per garanzia generica si intende, invece, la destinazione dell'intero patrimonio del debitore al soddisfacimento delle pretese del creditore.

Il termine “garanzia” è, inoltre, utilizzato dal legislatore per differenziare diversi strumenti tipici del nostro sistema normativo, come le garanzie personali e le garanzie reali<sup>26</sup>.

Si potrebbe dire quindi che ciò che accumuna tutte queste fattispecie è l'utilizzo del concetto di garanzia come vincolo di carattere sussidiario e strumentale, diretto ad assicurare una certa e completa realizzazione dell'interesse del creditore: sussidiario perché consente al creditore di avere uno strumento ulteriore per far valere le sue legittime pretese, strumentale perché diretto alla realizzazione di tale interesse.

In concreto la realizzazione di tale interesse potrà avvenire con l'assoggettamento all'azione esecutiva dell'intero

---

<sup>25</sup> LUMINOSO, *La compravendita*, Torino, 2018, p. 253 e ss.; PUGLIATTI, *Precisazioni in tema di vendita a scopo di garanzia*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, 1950, p. 298 e ss.. In tale contesto garanzia è da intendersi come quella cui è tenuto l'alienante, sia esso venditore, appaltatore che donante in relazione all'idoneità, giuridica e materiale, del bene oggetto del contratto. Si pensi ad esempio in caso di compravendita immobiliare alla garanzia per l'evizione, per vizi occulti, ma anche alle garanzie circa la regolarità urbanistica dell'unità immobiliare o alla sua agibilità. In particolare, sul tema, secondo costante orientamento della Cassazione (v. ultime pronunce Cass. del 2017, n. 2294 e Cass. del 2020 n. 2196) la mancanza assoluta di abitabilità o agibilità integra un'ipotesi di consegna di “*aliud pro alio*”, ovvero di consegna di un bene totalmente differente rispetto a quello convenuto tra le parti nel contratto di compravendita.

<sup>26</sup> Sul punto FRAGALI, *Garanzia e diritti di garanzia*, in *Enciclopedia del diritto*, sotto la voce “fideiussione” (dir. Priv.), XVII, p. 354, parla precisamente di povertà del linguaggio giuridico, con riferimento all'utilizzo indiscriminato del termine garanzia. In realtà stessa critica viene fatta anche per il termine “responsabilità” da RODOTA', *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1967, p. 42. Il tema del problema linguistico viene inoltre affrontato anche dagli studiosi della filosofia del diritto, per approfondimenti si veda BOBBIO, *Scienza del diritto ed analisi del linguaggio*, in *Saggi di critica delle scienze*, Torino, 1950, p. 23 e ss., CARCATERRA, *La forza costitutiva delle norme*, Roma, 1986; ORESTANO, *Realtà, parole, valori nella scienza del diritto*, in *Rivista di diritto civile*, 1985, I, p. 461 e ss..

patrimonio del debitore, si pensi quindi ai mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale o all'espropriazione dei beni, ma anche con lo strumento dell'esecuzione forzata in forma specifica<sup>27</sup>.

Ma ancora, con il termine garanzia, il legislatore fa riferimento anche a quegli strumenti, quali il pegno e l'ipoteca, che consentono, in una fase anteriore rispetto a quella della patologia del rapporto obbligatorio, l'attribuzione al creditore di un diritto reale su beni determinati e scelti del debitore<sup>28</sup>.

Altro carattere che potrebbe aiutare a delineare il concetto di garanzia è, infine, la pecuniarietà, intesa come il fine ultimo del creditore, in particolare nell'ipotesi di espropriazione forzata, di liquidare in danaro i beni oggetto della garanzia per il soddisfacimento dell'interesse del creditore e che trova generico richiamo nell'articolo 1174 c.c., laddove viene richiesta la patrimonialità della prestazione quale presupposto dell'esistenza dell'obbligazione.

Dopo questa breve disamina, si affronterà ora il sistema di garanzie poste dall'ordinamento per disciplinare e,

---

<sup>27</sup> Tale strumento sarà utile tutte le volte in cui l'obbligazione avrà ad oggetto l'obbligo di consegnare una cosa determinata. Ottenendo, infatti, quella specifica cosa, l'interesse del creditore può dirsi pienamente soddisfatto nello specifico, recuperando esattamente il bene che costituiva l'oggetto dell'obbligazione principale.

<sup>28</sup> I diritti reali di garanzia sembrerebbero così risolversi in una sorta di anticipazione degli effetti del pignoramento, trattandosi di un'individuazione a monte dei beni sui quali il creditore sceglie di soddisfarsi. Ciò avrà come conseguenza che, ai sensi dell'articolo 2911 c.c., che il creditore a seguito dell'inadempimento della sua obbligazione potrà effettuare il pignoramento solo su questi beni già individuati e non su altri. Sul punto FRAGALI, in *Fideiussione*, op. cit., si occupa anche delle garanzie autonome o a prima richiesta, cui si è evitato in questo lavoro di far riferimento.

quindi, assicurare al creditore, ente – finanziatore, la piena soddisfazione delle sue pretese.

In particolar modo si darà spazio anche ai nuovi sistemi predisposti dal nostro legislatore, emersi grazie allo sforzo comune, in particolare dei soggetti privati coinvolti, sia creditori che debitori, nonché all'influenza dovuta da prassi mercantili diffuse e dal commercio internazionale<sup>29</sup>, che hanno permesso la proliferazione di nuove forme e sistemi di garanzie del credito.

Tale crescita, agevolata dal principio della libertà di contrattualizzazione di cui all'articolo 1322<sup>30</sup> del codice civile, ha colmato il bisogno di fronteggiare l'obsolescenza dei vecchi schemi tipici di garanzia patrimoniale, rispondendo meglio alle esigenze della mutata realtà economica<sup>31</sup>, con il fine di migliorare il rapporto tra debitore e creditore e quindi di incoraggiare il ricorso al prestito finanziario.

---

<sup>29</sup> Il riferimento è alle spinte del mercato globale degli affari che in virtù dell'oramai diffusa *lex mercatoria* comportano una sempre minore tutela del debitore, tale da renderlo la parte debole, perché meno garantita del rapporto obbligatorio. Il rischio è quello che il diritto globalizzato creato dalla classe mercantile possa risolversi in una manifestazione del diritto del più forte, RESCIGNO, *I contratti d'impresa e la Costituzione*, in *Il diritto europeo dei contratti d'impresa. Autonomia negoziale dei privati e regolazione del mercato*, a cura di SIRENA, Milano 2006; DEZALAY, *I mercati del diritto . le multinazionali del diritto e la ristrutturazione dell'ordine giuridico internazionale (1992)*, trad. it. a cura di M. Raiteri, Milano, 1997, *passim.*; ROSSI, *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008, p. 89.

<sup>30</sup> Art. 1322 c.c.: "Le parti possono liberamente determinare il contenuto del contratto nei limiti imposti dalla legge e dalle norme corporative.

*Le parti possono anche concludere contratti che non appartengano ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico"* Sul tema della l'autonomia contrattuale privata BRECCIA, in *Dei contratti in generale*, diretto da NAVARRETTA – ORESTANO, Milano, 2011.

<sup>31</sup> LOBUONO, *La natura giuridica della polizza fideiussoria: l'intervento delle Sezioni Unite*, in *contratti*, 5 (2010), p. 453 - 463.



Generalmente in dottrina tali strumenti prendono il nome di garanzie atipiche, per differenziarle da quelle invece tipiche previste dal codice. Eppure oggi, ponendo al centro di queste fattispecie la causa di garanzia (c.d. “*causa cavendi*”) tale distinzione, sebbene possa ritornare comunque utile a fini istituzionali di studio, appare abbastanza inutile<sup>32</sup> sul piano pratico, posto che anche alle garanzie tipiche è esteso il controllo della meritevolezza dell’interesse.

Di fatti l’interprete dovrà sempre effettuare anche per il contratto normativizzato un controllo di meritevolezza dello strumento rispetto ai valori ed alle norme inderogabili del nostro sistema, poiché non è sufficiente il mero fatto che sia lecito, ma sarà sempre necessario individuare la causa tenendo conto degli interessi, della funzione e delle circostanze del caso concreto.

Tale giudizio di meritevolezza, inoltre, si rende sempre più necessario di fronte agli atteggiamenti volti a sviare dal tipo contrattuale, modificando od alterando lo scopo delle norme, al fine di ottenere risultati non direttamente possibili e quindi in frode alla legge<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> CLARIZIA, *Il contratto tra tipico e atipico: la distinzione serve ancora?*, in *I singoli contratti. Tipici e atipici nell’evoluzione normativa e giurisprudenziale*, a cura di CASSANO – CLARIZIA, Milano, 2017, p. 1 - 16; PERLINGIERI, *In tema di tipicità e atipicità dei contratti*, in *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, PERLINGIERI, Napoli, 2003, p. 391 e 413; FEDERICO, *Tipicità e atipicità dei contratti*, in *L’incidenza della dottrina sulla giurisprudenza del diritto dei contratti*, a cura di PERLINGIERI – RUGGERI, Napoli, 2016, p. 177.

<sup>33</sup> Non è infrequente l’utilizzo nella prassi di creazioni di contratti e rapporti atipici e tipici molto complessi, allo scopo di creare una sorta di schermo, quasi una cortina fumogena, in modo da mimetizzare gli scopi finali voluti dalle parti, in deroga a norme imperative e principi generali non graditi per il loro regime di tutela, MAJELLO, *I problemi di legittimità e di disciplina dei negozi atipici*, in *Rivista di diritto civile*, 33, 1987, p. 487 - 502.

## 1.4 VECCHIE E NUOVE FORME DI GARANZIA

### 1.4.1 *Garanzie informative*

Tralasciando il sistema delle garanzie reali cui si è fatto riferimento, un primo tema è quello rappresentato da una serie di garanzie rivolte a eliminare la condizione tipica di dislivello informativo in cui si vanno a trovare *lender* e *agent*.

Ci si riferisce in particolare alle naturali carenze di informazione, a danno del creditore, sulla reale posizione del proprio debitore all'interno del complesso di rapporti che lo circondano. Tale disinformazione viene colmata con strumenti di comunicazione pubblica, presenti nel nostro sistema legislativo, accessibili a tutti i creditori e tendenzialmente gratuiti o a basso costo. Si pensi, ad esempio, ai documenti sociali, reperibili presso le Camere di Commercio, che raccolgono una serie di atti ed informazioni, depositati nel Registro delle Imprese<sup>34</sup>, o ancora alle informazioni fornite

---

<sup>34</sup> In particolare presso le CCIAA italiane è possibile reperibile la visura camerale della società, che è un documento redatto dalla Camera di Commercio e fornisce tutte le informazioni relative ad un'impresa italiana iscritta al Registro delle Imprese. Nella visura vi sono contenuti, oltre i dati fondamentali come sede legale, rappresentante legale o indirizzo PEC, anche altri dati che possono dare un quadro generale dell'impresa cui si riferiscono, ad esempio quale sia l'ultimo bilancio depositato o da chi è composto l'organo amministrativo. La visura camerale tuttavia, per quanto utilissimo strumento conoscitivo, non ha valore come certificato. Per avere certezza legale dei dati inerenti l'impresa occorre richiedere un certificato presso la camera di commercio competente. Inoltre la visura storica della società rileva anche tutte le operazioni che hanno interessato il passato dell'impresa dalla data della sua costituzione a quella della richiesta, quali modifiche dei soci, modifiche dei legali rappresentanti, cessioni di azienda, trasformazioni, fusioni o scissioni. Già le informazioni contenute nella visura, sebbene non esaustive consentono di avere una prima conoscenza di un'impresa e permettono al creditore interessato di farsi un'idea fin da subito abbastanza precisa delle principali caratteristiche che la contraddistinguono.

dalla centrale rischi o presenti nei registri pubblici immobiliari.

Tali informazioni, però, non sono sufficienti al creditore, anche perché alcune di esse, come i depositi presso il registro delle Imprese, sono utilizzabili nella misura in cui si ritiene attendibile l'impresa che le ha fornite<sup>35</sup> e sempre che la medesima abbia rispettato gli obblighi di deposito<sup>36</sup> indicati dalla normativa, ciò sebbene sia obbligatorio per legge ed assolva ad una funzione di interesse generale il deposito presso il registro delle imprese dei verbali di assemblea, in uno con i bilanci approvati. Tanto è vero che la sua omissione

---

<sup>35</sup> Sul punto è interessante notare la pronuncia della Cass., sez. V Penale, del 6 ottobre 2014 n. 1205, interpellata sul caso di un deposito di bilanci di esercizio non formalmente approvati, con allegati i verbali assembleari delle relative approvazioni, a loro volta ideologicamente falsi, perché mai svolte. I giudici in proposito hanno ribadito che il deposito del bilancio presso la camera di commercio non ha carattere costitutivo né può affermarsi che lo stesso deposito attestati la regolarità della procedura di approvazione. Inoltre, alcun ruolo deve essere attribuito al funzionario della camera di commercio, che riceve il deposito, poiché lo stesso si limita a dare atto della sola avvenuta formalità e non della regolarità del suo contenuto, rivestendo, ai sensi dell'art. 357 c.p., la qualità di pubblico ufficiale e non di incaricato di un pubblico servizio. La carote ha quindi affermato che in questo caso la fattispecie in esame non abbia integrato il reato di cui agli artt. 48 - 479 c.p. (falso ideologico in atto pubblico per induzione). Ma ancora, ha ritenuto non integrata nemmeno la fattispecie di cui all'art. 483 c.p. (Falsità ideologica commessa dal privato in atto pubblico), non essendovene i presupposti in quanto nessuna norma attribuisce valore probatorio ai documenti depositati presso il registro imprese (così anche Cass. S. U. n.6 del 17/02/1999; Sez. 5, n. 19361 del 13/02/2006; Sez. 5, n. 5365/08 del 4/12/2007).

<sup>36</sup> L'omissione del deposito dei bilanci, ai sensi dell'art. 2360 c.c., Il comma, è sanzionato con l'aumento della pena di un terzo. Ci si è chiesti se tale omissione potesse integrare a sua volta una fattispecie di reato, quando dipendesse dalla mancata redazione o approvazione del bilancio, stante il termine previsto dall'art. 2435 c.c. di trenta giorni dall'approvazione per il suo deposito. Sebbene parte della dottrina abbia espresso un parere negativo, negando qualsiasi responsabilità per l'organo amministrativo (ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*, Milano, 2018), non sono mancati studi e pronunce che hanno invece ritenuto sussistente l'illecito amministrativo, stante appunto l'esigenza di maggior tutela avvertita dal legislatore di garantire la tempestiva conoscenza della situazione economica dell'ente, MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2007.

è sanzionata solo in via amministrativa, così come previsto dall'articolo 2630 del codice civile.

Il registro delle imprese è, infatti, un registro pubblico ed il deposito dei bilanci è funzionale all'ostensione - nei confronti dei terzi e dell'autorità preposta al controllo - della vita della situazione patrimoniale della società. La predisposizione, la tenuta, la conservazione e la gestione, secondo tecniche informatiche, del registro delle imprese ed il funzionamento dell'ufficio sono realizzati in modo da assicurare completezza ed organicità di pubblicità delle imprese soggette all'iscrizione, garantendo la tempestività dell'informazione su tutto il territorio nazionale<sup>37</sup>. È dunque evidente che si possa solo auspicare che tutte le informazioni fornite al registro delle imprese siano veritiere e corrette.

Sul tema della divergenza di informazioni, è bene notare che ciò non solo comporta un'inevitabile inasprimento del rapporto tra il *lender* e l'*agent*, ma è alla base anche di una dannosa concorrenza tra gli stessi creditori. Non tutti, infatti, hanno le possibilità di reperire informazioni sull'impresa, sia per mancanza di fondi che per mere carenze strutturali (si pensi a piccoli fornitori che operano in realtà quotidiane); potrebbe accadere, quindi, che vi sia un creditore che possieda maggiori informazioni e le utilizzi

---

<sup>37</sup> L'esigenza sentita è quella di proteggere il regime di pubblicità esterna previsto dalla legge, anche quale tutela mediata e anticipata di ulteriori interessi di terzi e creditori. BERNASCONI, P. *Commento all'art. 2630*, in AA.VV. *I nuovi illeciti penali ed amministrativi riguardanti le società commerciali. Commentario del D.Lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, a cura di Giunta F., Torino, 2002, p. 123.

esclusivamente a suo favore, ad esempio per migliorare la sua posizione creditoria a discapito degli altri, occultando ciò di cui è a conoscenza nel periodo necessario e sufficiente a costituirsi vantaggi preferenziali in caso di fallimento del debitore.

È noto che, tendenzialmente, siano le banche e gli altri istituti di credito ad avere maggiori possibilità rispetto agli altri rappresentanti del ceto creditorio di reperire informazioni utili sul mercato relative al loro cliente e non è da escludere, inoltre, che quest'ultimo, soprattutto se in uno stato di difficoltà, tenderà a nascondere sempre informazioni importanti sull'azienda, alla platea dei soggetti con cui intrattiene rapporti commerciali.

Tale mancanza di collaborazione informativa oltre che a rendere in generale più aspro il rapporto continuativo tra finanziatore e creditore, inciderà anche nelle fasi più complesse del finanziamento, poiché influenzerà le scelte che la banca dovrà compiere di fronte a situazioni di allarme finanziario dell'attività aziendale.

Di fatti, di fronte ad un'impresa in crisi finanziaria, che non integri però ancora lo stato di insolvenza ai sensi della legge fallimentare, all'istituto finanziatore verranno attribuite una serie di scelte di notevole importanza per l'impresa e per gli altri creditori. Essere, infatti, nella maggioranza dei casi, il creditore più esposto finanziariamente e tendenzialmente il più garantito, in quanto titolare di diritti reali di garanzia, comporta che l'istituto di credito possa scegliere se eccepire

l'inadempimento contrattuale del debitore, interrompendo la linea di credito e rendendo effettivo lo stato di insolvenza dell'impresa, oppure rimandare tale momento <sup>38</sup>, non intraprendendo azioni di recupero del credito.

Se nel primo caso, la banca, sempre in virtù della sua posizione privilegiata, sarà l'interlocutore primario del debitore e potrà anche optare per la scelta di strade alternative al fallimento, nel secondo caso invece la sua inerzia potrebbe addirittura rappresentare una forma indiretta di finanziamento: non intraprendendo, infatti, alcuna azione interruttiva dell'attività aziendale, la banca potrebbe occultare la situazione di insolvenza, al fine di garantirsi, in tale periodo, strumenti di tutela più forti, con conseguente ricaduta sul piano della responsabilità.

---

<sup>38</sup> Come si vedrà nel prosieguo del lavoro, questo fenomeno è comunemente denominato come concessione abusiva di credito e si concretizza come l'erogazione di nuova finanza, ma anche come semplice proroga temporale dei finanziamenti pregressi disposta nonostante il sensibile aggravamento delle condizioni economiche dell'impresa, sovente concessa dalla banca per permettere all'impresa di superare momenti formalmente di crisi ma in realtà privi di effettive prospettive di risanamento. La decisione della banca dipenderà quindi dall'alternativa critica se scegliere di rischiare di mantenere artificialmente in vita un'impresa decotta oppure rischiare di pregiudicarne definitivamente la ripresa economica. Di qui la difficoltà di decidere se accordare all'impresa un piano di ristrutturazione del debito con proroga delle scadenze, nella speranza che la crisi sia superabile, oppure chiedere il rientro immediato dell'esposizione in essere, esercitando il recesso dagli affidamenti (c.d. dilemma del banchiere, sul quale, in dottrina BALESTRA, *Crisi dell'impresa e abusiva concessione del credito*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 109 - 127; NIGRO, *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Società*, 2007, IV, p. 467). Nel primo caso la banca rischia un'azione di responsabilità per abusiva concessione di credito. Nel secondo, di compromettere definitivamente il recupero del credito e di dover inoltre risarcire il danno da rottura brutale del credito, qualora il recesso si rilevi *ex post* ingiustificato. Per tali ragioni, la giurisprudenza chiamata ad accertare la responsabilità degli amministratori di una banca che hanno deliberato il sostegno finanziario d'impresa in crisi tende talvolta ad attenuare il rigore del giudizio quando costoro si siano limitati a prorogare i finanziamenti concessi, senza accordare nuova liquidità (cfr. in tal senso App. Napoli, 21 settembre 2017, n. 3838).

### **1.4.2 Nuovi modelli di garanzie atipiche**

Spinto dalle esigenze delle piazze degli affari, anche il nostro legislatore, dal canto suo, ha tentato di introdurre nuovi strumenti più flessibili ed adatti alle esigenze del mercato con lo scopo dichiarato di promuovere e migliorare le richieste di finanziamento e credito alle imprese <sup>39</sup>. In particolare significative innovazioni sono avvenute con il decreto legge n. 59 del 2016, convertito con legge del 30 giugno 2016, n. 119, con il quale sono stati introdotti il pegno mobiliare non possessorio ed il finanziamento alle imprese garantito da trasferimento condizionato di un bene immobile.

Con il pegno mobiliare non possessorio possiamo affermare che sia definitivamente venuto meno il requisito dello spossessamento <sup>40</sup> del bene, tipico dei diritti reali, avendo tale strumento una natura convenzionale e non reale,

---

<sup>39</sup> Il legislatore si è occupato anche di favorire la concessione del credito ai consumatori privati con il d. lgs. n.72/2016, attuativo della direttiva 2014/17/UE, introducendo nel TUB il nuovo Capo I *bis* (artt. Da 120 *quinquies* a *noviesdecies*) nonché con la disciplina di cui all'art. 1, I comma, l- n. 44/2015 in tema di prestito vitalizio ipotecario.

<sup>40</sup> In realtà già in precedenza il legislatore aveva consentito la possibilità di pignorare determinati beni senza necessariamente spossessarli; si pensi alla legge n. 401 del 1985, in tema di costituzione di pegno sui prosciutti a denominazione di origine tutelata; in tali casi il pegno veniva formalizzato mediante l'apposizione di un contrassegno indelebile sul prosciutto e contestuale annotazione sull'apposito registro pegni. Stessa normativa è prevista in tema di prodotti lattiero-caseari, di cui all'art. 7 l. n. 122 del 2001.

per cui il debitore non perde la facoltà di continuare ad utilizzare l'oggetto della garanzia<sup>41</sup>.

La norma trova applicazione soltanto a garanzia dei crediti concessi per l'esercizio dell'impresa. Oggetto di pegno possono essere tutti i beni mobili destinati all'esercizio dell'impresa, determinati o determinabili, esistenti o futuri, esclusi i beni mobili registrati. Quanto alla forma, il pegno non possessorio si costituisce mediante contratto redatto in forma scritta sotto pena di nullità; trattandosi di negozio a carattere consensuale, la pubblicità del medesimo nei registri informatizzati avrà efficacia costitutiva ed una durata decennale. Inoltre è sempre ammissibile prevedere la rotatività del pegno, mediante apposita clausola<sup>42</sup>; con tale pattuizione prende vita il concetto di riserva di valore, per cui il pegno non sarebbe più incorporato e vincolato al valore di singoli beni, ma sarebbe ancorato bensì al valore di scambio dei beni medesimi, a prescindere quindi dalla possibile svalutazione temporale del bene posto in garanzia.

---

<sup>41</sup> GIORDANO, *le garanzie atipiche delle banche e degli intermediari*, in *Società e fallimento*, Milano 2018; DI MARZIO, *Il pegno non possessorio*, in *Il processo civile.it*.

<sup>42</sup> Sul punto BARILLA, *Alcune osservazioni a margine del recepimento legislativo del pegno non possessorio*, in *Corr. Giur.*, 2017, 1, p. 5; SCARPELLO, *L'oggetto del pegno nelle sue variazioni tipologiche. Riflessioni a margine della Cass. S.U., n. 16725/2012*, in *Nuova Giu. Civ. Comm.* 2013, 10, 20552. Il pegno rotativo è una figura giuridica, particolarmente diffusa nella prassi bancaria che consiste in una clausola con cui il debitore ed il creditore stabiliscono che se i titoli sottoposti a garanzia del finanziamento, dovessero scadere naturalmente prima del termine del contratto, questi vengano automaticamente o rotativamente sostituiti da altri titoli di valore non superiore ai precedenti. Ciò consente quindi la sostituibilità o mutabilità nel tempo dell'oggetto della garanzia, senza che ciò comporti una rinnovazione del credito a patto che non se ne alteri il valore economico. (Cass. 2008 n. 2456)



Verificatosi l'inadempimento del debitore, l'ente finanziatore procederà all'escussione del credito potendo optare, a sua scelta per la vendita, per l'appropriazione o per la concessione in locazione dei beni<sup>43</sup> fino a concorrenza della somma garantita. L'innovazione dello strumento è riscontrabile proprio in questa novità che consente al creditore non solo il classico potere di aggressione, ma anche quello di appropriazione fino ad arrivare a quello di gestione del patrimonio. In tale ambito il creditore si pone alla stregua del giudice dell'esecuzione che dispone la gestione negoziale della crisi d'impresa<sup>44</sup>.

Sullo stesso piano opera anche un altro strumento di derivazione anglosassone e cioè il c.d. *sale and lease back*, con il quale l'imprenditore aliena un bene strumentale alla sua attività a favore del creditore, acquistandone, al tempo stesso la disponibilità, attraverso un contratto parallelo di *leasing*, prevedendo la facoltà dell'imprenditore di riacquistarne la proprietà alla scadenza del contratto, esercitando un diritto di opzione di acquisto ad un prezzo predeterminato<sup>45</sup>. A differenza quindi dal pegno tradizionale,

---

<sup>43</sup> Il creditore potrebbe procedere ad una sorta di *lease back* invertito, locando il bene oggetto di pegno ed imputando i canoni al soddisfacimento del proprio credito fino a concorrenza della somma garantita.

<sup>44</sup> CIPRIANI, *Nuovi modelli di garanzie patrimoniali. Il patto marciano tra garanzia del credito ed esecuzione forzata*, in *Giurisprudenza italiana*, 2017, p. 1718.

<sup>45</sup> A differenza dalla locazione finanziaria il contratto di *sale and lease back* ha una struttura bilaterale, coinvolgendo da una parte il debitore, imprenditore o lavoratore autonomo, e dall'altro il creditore, tendenzialmente una società di finanziamento, e non trilaterale come la più classica locazione finanziaria, che vede l'intervento del terzo, fornitore del bene strumentale. CLARIZIA, *I contratti nuovi. Factoring, locazione finanziaria*, in *Trattato di diritto privato*, XV a cura di BESSONE, Torino, 1999, p. 223 e ss.; VARRONE, *Leasing finanziario e sale*

con questo contratto il debitore subisce la perdita reale della proprietà del bene, e non solo lo spossessamento, mentre ne mantiene la disponibilità di utilizzo, carattere che invece lo accomuna, come abbiamo appena visto, al pegno mobiliare non possessorio.

Le esigenze ed i tratti caratterizzanti questo contratto, viste anche le assonanze con le cc.dd. alienazioni in garanzia, pongono all'interprete un dovere di controllo di meritevolezza del contratto per il rischio che in concreto il medesimo sfoci in un'operazione di finanziamento assistita da un trasferimento in proprietà privo di causa, con possibile violazione del divieto del patto commissorio di cui all'articolo 2744 del codice civile<sup>46</sup>.

Innanzitutto per la valutazione della liceità e della conformità alle norme imperative è necessario individuare la causa del contratto del *sale and lease back*; che potrebbe essere individuata nella ricerca per l'imprenditore, attraverso l'alienazione del bene, di una liquidità immediata senza privarsi realmente degli strumenti per la produzione.

Diversamente, quindi, un utilizzo diverso dello schema contrattuale, come quello tendente a considerare il

---

*and lease back*, in *Impr. Amb. e P.A.*, 1975, p. 657; CASSANO, *Il contratto di sale and lease back*, in *Giur.it*, 2005, 5, p. 927; DOLMETTA, *Leaseback e patto commissorio: : un rapporto complesso*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 306.

<sup>46</sup> GITTI, *Divieto del patto commissorio, fronde alla legge, Sale and lease back*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1993, p. 457; CINQUEMANI, *Sale and lease back, tra liceità e frode al divieto del patto commissorio*, in *Giur.it*, 1996, 1, 1381; GRONDONA, *Funzione di garanzia, lease back e trasferimenti vietati*, in *Notariato 1998*, I, p. 171; CASSANO, *Contratto di leasing, leasing di godimento, leasing traslativo, sale and lease back e divieto di patto commissorio*, in *Vita notarile*, 2003, 2, p. 1047.

trasferimento della proprietà come definitivo ed in funzione della garanzia dell'inadempimento dell'obbligazione principale, sarebbe in contrasto con i principi del sistema normativo ed in particolare in diretta violazione dell'articolo 2744 c.c. Lo afferma la Cassazione a Sezioni Unite con sentenza del 3 giugno 1983 n. 3800, riferendosi però a qualsiasi fattispecie contrattuale, anche tipica, a prescindere dal *nomen iuris* utilizzato o dal momento in cui si esplicano gli effetti reali del contratto<sup>47</sup>; da questo orientamento è semplice ancora una volta rilevare l'importanza del controllo di meritevolezza su qualsiasi fattispecie che, realizzando in concreto, scopi diversi da quelli preordinati, possa porre in essere conseguenze ed effetti che l'ordinamento vieta in virtù di un sistema di protezione.

Appare quindi essenziale comprendere quale sia la protezione che il legislatore ricollega al divieto del patto commissorio, tale da essere sanzionata con la nullità dell'intero schema negoziale posto in essere, poiché, come si vedrà, l'eventuale presenza di indici rilevatori di uno scopo di garanzia nell'alienazione non sempre dovranno comportare l'illiceità *in toto* dell'operazione.

---

<sup>47</sup> La cassazione quindi mette in discussione anche fattispecie tipiche come la vendita sottoposta a condizione sospensiva o quella con patto di riscatto, attraverso le quali contraenti ben potrebbero ottenere e conseguire risultati vietati dalla disposizione di cui al 2744 c.c., impegnando l'interprete così nella ricerca di indici sintomatici da cui evincere nel caso concreto l'eventuale scopo di garanzia perseguito attraverso l'alienazione, come la sproporzione tra il prezzo di vendita ed il valore del bene, così SESTA, *Le garanzie atipiche*, Padova, 1988, p. 107 e ss.; Cass. n. 2007/ 6969; Cass. n. 2011/ 5740; Cass. n. 2012/ 1675.

La ratio di cui all'articolo 2744 c.c., però, non è così netta e chiara, anche perché gli stessi interpreti delle corti superiori non si sono mai staccati da definizioni sempre un po' generiche ed a volta contraddittorie; anzi, proprio la giurisprudenza è spesso oscillata tra il sostenere la tutela delle ragioni del debitore da illecite coercizioni del creditore fino ad arrivare alla tutela delle ragioni dei creditori, da rinvenirsi nel rispetto del principio della *par condicio creditorium*, intesa, quale corollario del 2741 c.c., come la necessità di evitare che un solo creditore, impossessandosi del bene e approfittando dello stato di debolezza del debitore, possa acquisire a danno degli altri un valore notevolmente superiore a quello del suo credito da garantire<sup>48</sup>. Entrambe le tesi però non hanno convinto la dottrina.

In particolare la *ratio* che tutela il debitore sarebbe sproporzionata rispetto alla sanzione della nullità, laddove fattispecie simili vengono tutelate con rimedi meno definitivi, come la rescissione, azionabile solo su iniziativa di parte<sup>49</sup>.

Ma anche il principio a tutela della parità dei creditori non sembra tale da sostenere un principio di portata generale come quello derivante dal 2744 c.c.; poiché anche qui la violazione di tale principio si attesta su rimedi di inefficacia

---

<sup>48</sup> Cass. n. 1995/10805; Cass. n. 2015/1625; LOJACONO, *Il patto commissorio nei contratti di garanzia*, Milano, 1952, p. 94; PUGLIATTI, *Precisazioni in tema di vendita a scopo di garanzia*, op. cit., p. 338.

<sup>49</sup> BIANCA, *Il divieto del patto commissorio*, Milano, 1957, p. 145; ROPPO, *Il divieto del patto commissorio*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da RESCIGNO, 1985, p. 434 e ss..

relativa a favore del creditore privilegiato o prioritario, ma non con la nullità del contratto.

Sembra chiaro quindi che la norma non possa trovare fondamento in principi individualisti, ma, bensì, in quelli di carattere generale, tali da giustificarne le conseguenze accordate dal legislatore. Per tale motivo appaiono più convincenti ricostruzioni legate alla inderogabilità della normativa in tema di procedure esecutive, non derogabile dalle parti, o ancora all'interesse sociale a che il patto commissorio non diventi una clausola di stile in ogni contratto di finanziamento.

Una teoria che ha trovato parecchi sostenitori in dottrina tende a ricondurre la *ratio* della norma all'inadeguatezza della funzione di garanzia a fondare il trasferimento della proprietà di un bene. Eppure ancora una volta, anche questa tesi non appare convincente.

Il nostro sistema, infatti, mostra fattispecie contrattuali sorrette da un causa della garanzia e non per questo incapaci di fondare un trasferimento della proprietà<sup>50</sup>.

Quindi accertato che la violazione del divieto del patto commissorio non possa essere individuata nella semplice

---

<sup>50</sup> Il riferimento normativo, anche se non direttamente attinente alla questione discussa è agli articoli 496 c.p.c., 2872 c.c. e ss., 2910 c.c., 2798 c.c. Tali meccanismi comportano un controllo volto a commisurare il valore dell'acquisizione al credito rimasto insoluto. In dottrina MINNITI, *Patto marciano e irragionevolezza del disporre in funzione di garanzia*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1-2, 1997, p. 58 e ss., ha in particolare sostenuto che tali fattispecie dovrebbero essere considerate come immediata applicazione di un principio generale e connotante la materia della responsabilità patrimoniale, volto ad assicurare una misura di adeguatezza nell'assoggettamento del patrimonio del debitore alla sua funzione di garanzia.

presenza di uno scopo di garanzia, sarà necessario aggiungere un elemento ulteriore, rappresentato dalla difesa dell'interesse generale a che l'alienazione pattuita possa comportare un trasferimento eccessivo rispetto all'obbligazione cui si riferisce. Ai fini della liceità dell'operazione quindi vi dovrà essere una proporzionalità tra il credito insoluto ed il bene alienato in garanzia tale da giustificare il trasferimento pattuito, non dovendo andare la pretesa del creditore, oltre la ragione stessa della garanzia.

Al fine quindi di garantire la liceità<sup>51</sup> di questi patti, compreso quindi anche la fattispecie del *sale and lease back*, sarà necessaria la previsione della c.d. cautela marciana<sup>52</sup>, intesa come pattuizione con la quale le parti stabiliscono in via preventiva che, nel momento dell'inadempimento della parte obbligata, il trasferimento del bene a favore del creditore possa ritenersi consolidato solo a seguito di una perizia del bene stesso e della restituzione nelle mani del debitore dell'eventuale eccedenza di valore rispetto all'ammontare del credito rimasto insoluto.

---

<sup>51</sup> Cass. 2017 n. 16646, in *Il corriere giuridico*, 2017, 12, con nota di VITI, *La liceità del sale and lease back alla luce del divieto di patto commissorio e della previsione di meccanismi marciani*, p. 1502; Cass. 2013 n. 10986; Cass. 2011 n. 5740; Cass. 2005 n. 1273.

<sup>52</sup> Tale cautela trae origine dal nome del giureconsulto romano Elio Marciano ( giureconsulto romano dell'età dei Severi, III sec. d. C.) e venne elaborata come figura autonoma per attenuare le conseguenze della *lex commissoria*, a partire dal 324 d.C. La cautela marciana consente, a determinate condizioni poste a garanzia delle parti, al creditore di acquisire la proprietà dei beni dati in pegno o in garanzia. BIANCA, *diritto civile. Le garanzie reali. La prescrizione*, Milano, 2012, p. 288; CARNEVALI, *Patto commissorio*, in *Enciclopedia del diritto*, XXXII, Milano, 1982, p. 505.

Ritornando quindi al contratto di *sale and lease back* sarà compito del giudice individuare eventuali termini di criticità tali da comprometterne la validità: in particolare, il medesimo, non solo dovrà fare riferimento a quegli elementi sintomatici di anomalie sullo scopo tipico del contratto<sup>53</sup>, come l'assenza della natura di bene strumentale dell'oggetto del patto o la presenza di una situazione di credito – debito preesistente o concomitante con la vendita, bensì dovrà anche valutare la proporzionalità tra lo scopo ed il concreto risultato ottenuto dalle parti alla luce delle considerazioni fin qui effettuate sul divieto del patto commissorio.

Sempre sul tema dell'alienazione in garanzia, il d.l. 59/2016 citato ha introdotto la normativa rubricata “Finanziamento alle imprese garantito da trasferimento di bene immobile sospensivamente condizionato” di all'articolo 48 *bis* del Testo unico bancario. La norma si pone come una vera e propria eccezione alla disciplina di cui all'articolo 2744 e recepisce all'interno della normativa i principi appena esposti della cautela marciiana<sup>54</sup>.

---

<sup>53</sup> Anomalie idonea a compromettere lo scopo dello schema in esame potrebbero riguardare ancora elementi essenziali, quali non solo la mancanza della natura strumentale del bene compravenduto, ma anche la qualità delle parti contraenti, i criteri di valutazione adottati per il prezzo di vendita e i canoni di locazione, la presenza di clausole con cui la società *leasing* potrebbe versare solo una parte del prezzo di vendita all'alienante, o l'esistenza di condizioni pregresse, come quella di una notevole esposizione creditoria dell'alienante comunque una sua situazione di difficoltà economica, legittimante il sospetto di un approfittamento della sua debolezza, o ancora la mancanza di interesse dell'imprenditore ad utilizzare il bene strumentale, sul tema LUMINOSO, *Lease back, mercato e divieto del patto commissorio*, op. cit., p. 501.

<sup>54</sup> Con questa ulteriore normativa si comprende che il nostro legislatore, invece di creare un coordinamento tra i principi e le varie discipline ad essi afferenti, ha preferito la strada della proliferazione indiscriminata di meccanismi riconducibili al patto marciano, PIRAIMO, *Nuovi*

In particolare la nuova normativa, in vigore dal 4 maggio 2016, consente alle parti, necessariamente un imprenditore<sup>55</sup> dal lato debitorio e un ente autorizzato al finanziamento presso il pubblico dal lato creditorio, la possibilità in sede di contratto di finanziamento o di successiva modifica delle condizioni contrattuali, di concordare, che in caso di inadempimento del debitore, al creditore possa spettare l'acquisizione in proprietà del bene posto a garanzia del finanziamento.

Il contratto, quindi, dal punto di vista formale, sarà sottoposto alla condizione sospensiva di trasferimento<sup>56</sup> rappresentata dall'inadempimento del debitore e dovrà contenere tutte le menzioni necessarie ai fini del rispetto della normativa imposta in tema di trasferimenti immobiliari, come quelle relative all'identificazione dell'immobile, alle dichiarazioni urbanistiche, alla certificazione energetica ed alla conformità catastale.

Oggetto della garanzia potranno essere il trasferimento sia del diritto di proprietà sia di altro diritto reale limitato su un bene immobile, di proprietà dell'imprenditore o di un

---

*modelli di garanzie patrimoniali. Il patto marciano alla luce della disciplina del credito immobiliare ai consumatori*, in *Giur.it.*, 2017, p. 7.

<sup>55</sup> La norma si riferisce genericamente agli imprenditori, potendo quindi esservi ricompresi tutti gli imprenditori, individuali o non rientranti nella definizione di cui all'art. 2082 c.c., in particolare a parere di VISCONTI, *La nuova garanzia reale dei prestiti bancari: il patto marciano*, in *Immobili e proprietà*, 2017, 10, p. 586, potranno beneficiarne anche le società cooperative, anche sotto forma di impresa sociale, prive di uno scopo di lucro, purché iscritte nel registro delle Imprese.

<sup>56</sup> Si tratta più precisamente di una condizione di inadempimento (art. 1356, 1357 e 1358 c.c.) Cass. n. 2017/22951, AMBROSINI, *La rafforzata tutela dei creditori privilegiati nella legge n. 119 del 2016: il cd. patto marciano*, in *Dir. Fall.*, 2016, 5, p. 1075.



terzo, con esclusione dell'immobile adibito ad abitazione principale.

Nel patto saranno inoltre previste in modo chiaro e dettagliato per il debitore tutte quelle condizioni che daranno luogo all' inadempimento<sup>57</sup>, da cui discenderà il diritto di opzione per l'ente finanziatore di scegliere se avvalersi del patto marciano, comunicando tale dichiarazione al debitore, oppure di proseguire per i classici percorsi dell'esecuzione forzata.

Affinché possa però definitivamente attribuirsi la proprietà del bene, e dirsi quindi realizzata la condizione sospensiva, il creditore dovrà indicare l'ammontare del credito vantato, predisporre una relazione di stima dell'immobile in oggetto, ad opera di un terzo esperto ed imparziale e di conseguenza restituire l'eventuale eccedenza tra il valore del bene e quello del credito insoluto a favore del debitore.

---

<sup>57</sup> Qualche malcontento in sede di conversione in legge lo ha suscitato la circostanza che l'inadempimento venisse parametrato sulla base delle rate scadute e non pagate, tenendo in considerazione la percentuale di debito residuo rispetto al totale originario solo in caso di restituzione di una notevole parte della somma finanziata. Di fatti il V comma della norma in commento prevede che: *"..., si ha inadempimento quando il mancato pagamento si protrae per oltre nove mesi dalla scadenza di almeno tre rate, anche non consecutive, nel caso di obbligo di rimborso a rate mensili; o per oltre nove mesi dalla scadenza anche di una sola rata, quando il debitore è tenuto al rimborso rateale secondo termini di scadenza superiori al periodo mensile; ovvero, per oltre nove mesi, quando non è prevista la restituzione mediante pagamenti da effettuarsi in via rateale, dalla scadenza del rimborso previsto nel contratto di finanziamento. Qualora alla data di scadenza della prima delle rate, anche non mensili, non pagate di cui al primo periodo il debitore abbia già rimborsato il finanziamento ricevuto in misura almeno pari all'85 per cento della quota capitale, il periodo di inadempimento di cui al medesimo primo periodo è elevato da nove a dodici mesi. Al verificarsi dell'inadempimento di cui al presente comma, il creditore è tenuto a notificare al debitore e, se diverso, al titolare del diritto reale immobiliare, nonché a coloro che hanno diritti derivanti da titolo iscritto o trascritto sull'immobile una dichiarazione di volersi avvalere degli effetti del patto di cui al medesimo comma, secondo quanto previsto dal presente articolo, precisando l'ammontare del credito per cui procede."*

Conclusasi tale operazione il credito si considererà estinto ed il debitore verrà in ogni caso esdebitato, anche laddove il valore del bene *dovesse essere* inferiore o comunque non sufficiente a soddisfare a pieno l'interesse del creditore garantito.

È evidente che anche qui lo scopo della normativa è duplice e si divide da una parte con l'interesse di migliorare il rapporto tra finanziatore e debitore, tentando di spingere il primo a concedere più facilmente credito al secondo, dall'altra con il garantire un meccanismo di funzionamento della procedura il più possibile lecito, veloce e funzionale, tale da congestionare le aule delle esecuzioni forzate.

Ciò nonostante, l'intento perseguito dal legislatore non sembra essersi attuato a pieno, come dimostra lo scarso utilizzo dello strumento nella prassi, e ciò trova una ragione nel fatto che il legislatore non si è preoccupato di agevolare e stimolare davvero l'interesse del finanziatore a concedere credito sul mercato. A quest'ultimo infatti, come abbiamo visto fin d'ora, non interessa acquisire il bene poiché dovrà comunque, nella maggior parte dei casi procedere ad una sua rivendita; ciò vuol dire per il creditore, sicuramente non sopportare i costi della procedura di espropriazione forzata, ma non di meno dovrà comunque accollarsi le spese di gestione e/o manutenzione del bene per tutto il tempo necessario alla dismissione dello stesso.

In ogni caso non viene assolutamente attenuato il rischio che, a causa della crisi del mercato immobiliare, il

creditore possa ricavare dalla vendita un corrispettivo non solo non congruo ma anche non sufficiente a coprire e risanare il totale dell'esposizione debitoria.

Non è difficile quindi comprendere perché la norma non abbia attirato le Banche a cui chiaramente interessa ottenere nel finanziamento la garanzia al rimborso di quanto prestato immediatamente, al fine di avere la liquidità necessaria per continuare l'attività di prestito creditizio<sup>58</sup>.

### ***1.4.3 Garanzie patrimoniali e società di capitali***

Se questo è il meccanismo generale di funzionamento della tutela del credito, il nostro legislatore si è preoccupato inoltre di prevedere anche ulteriori forme di garanzie del credito, prevedendo specifiche norme in tema di ordinamento delle società di capitali, che, sebbene non in via diretta, almeno in via indiretta costituiscono fonti di garanzie per il ceto creditorio<sup>59</sup>.

---

<sup>58</sup> Per tale ragione, infatti, la dottrina tende a non limitare l'applicazione del patto marciano al solo disposto dell'articolo 48 *bis* del TUB, ma cerca di renderlo uno schema contrattuale per tutti i soggetti, nel rispetto delle precauzioni consistenti nella redazione della perizia di stima e nella restituzione della somma ricavata eccedente. Anche al di fuori dei requisiti soggettivi previsti dalla norma si è appunto dinanzi ad un contratto che tutela interessi meritevoli di tutela.

<sup>59</sup> ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006; GALGANO e GENGHINI, *Il nuovo diritto societario. Tomo I: Le nuove società di capitali e le cooperative*, Padova, 2006; SANDULLI – SANTORO, *La riforma delle società*, Torino, 2007.

Si pensi alla normativa che impone una cifra minima<sup>60</sup> di capitale sociale per la costituzione degli enti di cui al titolo V, capo V e seguenti del codice: il capitale sociale, infatti, tra le altre funzioni, per questo tipo di enti, esprime in termini monetari l'entità minima della garanzia offerta dal patrimonio sociale per le obbligazioni che essa assume sia di fronte ai creditori che agli stessi soci, come supplemento o meglio vincolo<sup>61</sup>, quindi, alla garanzia generica di cui all'articolo 2740 c.c. Per tale motivo, anche nella fase iniziale dell'impresa, è necessario che la società possa garantire una certezza di solidità e di effettività del capitale sociale.

Sulla stessa riga è concepita poi la normativa che impedisce la sottoscrizione (ossia l'eseguibilità) di un nuovo aumento di capitale qualora le azioni o quote precedente emesse non siano state interamente liberate<sup>62</sup>: l'esigenza in

---

<sup>60</sup> Per le società per azioni l'articolo 2327 c.c., come modificato dall'art. 20, co. VII, del d.l. 91/2014, abbassa il limite minimo di capitale sociale ai fini della costituzione in euro 50.000,00, anziché euro 120.000,00 come previsto prima. Per le società a responsabilità limitata, per cui vige il limite di euro 10.000, il IV comma dell'articolo 2463 c.c. prevede che la società possa costituirsi anche con un capitale inferiore ad euro 10.000 con il minimo di un euro, cc.dd. s.r.l. semplificate. Nulla invece è previsto per le società di persone, la cui garanzia è quella generica di cui al 2740 c.c., costituita, appunto, dal patrimonio personale dei soci, illimitatamente responsabili.

<sup>61</sup> Secondo TANTINI, *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padova, 1980, p. 62, il capitale sociale non assolverebbe ad una funzione di garanzia diretta cui è destinato ex art. 2740 c.c. il patrimonio sociale, ma ad una funzione di supplemento di garanzia, rinvenibile in una sorta di vincolo sul capitale stesso. GALGANO, *Società per azioni*, Comm. SB art. 2327, Padova, 1988, p. 38, afferma che il capitale rassicura i terzi i quali facciano credito alla società sul fatto che i beni che formano il patrimonio sociale della società raggiungono un valore quantomeno uguale ai due terzi del capitale sociale; in quanto le perdite che non intacchino il minimo legale del capitale o che non superino il terzo del capitale sociale non impongono all'organo amministrativo l'adozione di alcun provvedimento (art. 2446 c.c.).

<sup>62</sup> Cass. 2011 n. 25731, GINEVRA, *Diritto commerciale*, a cura di CIAN, II, Milano, 2014, p. 261; GIANNELLI, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA-PORTALE, Torino, 2006, p. 260, secondo cui la

particolare è quella di tutelare i soci ed i creditori sociali dal rischio sia di un'eccessiva ed incontrollata esposizione debitoria della società, sia di una falsa rappresentazione del capitale sociale, che, in virtù del principio di effettività, non dovrebbe trovarsi ad avere un capitale nominale elevato a cui non corrisponde un effettivo versamento nelle casse sociali.

Un ulteriore esempio di tutela dell'effettività del capitale sociale, predisposto dal legislatore, è quello delle limitazioni legali alla distribuzione dei dividendi tra soci: si pensi, ad esempio, all'obbligo di cui all'articolo 2430 del codice civile di accantonare una somma corrispondente almeno alla ventesima parte degli utili per costituire una riserva legale di importo pari ad almeno un quinto del capitale sociale<sup>63</sup>.

Altra normativa in tema di tutela dei creditori sociali si può riscontrare nella disciplina dettata in tema di opposizioni riconosciute ai medesimi di fronte a cambiamenti rilevanti dell'assetto strutturale e patrimoniale della società. Si pensi quindi alla delibera di riduzione volontaria e reale del capitale sociale, in assenza di perdite rilevanti o di perdite inferiori ad

---

nuova formulazione del 2438, I comma, c.c., farebbe intendere che l'integrale liberazione delle azioni precedentemente si atteggia a condizione di eseguibilità della delibera di aumento. Contrario a tale ricostruzione, nonostante la lettera della legge.

<sup>63</sup> L'assemblea poi potrebbe anche decidere autonomamente di costituire un'ulteriore riserva statutaria facoltativa in cui far confluire parte degli utili da accantonare. Inoltre l'art. 2433 c.c., ponendo ulteriori limitazioni alla distribuzione di utili, prevede che: *"Non possono essere pagati dividendi sulle azioni, se non per utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio regolarmente approvato."*

*Se si verifica una perdita del capitale sociale, non può farsi luogo a ripartizione di utili fino a che il capitale non sia reintegrato o ridotto in misura corrispondente.*

*I dividendi erogati in violazione delle disposizioni del presente articolo non sono ripetibili, se i soci li hanno riscossi in buona fede in base a bilancio regolarmente approvato, da cui risultano utili netti corrispondenti."*

un terzo del capitale sociale: in tali casi, infatti, la delibera non potrà essere eseguita se non dopo il decorso di 90 giorni dall'iscrizione a registro imprese e purché entro detto termine i creditori sociali non abbiano fatto opposizione; o ancora si pensi alla normativa in tema di trasformazione, fusione e scissione, per cui è sempre necessario, prima che le delibere possano avere efficacia, il consenso dei creditori sociali, a cui spetta la prerogativa di tutelare l'originaria posizione che i medesimi avevano nel momento in cui hanno instaurato il rapporto obbligatorio con la società<sup>64</sup>.

In quest'ambito merita una particolare attenzione, inoltre, la fattispecie del *leverage buy out*, anche conosciuto nella forma abbreviata di *LBO*, di cui all'articolo 2501 *bis*, rubricato "Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento". Nel concreto il *LBO*<sup>65</sup> è un'operazione con la

---

<sup>64</sup> Si fa riferimento alla normativa di cui agli articoli 2500 *quinquies*, 2500 *nonies*, 2503, 2503 *bis* e 2506 *ter*.

<sup>65</sup> Innanzitutto affinché si realizzi la fattispecie di cui in commento è necessario che la società acquirente richieda tale finanziamento con lo scopo vincolante di acquisire una partecipazione di controllo rilevante all'interno della società obiettivo: ovvero sia una partecipazione che direttamente o indirettamente le consenta di esercitare un'influenza "dominante" sulla gestione dell'impresa. Inoltre lo stesso ente finanziatore, prima di concedere il prestito, effettuerà una valutazione della convenienza dell'operazione, giudicando la capacità della società *target* di poter incrementare il proprio patrimonio sociale a seguito dei possibili maggiori utili che deriveranno dalla fusione degli assetti societari, nonché dall'unione dei due patrimoni economici ed industriali.

La tutela codicistica però in concreto si esplica attraverso il II comma, dell'articolo 2501 *bis*, che obbliga entrambe le società, acquirente e *target*, ad inserire nel progetto di fusione l'indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. L'omissione, puramente formale del documento, qualora non venga eccepita dal notaio verbalizzante, concretizzerà quindi un vizio del procedimento stesso di fusione, sanzionabile o attraverso l'impugnazione della delibera di approvazione del progetto da parte dei soci o con l'opposizione *ex art.* 2502 c.c. da parte dei creditori sociali. Al contrario, qualora la documentazione allegata fosse carente in sostanza di criteri razionali o logici giustificativi dell'operazione, si potrebbe ritenere integrata la fattispecie della falsa

quale una società richiede un finanziamento (*financial assistance*) per la conclusione di un'operazione di acquisizione di una partecipazione di controllo in un'altra società, definita *target*; la particolarità è che, a seguito della fusione, la garanzia per l'obbligazione così assunta, sarà rappresentata dal patrimonio della medesima società *target*. Costituisce, quindi, una tipica operazione di finanziamento destinata ad essere garantita mediante una forma di cautela "atipica", costituita dalla valutazione dei flussi finanziari attesi dalla società oggetto finale dell'operazione, poiché, nella sostanza, verrà messo a rischio il solo patrimonio della società acquisita<sup>66</sup>. La società acquirente, infatti, non subirà alcun reale pregiudizio, non vedendo esposti beni propri.

È questa circostanza che pone grossi rischi nel concreto operativo, poiché potrebbe ingenerare un indiretto abuso<sup>67</sup> di posizione da parte dell'organo amministrativo della

---

comunicazione sociale ex art. 2621 c.c., con responsabilità da imputarsi in capo agli organi amministrativi di entrambe le società; poiché non è da escludersi che anche gli amministratori della società *target* potrebbero soprassedere sulla fattibilità dell'operazione in cambio della promessa di benefici od altre utilità. ARDIZZONE, *Commento all'art. 2501bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, Egea, 2006, p. 517 ss; PERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 531; TAMBURINI, *Commento all'art. 2501bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2006, p. 2523; PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr.*, 2003, p. 1418.

<sup>66</sup> L'art. 2501 *bis* qualifica il patrimonio della società come "garanzie generica o fonte di rimborso" dei debiti assunti dall'acquirente: le due espressioni non sono sinonime, come pur spesso si ritiene in dottrina, ma sembrano puntualizzare come quel patrimonio possa costituire, a seconda delle situazioni concrete, garanzia statica o piuttosto dinamica per il finanziatore, a seconda se quest'ultimo confidi nella sua consistenza attuale, oppure nel realizzo futuro di flussi finanziari e/o economici. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, disponibile su [www.unitn.it](http://www.unitn.it).

<sup>67</sup> MONTALENTI, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.* 2004, I, p. 791: già prima della riforma del 2003, al fine di

società acquirente, rappresentato dalla svalutazione del patrimonio della *target*.

Trattandosi quindi indubbiamente di un'operazione rischiosa dal punto di vista finanziario, il legislatore ne ha disciplinato gli aspetti nella normativa di cui agli articoli 2501 *bis* e 2358 del codice civile.

La *ratio* della norma, infatti, non si concentra in questo caso sulla tutela del capitale sociale o dei rapporti di forza all'interno della compagine, ma piuttosto tutela il patrimonio sociale contro il rischio che gli amministratori utilizzino gli *asset* sociali per diminuire il costo di acquisto delle azioni, pregiudicando, quindi, l'integrità del patrimonio ed allineando il rischio di insolvenza dell'acquirente con quello della società, senza che venga apportato alcun beneficio all'impresa.

Più precisamente, il rischio sarebbe di esercitare un controllo su tutti gli attori dell'operazione tale da convincerli a cedere all'azzardo morale di porre il patrimonio della società *target* in pericolo, lasciando il patrimonio dell'acquirente indifferente rispetto all'operazione.

Sarà, quindi, lecita l'operazione tutte le volte in cui il disegno unitario dell'operazione, dimostrato dai documenti e dai piani allegati all'atto di fusione, sarà strutturato in modo tale da escludere il rischio dell'abuso del controllo, e, quindi,

---

distinguere le ipotesi di LBO lecito ed illecito, si riteneva essenziale la presenza di un piano industriale e finanziario idoneo e credibile al fine di evitare l'insorgere dell'insolvenza, ponendo in ogni caso al centro della valutazione l'art. 2358 c.c.



escludere il pericolo di creare un'instabilità finanziaria nel patrimonio della società *target*<sup>68</sup>.

Ed egualmente, non sarà necessario, a legittimare l'operazione stessa, la dimostrazione di un semplice *quid pluris*, individuate dalla norma, stante l'obbligo, previsto dalla norma, di indicare le “ragioni” e soprattutto gli “obiettivi” dell'operazione (2501 *bis*, III comma).

Si tratta in sostanza di una norma che mira a prevenire, quindi, la produzione di un danno scaturente da un conflitto di interessi potenziale, vietandone persino la sua pianificazione con i creditori ed gli eventuali soci di minoranza della società *target*.

## 1.5 CONCLUSIONI

Come abbiamo, quindi, visto lo scenario del sistema delle garanzie reali o generiche in Italia appresta una tutela del credito che è rivolta principalmente a gestire la fase patologica del rapporto obbligatori: cioè, quella nella quale il finanziatore non è riuscito ad ottenere l'oggetto della sua pretesa e della sua aspettativa e riceve quindi un risarcimento del danno.

---

<sup>68</sup> Tale valutazione non è del tutto estranea al diritto commerciale: si pensi ad es. alla disciplina degli acquisti pericolosi di cui all'art. 2343 *bis* oppure, nel diritto civile, alla predeterminazione del contenuto del negozio che anestetizza il conflitto d'interesse del rappresentante quanto agli artt. 1394 e 1395 c.c.

Diverso, invece, è l'obiettivo tramite il quale operano i *covenants*: essi sono, infatti, finalizzati ad assicurare la regolarità dei flussi finanziari sì da favorire l'adempimento (o da adeguare le condizioni di credito al mutamento del grado di rischio) piuttosto che a garantire il recupero delle somme finanziate nel caso (appunto patologico) di inadempimento.

In particolare, i *covenants* hanno raggiunto, principalmente negli Stati Uniti d'America, un elevato livello di diffusione e ,proprio i dati raccolti dall'esperienza oltreoceano, sono utili per effettuare un'indagine economica ed industriale sull'effetto dell'utilizzo delle suddette clausole e nei rapporti tra finanziatore e debitore e, in generale, nei rapporti con il mercato. In particolare dagli studi è emerso che le società che hanno optato per i finanziamenti assistiti dalle clausole *covenants* hanno ottenuto un notevole aumento delle *performance* non solo nella fase fisiologica del rapporto, ma anche in quella patologica.

Si potrebbe quindi sostenere che non solo i *covenants* aiutano la società a svilupparsi in modo sano, coadiuvando le scelte discrezionali degli organi societari, ma che anche l'intervento del *lender* all'interno dell'assetto governativo, in fase di violazione del patto e rinegoziazione del finanziamento, contribuisce al miglioramento aziendale apportando quel cambiamento necessario per il ripristino dell'impresa, rimuovendo o rinnovando ad esempio l'apparato organizzativo - amministrativo, o ancora orientandola verso comportamenti o investimenti meno rischiosi per il capitale. Così l'impresa

cresce e, consolidando la sua credibilità sul mercato, aumenta la sua forza.

Tali risultati hanno contribuito alla diffusione su tutto il mercato europeo, compreso il nostro paese, dei *covenants* finanziari, come dimostrato anche dall'attuale interesse della dottrina giuridica su tali strumenti, nonostante un atteggiamento di preoccupata opposizione da parte dei soggetti coinvolti.

Innanzitutto, un primo motivo di scoraggiamento per l'istituto finanziatore potrebbe essere rappresentato dall'elevato costo delle risorse necessarie per la redazione e negoziazione del contratto, nonché per il controllo dell'impresa nella fase di monitoraggio<sup>69</sup>. In realtà, però questa attività non avrebbe di per sé un forte impatto per l'ente finanziatore in quanto già obbligato a effettuare un'attività preliminare scrupolosa e dettagliata prima della concessione del credito. Il *covenant* quindi finirebbe solo per arricchire i compiti della banca, come un ulteriore indice da analizzare per la formazione del *rating* dell'impresa finanziata, ma a ciò conseguirebbero diversi ed evidenti vantaggi, consistenti in un monitoraggio a costo zero ed in un potere di rinegoziazione nel tempo; così se la banca rischia di meno, meno dovrà accantonare, e tale risparmio ottenuto nel lungo

---

<sup>69</sup> In questo ambito, inoltre, hanno un notevole impatto anche gli accordi Basilea 2 e Basilea 3, che hanno comportato l'obbligo per le banche e gli istituti di credito autorizzati, di dotarsi di requisiti minimi patrimoniali per concedere prestiti finanziari, oltre la necessità di dover accantonare quote di capitale, proporzionali al rischio derivante dai vari rapporti di credito assunti

periodo azzererà i costi necessari per l'attività di istruzione e monitoraggio del *covenant*.

Il vero ostacolo però, a cui è dedicato in particolare l'ultimo capitolo, è però derivante dalla possibile riconcettualizzazione del *covenant* come ingerenza contrattualizzata del finanziatore all'interno della *governance* dell'impresa. Proprio nel nostro ordinamento, con maggiore intensità rispetto ai sistemi di *common law*, è maggiormente sentito il problema dell'influenza di terzi nella gestione aziendale, soprattutto perché è corredata da un sistema di responsabilità e sanzioni che hanno portato le banche e gli altri istituti di credito ad una maggior prudenza rispetto all'utilizzo aperto di tali sistemi alternativi.

Ma gli ostacoli alla diffusione di tali clausole non dipendono dalla sola resistenza delle banche, anche infatti lo stesso soggetto finanziato non è sempre pronto dinanzi alle novità del sistema creditizio. In particolare, per quest'ultimo, come per le banche, il problema principale è rappresentato dai costi necessari per adempiere a tutti gli obblighi assunti con i *covenants*. Infatti, se si pensa alla circostanza fattuale che il nostro paese è principalmente composto da medie e piccole imprese, che non dispongono di un apparato organizzativo adeguato, il problema si accresce anche di una difficoltà strutturale, quasi insuperabile. Di fatti solo le grandi imprese sarebbero capaci di sostenere la complessa e onerosa struttura organizzativa che possa effettivamente rispondere alla serie di impegni previsti nel *covenant*.

Ma, anche in tal caso, il costo che l'impresa dovrà affrontare dovrebbe essere attenuato dal vantaggio che la medesima otterrà con l'utilizzo delle suddette clausole.

Sempre sulla stessa linea, in parallelo con le problematiche riscontrate dalle banche, ulteriore ostacolo all'utilizzo dei *covenants* per l'imprenditore è rappresentato dalla volontà dell'impresa di far intervenire nella gestione aziendale un terzo finanziatore, accettando un'indubbia limitazione della sua libertà di iniziativa economica. Di fatti, se già le imprese si trovano a far fronte ad organizzazioni sempre più complesse e ad un proliferarsi di vertici aziendali cui far capo, sempre più diramato e staccato da chi ne detiene la proprietà, la presenza di un ulteriore terzo estraneo, quale il *lender*, non potrebbe che complicare maggiormente la fase decisionale di ogni azienda.

Ancora una volta, sebbene non si possa negare una certa maggiore difficoltà, è pur vero che a fronte di tale disagio, la prassi ha dimostrato enormi vantaggi per le aziende che hanno optato per i *covenants*, soprattutto in termini di crescita e sviluppo economico sul mercato. Pertanto l'analisi dei benefici appare superare quella dei costi e si auspica un sempre maggior ricorso a tali strumenti.



## 2 COVENANTS .

### PROFILI CIVILISTICI E FUNZIONALI

---

#### 2.1 I COVENANTS ED IL PROBLEMA DEL COST OF AGENCY

Per *covenant*<sup>70</sup> si intende una pattuizione, accessoria ad un contratto di finanziamento, a medio e lungo termine<sup>71</sup>, con la quale un soggetto si impegna a mantenere un certo comportamento, assumendo verso il creditore una serie di

---

<sup>70</sup> Nel corso degli anni lo scenario giuridico ed economico si è sempre più arricchito di studi sull'argomento in commento, mossi dall'incrementato interesse verso questa nuova forma di garanzia del credito, si veda M.MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013; G.PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009, 1; D.GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, F.BAZZANA, *i covenants nei contratti di debito. Esistenza, condizioni di efficacia e prezzo*, Roma 2007; M. PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca Impresa e società*, 2006; I. DEMURO, *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010.

<sup>71</sup> In Italia il finanziamento a medio e lungo termine ha trovato meno sviluppo che nel resto dell'Europa, ciò sia per ragioni di carattere storico che attuali. Innanzitutto, fino alla liberalizzazione del settore bancario degli anni novanta, a seguito del recepimento della direttiva CEE di coordinamento bancario, tale forma di finanziamento era soggetta ad una disciplina particolarmente restrittiva, riservata agli Istituti di Credito speciali, oltre che pervasa da una rilevante presenza pubblica. Con l'introduzione del testo unico bancario del 1993 il sistema viene decisamente rinnovato attraverso una despecializzazione bancaria e l'attribuzione a qualsiasi istituto che rispetti le regolamentazioni dell'autorità di vigilanza la possibilità di operare sul mercato, contribuendo alla nascita di istituti di maggiori dimensioni (V. DESARIO, *Dalla legge bancaria del 1936 al testo unico: profili operativi*, in atti del convegno *Il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia: esperienze e prospettive*, ABI, Roma riporta che se alla fine degli anni 90 il numero degli Istituti di credito speciale inclusi i Microcrediti si attestava intorno agli 85, già nel 1995 gli istituti scendevano a 36, di cui almeno 18 appartenenti a gruppi creditizi facenti capo a banche). Un'altra ragione che vede i finanziamenti a medio lungo termine, anche oggi, poco diffusi in Italia rispetto agli altri paesi è la particolare struttura del nostro sistema di imprese, che vede principalmente coinvolti attori di piccole dimensioni, in settori molto più specializzati e tendenzialmente con situazioni debitorie più elevate, poco interessati a tali forme di finanziamento.

obblighi indicati nel patto e consistenti, generalmente, in un *facere o non facere*, per tutta la durata del contratto, ovverosia dalla firma e fino alla totale restituzione della somma prestata.

Tali pattuizioni, innanzitutto, si inseriscono, nel nostro ordinamento, come possibili soluzioni al problema noto in dottrina e conosciuto con il termine di rapporto di *Agency*<sup>72</sup>, che definisce appunto il difficile intreccio di situazioni giuridiche soggettive, attive e passive, che si instaurano nelle relazioni creditizie tra due soggetti, il *principal* e l'*agent*. Più precisamente, il rapporto vede coinvolti da una parte coloro che detengono il controllo amministrativo e gestionale dell'impresa, dall'altra chi, pur non avendo alcun potere di decisione, ne subisce in larga misura il pregiudizio in caso di perdite, ossia i creditori. Tale rapporto può essere raffigurato come una bilancia<sup>73</sup> i cui pesi sono i divergenti interessi tra le due figure coinvolte ed il conflitto che si genera da tale contrapposizione è rappresentato da un costo, detto appunto

---

<sup>72</sup> Il rapporto di *Agency* o Modello di agenzia individua la relazione tra agente e principale ed è stata definita da Michael Jensen e William H. Meckling, negli anni '70, in *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in *Journal of financial economics*, 1976, come "un contratto in base al quale una o più persone (*principal*) obbligano un'altra persona (*agent*) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente". Il contratto di agenzia sconta però il rischio che ciascuna parte, a fini meramente opportunistici, tenda a massimizzare la propria utilità a danno dell'altra parte. Tale rapporto nasce e si sviluppa all'interno del concetto della *theory of the firm*, elaborata dalla dottrina economica statunitense per cui tutte le decisioni delle *firm* (società a responsabilità limitata che forniscono servizi professionali) sono prese con l'obiettivo esclusivo dello scopo di lucro e attraverso la minimizzazione dei costi. In particolare questa teoria vede l'impresa come un *nexus of contracts*, ovverosia una rete di accordi privati o contratti, consistenti in transazioni contrattuali. Esempio emblematico di tale rapporto è già lo stesso statuto sociale, che è il contratto per eccellenza concluso di comune accordo tra soci ed amministratori.

<sup>73</sup> M. MOZZARELLI, *Covenants e il governo della società finanziata*, op. cit., p.15.



costo di *agency*, al culmine del quale si posiziona il rischio di inadempimento.

L'aumento di tale squilibrio comporta un aumento dei costi del finanziamento a danno sia dell'ente finanziatore che dell'impresa, poiché è evidente che il costo del prestito, si pensi al tasso di interesse, sarà direttamente proporzionale alla probabilità di *default* del debitore, in quanto maggiore sarà tale rischio, maggiori saranno le condizioni e le garanzie richieste dal creditore<sup>74</sup>. Quest'ultimo in realtà valuterà il rischio sotto due diversi profili: da una parte il *default risk*, rischio c.d. di insolvenza, che è la condizione in cui si viene a trovare l'impresa che non sia in grado di restituire ai propri creditori, alle scadenze del contratto, così come pattuite, le rate dovute a titolo di prestito; ma dall'altra assume rilievo per il creditore anche il *recovery risk*, ovvero sia la percentuale positiva di soddisfazione del credito realizzabile sul patrimonio dell'impresa, in caso di recupero attraverso il ricorso a delle azioni legali.

È bene notare che il rischio di *default* per l'impresa potrà dipendere da vari fattori, sia interni che esterni, intesi sia come comportamenti egoistici degli stessi organi amministrativi, non collaborativi ed anzi dannosi in alcuni casi per l'impresa ed i suoi creditori, sia come i risultati di

---

<sup>74</sup> La probabilità di *default* influisce sulla capacità del debitore di garantire maggiore affidabilità e credibilità in ordine alla propria capacità di adempiere alle obbligazioni assunte. Tanto maggiore sarà la sua credibilità tanto migliori saranno le condizioni del prestito, come ad esempio la diminuzione del tasso di interesse o l'eliminazione dal finanziamento di alcuni tipi di garanzie reali. Sul tema COOTER E AL, *Il mercato delle regole: analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999, p. 47.

attività di investimento sul mercato libero, per loro natura incontrollabili ed imprevedibili.

Nella stesura del contratto di finanziamento, quindi, avranno un notevole impatto i costi di *agency*, che detteranno il contenuto delle clausole al fine di assicurare al creditore una protezione privata da tali rischi e, quindi, verranno prese in esame quelle condotte che, sebbene non implicino direttamente un inadempimento, danno luogo a situazioni che siano ad esso prodromiche.

### ***2.1.1 Tipologie di costs of agency***

In particolare, sul tema dei *cost of agency* una prima catalogazione potrebbe tenere in considerazione la relazione tra creditori ed impresa. Si pensi, quindi, ai costi di controllo, per individuare tutti quelli a carico del creditore e dipendenti dall'attività di monitoraggio sull'impresa, ai costi di riassicurazione, sopportati dal debitore al fine di riconquistare la fiducia del creditore ed infine ai costi residuali, derivanti da altri conflitti di interessi ulteriori e non compresi nelle prime due categorie.

La letteratura giuridica statunitense<sup>75</sup>, invece, affronta la questione dei *costs agency* ponendo al centro della distinzione proprio il comportamento scorretto dell'impresa.

---

<sup>75</sup> FISCHER, *The economics of Lender liability*, in *Yale Law Journal*, 99, 1989, 131-1549; ARMOUR, HERTING e KANDA, *Transaction with creditors*, in *The anatomy of corporate Law: A comparative and functional approach*, a cura di KRAKMAN, Oxford, 2009, p. 116.

In particolare, si parla di *claim dilution*<sup>76</sup> per identificare il danno derivante dal comportamento del debitore di aver stipulato un nuovo finanziamento, successivo a quello del primo creditore. Non è difficile comprendere che in tal caso , poiché il primo finanziamento sarà stato stipulato tenendo in considerazione circostanze di fatto e di diritto poi mutate nel tempo, l'ingresso di nuovi debiti a titolo di prestito modificherà il rapporto di *debt-equity*. Il creditore originario, infatti, non solo si troverà in una posizione ben diversa dai finanziatori successivi, che avranno avuto la possibilità di compiere un'analisi migliore dell'intero assetto aziendale, avendo a disposizione non solo più dati, ma soprattutto essendo a conoscenza delle precedenti esposizioni debitorie, ma, anche, subirà una perdita della sua garanzia patrimoniale, essendo aumentato il capitale di debito. Inoltre, non è escluso che i successivi finanziatori cercheranno, se del caso, di garantire il loro finanziamento con tutele maggiori e più adeguate<sup>77</sup> anche per le ipotesi di *default*, laddove invece

---

<sup>76</sup> Per *claim dilution* si intende la situazione di calo delle probabilità per cui una delle parti del contratto venga rimborsata per intero dall'altra.

<sup>77</sup> Ciò è quanto generalmente accade nei piani di risanamento delle imprese, come previsto dall'art. 182 *bis* della legge fallimentare, e nella fase ad essi preliminare, cfr. nota 87. L'accordo di ristrutturazione dei debiti rappresenta, infatti, un mezzo di risanamento a cui l'impresa in crisi ricorre per tentare di ridurre l'esposizione debitoria ed assicurare il riequilibrio della situazione finanziaria. Al fine di evitare però il rischio per gli altri creditori dell'impresa, il legislatore ha previsto una serie di accorgimenti. In particolare, l'accordo di ristrutturazione è soggetto all'omologazione del Tribunale, deve sussistere il consenso di un numero di creditori che rappresentino il 60% dei crediti (accordo *standard* o ordinario) ovvero il 30% (accordo agevolato) o il 75% di crediti omogenei appartenenti alla stessa categoria (accordo esteso) e deve essere "certificato" dalla relazione di un professionista abilitato, il quale attesti la veridicità dei dati, nonché l'attuabilità dell'intesa. Infine l'accordo deve garantire ai creditori non aderenti l'integrale soddisfazione del credito. Con l'accordo di ristrutturazione è

il primo creditore non potrà più modificare la sua posizione contrattuale, nonostante siano cambiate le condizioni patrimoniali di partenza della società rispetto all'epoca della contrattazione.

Il pericolo di *asset withdrawal*<sup>78</sup> si verifica quando, nelle società di capitali, i soci, dopo aver ottenuto il prestito finanziario dall'ente creditizio, garantito da una certa cifra del capitale sociale, prendano poi la decisione di ritirare parte dei loro conferimenti a capitale. Lo scopo perseguito è chiaramente quello di limitare l'esposizione monetaria dell'investimento sociale effettuato da ciascuno di essi, senza però limitare la provvista di liquidità necessaria per il perseguimento dell'impresa, garantita dal prestito ottenuto<sup>79</sup>.

Concretamente tale rischio si potrebbe realizzare sia con una riduzione diretta del capitale sociale, sia con un'operazione di distribuzione degli utili e delle riserve tra soci.

È evidente che il creditore, anche in questo caso, si troverà di fronte ad una modifica rilevante di una delle qualità del suo debitore, e cioè la sua garanzia patrimoniale,

---

l'imprenditore stesso che continua a dirigere la propria impresa e – su istanza di parte – il suo patrimonio è assistito da alcune tutele (come il blocco delle azioni esecutive e cautelari), per consentirgli di realizzare il risanamento. BONFATTI, *La natura giuridica degli accordi di ristrutturazione*, in *Rivista di diritto bancario*, 1, 2018, pp. 1-3.

<sup>78</sup> Letteralmente "ritiro del prestito".

<sup>79</sup> Chiaramente il rischio è più intenso quando l'impresa abbia lo schermo della personalità giuridica. Nelle società di persone, infatti, il creditore escusso il capitale sociale, ha la facoltà di rivalersi sul patrimonio personale dei soci o di coloro che hanno agito come amministratori e responsabili. Nel caso delle società di capitali, invece, l'incapienza del patrimonio impedisce al creditore di rivalersi sui soci, salvo il ricorrere di responsabilità dirette di coloro che hanno agito in nome e per conto della società.

comportante una modifica del rapporto *debt-equity* dal lato del denominatore, con conseguente peggioramento della sua credibilità ed affidabilità sul mercato.

Sempre ponendo attenzione sul comportamento dei soci, un ulteriore rischio per il creditore è rappresentato dalla possibilità che i partecipanti al capitale sociale non abbiano sufficienti incentivi per effettuare investimenti ed attività a lungo profitto per il futuro dell'impresa, c.d. *underinvestment*<sup>80</sup>. Ciò in particolare si verifica tutte le volte in cui il debitore ha già subito un pregiudizio relativo alla sua obbligazione e i soci non effettuano l'investimento profittevole che dovrebbe essere adottato. In questo caso, quindi, non abbiamo un comportamento che accresca il patrimonio a favore dei soci e a danno della società, ma un atteggiamento di mancanza di interesse, poiché il finanziamento richiesto non produrrà un vero utile netto a vantaggio dei soci, ma consentirà in realtà solo di produrre le risorse necessarie e sufficienti per far fronte al pagamento dei debiti aziendali; di conseguenza i soci, privi di alcun reale beneficio e, a volte, anche disinteressati oramai ad una continuazione futura della vita sociale, potrebbero danneggiare indirettamente la l'impresa ed incidere negativamente sulla garanzia patrimoniale del creditore<sup>81</sup>.

---

<sup>80</sup> Letteralmente "investimenti insufficienti".

<sup>81</sup> Ricorrendo ai principi di economia possiamo dire che la valutazione dei soci non si baserà solo sull'indice di NPV, *Net Present Value*. In particolare, i soci anche di fronte a progetti caratterizzati da un NPV positivo non avranno alcuna motivazione ad investire risorse in essi, poiché, anche qualora l'eventuale ricavo fosse superiore all'investimento, andranno a valutare

Leggermente diversa, inoltre, è la situazione in cui i soci siano da un lato interessati alla continuazione aziendale dell'impresa, ma dall'altro disinteressati ad investimenti poco proficui per le loro tasche, per cui, al fine di ottenere grandi profitti, potrebbero decidere di compiere operazioni di investimento azzardate e spericolate.

Tale circostanza, conosciuta come costo di *risky investment policy*, sebbene tipica di tutte le operazioni di investimento <sup>82</sup>, comporta un'esposizione al rischio intensificata per il creditore; quest'ultimo, infatti, in caso di un esito positivo, non otterrà alcuna remunerazione aggiuntiva per aver finanziato la società, e, peggio, in caso di esito negativo, vedrà diminuire la sua garanzia rappresentata al patrimonio della società (*claim dilution*). Al contrario, il socio, se l'operazione avrà esito positivo, raggiungerà il suo scopo e potrà ottenerne il profitto desiderato, altrimenti, in caso di esito negativo, non vedrà modificata la sua posizione,

---

sempre l'esito complessivo dell'operazione, che, tolti i costi per supportare il progetto, potrebbe essere comunque negativo e non comportare alcun utile per i medesimi, M. MOZZARELLI, *Covenants e il governo della società finanziata*, op. cit., p.19.

<sup>82</sup> Qualsiasi operazione di investimento comporta una certa quota di *downside risk* relativa all'esito negativo del progetto imprenditoriale. In caso di esito positivo, invece, saranno sempre e solo i creditori ad avvantaggiarsi dell'*upside opportunity*. Ciò che invece interessa al creditore è principalmente la conservazione del patrimonio sociale e solo eventualmente un suo incremento. E nemmeno sarà un deterrente la necessità di evitare dei rapporti conflittuali con i propri finanziatori, in quanto, in una situazione di crisi, la scelta sarà sempre per la soluzione a maggior rischio, rimanendo come alternativa quella di una fine assicurata. CHEFFINS, *Company law: theory, structure, and operation*, Oxford, 1997, p. 97; WESTERFIELD e JAFFE; *Fondamenti di finanza aziendale*, a cura di CAPRIO, Bologna, 2005, p. 556 ss; BEBCHUCK e FRIED, *The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy*, in *Yale law journal*, 105, 1996; JENSEN e MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership*, in *Journal of financial economy*, 3, 1976, p. 335.

in quanto rimarrà sempre limitatamente responsabile per quanto già conferito a capitale<sup>83</sup>.

### ***2.1.2 I covenants come possibile soluzione ai costs of agency***

Come abbiamo visto tanto più aumenta la separazione tra i titolari del potere di controllo ed i portatori di interessi verso la società, siano essi creditori o i medesimi soci investitori, tanto più aumenteranno i rischi imprenditoriali. Appare, infatti, chiaro che il creditore, in tali circostanze, sia di fatto prigioniero del debitore, che ha sì la gestione della società ma ne trasferisce quasi completamente il rischio al creditore<sup>84</sup>.

Di qui la necessità del mercato e del legislatore di prevenire l'insorgere di tali conflitti attraverso il ricorso a strumenti di varia natura anche a carattere esclusivamente

---

<sup>83</sup> Occorre notare che in tutte queste ipotesi analizzate di *costs of agency* sorge un conflitto di interessi tra i soci e la medesima società di cui fanno parte. Infatti, tale conflitto nasce proprio dalla circostanza che l'ente societario, dotato di personalità giuridica, opera e decide sempre per il tramite delle persone fisiche che esprimono il proprio voto in assemblea. Allora il rischio che potrebbe nascere è che i soci assumano una decisione, dannosa per lo stesso ente che rappresentano, scegliendo consapevolmente di non perseguire gli interessi della società, ad essa antepoendo le proprie dirette finalità. Ciò è in particolare più frequente nelle società a responsabilità limitata, rispetto alle S.p.A., trattandosi di modelli societari in cui prevale l'aspetto personalistico del socio, soprattutto nel momento delle votazioni assembleari. Il legislatore italiano ha quindi previsto la norma di cui all'articolo 2479 *ter*, che prevede che le decisioni potenzialmente lesive per la società, possano essere impugnate per la partecipazione di soci che abbiano un interesse in conflitto con quello della società. È chiaro che, sebbene la norma abbia un ampio margine di azione, non contempla però la possibilità che siano terzi esterni alla società ad impugnare la delibera quando tutti i soci siano portatori di interessi contrari e diversi rispetto a quelli della società.

<sup>84</sup> STANGHELLINI, *La crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007.

privato<sup>85</sup>, contrattualizzati dalle medesime parti in gioco, attraverso i quali trasferire parte dei poteri di gestione ai creditori, che nella realtà economica di cui parliamo sono principalmente banche ed altri enti finanziatori, capaci, grazie alle proprie competenze professionali e di mercato, di individuare gli strumenti più idonei per il permettere il salvataggio delle imprese, perseguendo, contemporaneamente, lo scopo di mantenere intatta la garanzia patrimoniale del prestito.

Come abbiamo, infatti, visto nel capitolo precedente il legislatore ha predisposto già dei correttivi al problema dei *costs of agency*, come quelli di natura civilistica, relativi ad esempio alla tutela dell'effettività del capitale sociale, o processualistica<sup>86</sup>, relativi alle procedure concorsuali di

---

<sup>85</sup> Soluzioni negoziate dai privati sono certamente preferibili rispetto agli interventi di risanamento statali, che nella prassi del nostro paese si sono rilevati inefficaci e controproducenti, poiché hanno di fatto solo prolungato l'agonia di imprese, incapaci ormai da tempo di sostenersi da sole sul mercato, oltre che considerati a livello europeo come strumenti anacronistici ed in contrasto con le direttive ed i principi del diritto comunitario, così JORIO, *La crisi d'impresa, il Fallimento*, Milano, 2000, p. 1453.

<sup>86</sup> Non mancano ovviamente anche altri rimedi di natura stragiudiziale della crisi d'impresa volti ad agevolare la continuazione dell'attività aziendale nel tempo necessario alla negoziazione di un piano di risoluzione della crisi o per agevolare un piano di concordato con i creditori. Si pensi nel primo caso ai finanziamenti ponte, c.d. *bridge loan*, erogati da istituti di credito o società finanziarie per un periodo di tempo limitato e funzionale a che il debitore possa realizzare una ristrutturazione o cercare altri prestiti a sostituzione di quello così ottenuto. Scopo del *bridge loan* è quello di consentire all'impresa di evitare il collasso per insolvenza, consentendole di adempiere ad alcune obbligazioni, come quelle per i tributi, i lavoratori dipendenti ed i fornitori (GALARDO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Risanare l'impresa*, Milano, 2012, p. 79; CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 26). Un'altra forma di intervento del creditore è poi quella che si realizza a seguito dell'adozione di un piano di ristrutturazione. L'ente finanziatore non potrà infatti limitarsi al solo controllo della condotta del debitore, ma dovrà monitorare il suo operato ed intervenire all'occorrenza al fine di permettere l'effettiva realizzazione di quanto previsto nel piano di risanamento (PIEMONTESI, *L'esperienza di Unicredit corporate banking nelle azioni di risanamento e restructuring della propria clientela*, e PENNA, *I piani industriali e finanziari nelle*



insolvenza. Ma la soluzione che in questo studio vuole essere analizzata è quella dell'utilizzo di un rimedio squisitamente contrattuale, lasciato all'autonomia delle parti, rappresentato dalla stipulazione di appositi *covenants* che possano mitigare il dislivello della *governance* all'interno dell'impresa.

È infatti chiaro che affidare ai creditori la gestione della crisi dell'impresa è la soluzione migliore per entrambe le parti in gioco e ciò si realizza principalmente affidando ai medesimi un'attività di monitoraggio tramite appositi *covenants* da inserire all'interno del contratto di finanziamento, con lo scopo di tutelare il creditore dal possibile ed eventuale pregiudizio derivante dall'attività dell'impresa, e quindi al fine di limitare e contenere il più possibile qualsiasi diminuzione patrimoniale della garanzia dell'adempimento del prestito effettuato dal mutuatario.

Con i *covenants*, infatti, viene attribuito al mutuante - finanziatore un potere di controllo, più o meno ampio, sulla gestione dell'impresa finanziata, tale da evitare, dal principio e con vantaggio per entrambe le parti coinvolte, il rischio di *default* della medesima. Il creditore potrebbe, infatti, intervenire in un momento temporalmente anteriore rispetto

---

*crisi d'impresa: casi ed esperienze*, in *Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Un primo bilancio*, Milano, 2010, p. 42; BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007, p. 9).

In entrambi tali contesti appaiono fortemente utili dei *covenants* che possano tutelare il creditore nel nuovo e mutato scenario dell'impresa; potrebbero ad esempio essere utili pattuizioni che consentano al creditore di intervenire sull'*asset* organizzativo dell'impresa, vincolando il finanziamento a tale rinnovato organo amministrativo, o che permettano al medesimo un monitoraggio più costante delle effettive disponibilità patrimoniali in ordine anche al piano di ristrutturazione.

alla vera e propria crisi, evitando addirittura, in alcuni casi, che l'impresa possa compiere attività negative o non profittevoli economicamente per la stessa ed impedendo, così, di mettere a rischio l'intero patrimonio sociale, che costituisce la garanzia generica per tutti i creditori.

Con il *covenant*, quindi, si attenua quel conflitto che genera i *costs of agent*, attraverso l'attribuzione da parte del *principal* all'*agent*, di un determinato complesso di risorse, l'*asset*, o ancora il compimento di specifiche attività, anche gestionali e tutte collegate all'impresa. Si va così ad incidere sul modello classico della *governance*, mitigando quel conflitto di interessi nascente tra i detentori del potere decisionale e gli aventi causa dell'impresa.

## **2.2 PROFILI STRUTTURALI DEI COVENANTS**

Per comprendere meglio il meccanismo di funzionamento dei *covenants* occorre guardarne il profilo strutturale tipico, per confrontarlo con il sistema giuridico italiano e valutarne la conformità ad i principi in esso contenuti.

Come abbiamo già avuto modo di dire, i *covenants* sono clausole accessorie ad un contratto principale che è quello di richiesta di finanziamento a medio o lungo termine.

Ciò che appare interessante sul piano civilistico-strutturale è che i *covenants* si inseriscono nell'ambito delle obbligazioni contrattuali, dando vita a garanzie nuove ed atipiche<sup>87</sup> del credito, che costituiscono la fonte di ulteriori rapporti sinallagmatici tra le parti. Non manca, inoltre, in dottrina chi ha qualificato i *covenants* come strumenti di conservazioni atipici non tanto del credito ma della stessa garanzia patrimoniale<sup>88</sup>.

Infatti, dalla specifica pattuizione contrattuale sorge un nuovo ed autonomo obbligo, che si accompagna a quello principale, consistente nella restituzione della somma finanziata, ma che è allo stesso tempo diverso sul piano dei contenuti, nonostante veda coinvolti i medesimi soggetti del rapporto principale, debitore o *principal* da una parte e creditore o *agent* dall'altra.

Dal punto di vista contenutistico strutturale, la clausola *covenant*, invece, si caratterizza per la presenza di

---

<sup>87</sup> I *covenants* in particolare sono considerati come strumenti alternativi alle classiche forme di garanzia patrimoniale del credito a carattere personale o reale, più incisivi perché direttamente azionabili dai medesimi creditori e più efficaci perché utilizzabili anche in una fase preliminare alla vera e propria situazione di crisi; anche per tale motivo sono definiti come strumento di garanzia preventiva del credito. Tali strumenti in particolare non costituiscono a favore del creditore un diritto di prelazione su beni determinati del patrimonio del creditore, ma mirano allo stesso modo a tutelare e mettere in sicurezza non solo la garanzia patrimoniale ma anche la solvibilità e credibilità stessa dell'impresa. Infatti il *covenant* tende ad attribuire al creditore dei poteri di monitoraggio sulla gestione con lo scopo di migliorarla e renderla più efficiente, prevenendo comportamenti rischiosi e cercando di indirizzare l'azienda verso prospettive di vita sul mercato durevoli e profittevoli. Così REHBINDER, *Geleitwort*, in KASTLE, *Rechtsfragen der Verwendung von covenants in Kreditverträgen*, Berlino, 2003 e PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit., p. 498 e ss.

<sup>88</sup> Così SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento dell'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese, Strumenti giuridici e prassi*, a cura di DEMURO, Torino, 2010, p. 85 e ss.

due diversi profili, uno statico ed uno dinamico: il primo collegato esclusivamente alla fase redazionale, il secondo, ovvero il profilo patologico, ricollegato alle conseguenze previste in caso di violazione della disposizione.

Infatti un *covenant* è costruito proprio con un primo periodo, in cui vi sarà la descrizione dell'obbligo a cui è tenuto l'impresa nei riguardi del soggetto finanziatore, generalmente poi è presente anche l'individuazione dell'evento di *default*, ovvero le condizioni che daranno luogo all'effettivo inadempimento dell'impresa<sup>89</sup>; ed un secondo periodo, in cui saranno descritti gli scenari possibili in caso di verifica della violazione, come la descrizione delle sanzioni applicabili, la previsione dei diritti di rinegoziazione e le conseguenze dell'inadempimento.

Dallo studio della prassi e con riferimento al contenuto dell'obbligazione, è emerso che nel mercato si sono diffuse clausole relative ad esempio a divieti di compiere determinate attività od operazioni societarie, o, ancora, pattuizione volte a mantenere fermi determinati indici patrimoniali, od ancora a comunicare dati e documentazioni relative all'impresa finanziata. La maggiore o minore intensità di intervento esterno da parte del creditore si rifletterà sul margine di

---

<sup>89</sup> Nelle clausole suddette l'evento di *default* potrebbe sia corrispondere perfettamente all'obbligo previsto nella clausola sia, invece, esservi solo collegato ed essere ricondotto ad una serie di eventi o di circostanze ripetute nel tempo. Esempi tipici di *default* potrebbero essere l'aver raggiunto risultati economici finanziari non corrispondenti alle attese del finanziatore, l'aver assunto iniziative potenzialmente lesive dell'interesse del ceto creditorio o comunque idonee ad alterare il rapporto *debt – equity* del finanziamento concesso. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op.cit.

discrezionalità lasciato all'impresa e di conseguenza la maggior o minor portata del *covenant* dipenderà proprio dall'affidabilità e solidità dell'impresa richiedente<sup>90</sup>.

Con riferimento, invece, all'evento di *default*<sup>91</sup>, con tale terminologia si intendono tutte quelle circostanze che per le parti in gioco rappresentano una violazione della pattuizione concordata nel contratto di finanziamento e dalla quale dipenderà, in capo alla parte debitoria, l'inadempimento contrattuale.

L'evento di *default* potrà corrispondere *in toto* alla violazione dell'obbligazione inserita nella clausola ed in tal caso quindi vi sarà una perfetta coincidenza tra obbligo e violazione, oppure potrà essere identificato con un insieme di circostanze manifestate dall'impresa o ancora con la reiterazione di alcuni comportamenti per un determinato periodo di tempo<sup>92</sup>. In tal caso l'evento di *default* sarà diverso e più dettagliato rispetto all'obbligo generale previsto dal

---

<sup>90</sup> L'intensità del controllo del debitore sarà quindi inversamente proporzionale alla capacità creditizia del creditore, che costituirà la base per lo sviluppo delle trattative sulle tipologie di *covenants* da inserire ed affiancare al contratto principale: perciò, tanto maggiore sarà la capacità imprenditoriale di produrre un adeguato e costante flusso di liquidi tanto maggiore sarà la sua credibilità e quindi minore sarà la limitazione discrezionale o le obbligazioni che potrebbero essere pattuite in contratto.

<sup>91</sup> Si parla più precisamente di *technical default*, in quanto non riguarda esattamente il mancato pagamento delle rate di capitale o di interessi ma la violazione di un obbligo connesso al contratto principale di finanziamento. CHAVA e ROBERTS, *How does financing impact investment? The role of debt covenants*, in *J. Finance*, 63, 2008, p. 2086; ROBERTS e SUFI, *Renegotiation of financial contracts: evidence from private credit agreement*, in *J. Fin. Econ.*, op. cit., p. 2085.

<sup>92</sup> Si pensi ad una clausola che imponga determinati obblighi di fare o di non fare a carico del debitore. Le parti potrebbero tollerare piccole violazioni del *covenant* e decidere di ricollegare l'evento più grave di *default* alla reiterazione nel tempo di quella violazione, ad esempio per più mesi consecutivi, o, un determinato numero di violazioni all'interno di un periodo di tempo considerato.

*covenant* e solo dalla sua specifica violazione, così come convenuta nel patto, si produrranno gli effetti della clausola.

Come abbiamo detto, quindi, Il verificarsi dell'evento dedotto in condizione avrà lo stesso risultato del mancato pagamento delle rate del finanziamento e quindi comporterà per il debitore l'inadempimento *tout court* nel contratto, con la conseguenza che il creditore potrà chiedere immediatamente il pagamento integrale dell'importo finanziato, perdendo il beneficio del termine naturale del contratto.

L'inadempimento, però, non è un effetto automatico, ma dovrà essere accertato e voluto dal *lender* medesimo, poiché è solo uno dei rimedi previsti in caso di violazione della clausola. Il creditore, infatti, ha la facoltà di scegliere se optare per la dichiarazione di inadempienza oppure decidere di rinegoziare gli accordi convenuti, modificando o proprio il *covenant*, prevedendo ad esempio obblighi maggiori e più stringenti, o, addirittura, le condizioni previste nel rapporto di finanziamento, ottenendo ad esempio garanzie supplementari al credito o chiedendo mutamenti nella gestione apicale dell'impresa<sup>93</sup>.

Occorre far notare che nella prassi si sono diffuse anche delle clausole di *cross default*, attraverso le quali si assurgono a momenti da attenzionare per l'inadempimento anche eventi non direttamente collegati agli impegni assunti

---

<sup>93</sup> In particolare, sono esempi classici di rinegoziazione la previsione di tassi di interesse più alti, la rimodulazione delle scadenze del prestito, l'ottenimento di garanzie ulteriori, anche reali o personali se del caso, la riduzione dell'indebitamento attraverso la cessione di *asset* aziendali non strategici. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit., p. 505.

dal contratto di finanziamento<sup>94</sup> da cui trovano origine i *covenants*.

In ogni caso l'insorgere dell'evento di *default* dà inizio alla fase dinamica del *covenant*, e, come già anticipato, questa è la fase più interessante dell'istituto perché mostra nel diritto alla rinegoziazione il suo lato più innovativo e moderno.

Per il *lender*, infatti, non è conveniente avvalersi del rimedio dell'inadempimento, poiché non è funzionale ai suoi interessi<sup>95</sup>: di fatti l'immediata richiesta dell'intera somma prestata al debitore non sarà mai pienamente soddisfacente dal punto di vista economico, perché tendenzialmente il debitore non disporrà della necessaria liquidità e l'azionamento di una delle procedure giudiziali previste

---

<sup>94</sup> Si parla, in tali casi, di eventi di risoluzione incrociati, per cui si crea una correlazione fra i diversi rapporti di finanziamento, per cui l'inadempimento verso un soggetto terzo assurge ad elemento di *default* per il finanziatore stesso, per effetto della clausola contrattuale convenuta, pur in assenza di qualsiasi inadempimento nei confronti di quest'ultimo. Si assiste quindi ad un'estensione della sfera giuridica del *lender* che comprende anche quelle degli altri creditori che gravitano attorno all'impresa, tutelando e favorendo anche il principio della *par condicio creditorum*. Il vantaggio di tale clausola è dato dal fatto che per il *lender*, sinceramente interessato alla buona conduzione dell'impresa, non sono indifferenti i rapporti del proprio debitore con gli altri creditori, evidenziando tale situazione comunque un momento di difficoltà dell'impresa. Addirittura nella prassi si sono sviluppate clausole che mirano a far rientrare nell'evento di *default* anche l'inadempimento verso terzi da parte di una delle società appartenenti al medesimo gruppo della società finanziata. La clausola però sicuramente dovrà essere ben ponderata e valutata tutte le volte in cui siano più creditori a richiederla, poiché si paventerebbe altrimenti il rischio per il creditore di trovarsi di fronte, con un solo inadempimento, una serie a catena di conseguenze dannose sull'impresa. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit., p. 506.

<sup>95</sup> L'eccezione di inadempimento in realtà non è voluta da nessuna delle due parti in gioco in quanto l'attivazione di una delle procedure concorsuali previste comporta costi e difficoltà. Ciò vuol dire che il finanziatore potrebbe sfruttare a suo vantaggio e contro il debitore tale minaccia per convincerlo o costringerlo alla rinegoziazione del contratto.

comporta, come abbiamo visto, costi in ordine di tempo e risorse.

Perciò, come la prassi dimostra, il creditore preferirà procedere o alla sospensione temporanea dell'efficacia del contratto, anche a titolo oneroso, o ancora alla rinegoziazione dei termini del finanziamento con il debitore<sup>96</sup>.

Dall'analisi dei dati che provengono dall'esperienza statunitense<sup>97</sup>, infatti, si evince che l'evento di *default* è una circostanza che non capita così poi tanto raramente. In realtà, per come è costruita la clausola, l'evento di inadempimento è ricollegato ad una circostanza particolarmente rigida e di conseguenza la violazione è più frequente<sup>98</sup>; ciò proprio al fine di consentire al creditore maggiori possibilità di rinegoziare la clausola invece che eccepire l'inadempimento, al fine di riportare all'originaria efficienza una situazione modificatasi nel tempo, riallocando i

---

<sup>96</sup> Potrebbe scoraggiare l'idea che il creditore, invece di aiutare l'impresa a perseguire risultati durevoli ed efficaci, pensi esclusivamente a rinegoziare il contratto di finanziamento cercando di redistribuire i suoi diritti di credito, prima della scadenza del finanziamento, migliorando la propria esposizione debitoria. In realtà, tale strategia in ogni caso non sarebbe utile nemmeno all'ente finanziatore, poiché in assenza di un concreto sviluppo dell'impresa tramite un'attività di produzione e creazione di liquidità, l'ottenimento di migliori garanzie reali o personali non garantisce la certa e piena soddisfazione del credito.

<sup>97</sup> Si fa riferimento ai dati delle società pubbliche tenute a fornire e redigere dichiarazioni a scopo informativo, di grandi dimensioni. Da tali dati emerge che la segnalazione dell'inadempimento viene effettuata nel 25% dei casi, percentuale che sale al 30% nei casi in cui l'esposizione debitoria aziendale sia maggiore. sul tema ROBERT e SUFI, *Control rights and capital structure: an empirical investigation*, in *J. finance*, 64, 2009.

<sup>98</sup> Ciò perché spesso le soglie imposte nei covenants sono posizionate all'interno della deviazione standard quadrimestrale, intesa come lo scarto quadratico medio o radice quadrata della varianza. Lo scostamento da tale valore quindi è molto probabile, a differenza invece se si utilizzassero valori esterni a quelli inclusi nella deviazione standard. Ciò è necessario al fine di consentire al creditore di intervenire in un momento precedente al preambolo dell'insolvenza. MOZZARELLI, *I covenants e il governo della società finanziata*, op.cit., p. 42.



diritti distribuiti dalle parti. In quest'ottica la rinegoziazione assume quindi anche il ruolo di uno strumento strategico per il creditore oltre che fase fisiologica del rapporto di finanziamento; ciò consente quindi alle parti di poter stipulare un contratto senza necessariamente stabilire nella fase iniziale tutte le ipotesi e le circostanze valevoli per ogni evenienza, potendo invece nel corso del rapporto rimodulare e risistemare tutti gli elementi del contratto.

L'innovazione del *covenant* è appunto proprio questa, poiché aumenta gli incontri tra debitore e creditore ed affievolisce quelle lontananze che provocano l'inasprimento del conflitto di interessi<sup>99</sup>.

Per tale motivo il finanziamento garantito dai *covenants* potrebbe essere costruito anche a *step* intermedi, azionabili a seguito del verificarsi della condizione di *default*, consentendo al *lender* un potere di rinegoziazione nel tempo di tutti i termini del contratto sulla base delle nuove maturate circostanze.

Ciò sicuramente consente di superare il dislivello informativo tra le parti ed realizza quel trasferimento a favore

---

<sup>99</sup> Se la violazione della clausola è frequente, la rinegoziazione del prestito è invece la norma. Questa, infatti, avviene anche in caso di assenza di un episodio di *default* e ciò lo dimostra la prassi che evidenzia che più del 90% dei prestiti, appartenenti al mercato dei *private debt*, con durata di almeno un anno sono soggetti ad una modifica di almeno uno degli elementi fondamentali (interesse, capitale, durata). Nei finanziamenti di durata almeno triennale tale percentuale sale addirittura fino al 96%. Così ROBERT e SUFI, *Renegotiation of financial contracts*, *op. cit.* Diversamente nei *public bond* la rinegoziazione è più complessa, perché dovrà avvenire non con i soli due soggetti del *private debt*, ma con una platea di sottoscrittori di obbligazioni; in tali casi infatti si preferirà alla rinegoziazione *ad hoc* la stesura *ex ante* di clausole predefinite (c.d. *pricing grids*). Così PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Rivista di diritto societario*, 3, 2009, p. 607.

dei creditori di poteri sulla *governance* societaria, permettendo al creditore, da una parte, di ridurre notevolmente i rischi derivanti dalla mancanza di dati ed informazioni sulla stabilità e capacità dell'impresa, dall'altra di poter considerare il suo contratto di finanziamento non come un documento vincolante e statico nel tempo, ma come un contratto modificabile a seconda delle mutate circostanze del mercato e dell'impresa.

## **2.3 CONTENUTO TIPICO DELLE CLAUSOLE**

A meri fini istituzionali e seguendo un criterio principalmente basato sul contenuto redazionale della clausola, si tenterà di effettuare una catalogazione e suddivisione dei *covenants* per categorie omogenee, con lo scopo di elencare i contenuti tipici e più diffusi nella prassi

Una prima classica distinzione, quindi, è quella tra gli *affirmative covenants* ed i *negative covenants*.

Con le prime ipotesi di clausole le parti si accordano affinché al soggetto obbligato competa una ben determinata prestazione di fare: si pensi, ad esempio, a delle clausole che impongano il rispetto dei dettami di legge relativi al pagamento corretto e tempestivo delle tasse o ancora l'obbligo

di adeguare l'iniziativa sociale al dettame dell'ordinamento giuridico<sup>100</sup>.

Rientrano in tale categoria anche le clausole che attribuiscono all'ente finanziatore un diritto di veto o, nei casi più pregnanti, di scelta <sup>101</sup> di uno o più componenti dell'organo amministrativo.

Altri esempi di *affirmative covenants* sono le clausole che obbligano l'impresa a mantenere e conservare i beni facenti parte del patrimonio sociale, al fine di evitare il depauperamento tipico del *cost of agency* a seguito di alienazioni a vario titolo, o ancora quelle che obbligano l'organo amministrativo a trasmettere all'ente finanziatore ad ogni scadenza temporale convenuta documenti ed altre informazioni ritenute utili<sup>102</sup>. Tali ultime pattuizioni sono tra

---

<sup>100</sup> In tali casi per il debitore il *covenant* non aggraverà il peso degli obblighi in capo all'impresa, ma avrà la funzione di essere considerato uno strumento rafforzativo dell'obbligo già prescritto di rispettare quanto previsto dalla legge, aumentando per il medesimo il senso di coercizione derivante dal rischio di perdere anche l'erogazione della liquidità finanziata ed il beneficio del termine per la restituzione.

<sup>101</sup> Si parla più precisamente di *change of management causes* con le quali viene attribuito al *lender* il potere di designare uno o più manager, di propria fiducia e scelti tra figure professionali esterne ed esperte anche nella materia della ristrutturazione delle società in crisi. Tali figure conosciute come CRO, *Chief restructuring officers* o TM, *Turnaround manager*, sono professionisti della materia scelti al fine di coadiuvare l'impresa nell'implementazione del piano di risanamento; spesso a queste figure si affianca un *team* di altri esperti, come consulenti legali, finanziari e commerciali, al fine di consentire un'assistenza a 360° sulla situazione.

<sup>102</sup> Questo genere di clausole sono definite *covenants* di allerta preventiva. Con riferimento al contenuto, queste clausole in generale prevedono delle soglie di tipo finanziario, il cui superamento comporta l'ingenerarsi dell'evento di *default*, si pensi alle clausole che fanno riferimento ad una cifra minima del patrimonio netto o del capitale sociale, o ancora ad un rapporto tra *cash flow* e pagamento delle rate di debito. Il superamento di tali soglie, pur non avendo un vero peso negativo nell'andamento dell'azienda, assurge in questo caso per la banca finanziatrice a segnale di allerta. Ciò vuol dire che al fine di monitorare tali rapporti il debitore sarà gravato dall'onere di informare costantemente il creditore relativamente

le più diffuse nella prassi dei contratti finanziari, sia perché consentono al creditore di accorciare quella distanza informativa che alla base del conflitto di interessi con il debitore, obbligandolo all'adempimento di una serie di attività informative e passaggi di comunicazioni utili e necessarie comprendere l'andamento aziendale, sia perché in tal modo il *lender* riduce il costo derivante dall'attività di monitoraggio costante del proprio debitore<sup>103</sup> e in termini monetari e di impiego di risorse umane.

Con i *negative covenants*, che rappresentano la forma più diffusa di clausole sul mercato, il debitore si impegna a non effettuare determinate operazioni di natura finanziaria e non, accettando una limitazione della sua discrezionalità consistente in un *non facere*, più o meno restrigente per l'impresa.

Ne sono un esempio le clausole che impongano il non superamento di determinati parametri di bilancio o che non consentano all'impresa un'esposizione complessiva debitoria superiore ad un determinato indice convenuto fra le parti.

La prassi ha evidenziato inoltre che sarebbe possibile, oltre che utile per il *lender*, al fine di incentivare maggiormente il debitore, di inserire all'interno di tali pattuizioni anche ulteriori soglie finanziarie od obiettivi finali

---

all'andamento socio, economico e finanziario della società. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, op. cit.

<sup>103</sup> Si rinvia sul punto a quanto già trattato nel capitolo precedente in tema di dislivello informativo tra *agent* e *lender* e sulla mancanza di affidabilità e certezza dei sistemi informativi, quali ad esempio i documenti depositati presso la Camera di Commercio, posti dal nostro legislatore.

al raggiungimento dei quali ricollegare addirittura un premio per l'impresa<sup>104</sup>.

Come già anticipato questo tipo di clausole sono quelle più diffuse nella prassi proprio perché, imponendo una limitazione all'operato della società, raggiungono più facilmente lo scopo di limitare il rischio dei costi di *agency* di cui abbiamo parlato nel paragrafo precedente.

Un'altra ragione che ha contribuito alla diffusione di tali clausole sul mercato, come verrà più ampiamente trattato nel capitolo successivo, è da rinvenirsi nel favorevole accoglimento che queste hanno avuto presso le corti di merito coinvolte circa il ruolo esercitato dalla banca creditrice nella gestione dell'azienda. L'interpretazione di tali *covenants*, infatti, è stata nel senso di considerare l'intervento della banca quale mera interferenza nella gestione finanziaria dell'impresa, tale da non far mai insorgere in capo alla medesima una responsabilità da gestione attiva.

Con i *negative covenants*, infatti, le parti stabiliscono di gravare solo il debitore di un obbligo consistente in un comportamento attivo, caratterizzato dal non compiere una determinata azione; al contrario l'ente finanziatore, non essendo coinvolto in alcun obbligo di comportamento, non potrà essere di conseguenza ritenuto partecipe di un'attività aziendale, facendo venir meno qualsiasi possibile

---

<sup>104</sup> Si pensi ad una pattuizione con cui le parti convengano che la percentuale di interesse da pagare per il finanziamento sia variabile e ricollegata ad un determinato parametro finanziario, per cui il suo aumentare o diminuire dipenderà dalla capacità aziendale di rispettare quel parametro.

responsabilità <sup>105</sup> da attività diretta e preferendo invece un'influenza indiretta a monte sull'impresa.

Riservando la trattazione più approfondita del tema nel capitolo seguente, i *negative covenants* rappresentato, quindi, per il creditore un'attività di semplice interferenza, c.d. da vincolo *ex ante*, nella gestione dell'impresa che produce un'influenza sulle scelte dell'organo amministrativo, attraverso un'attività di monitoraggio realizzata tramite una serie di divieti e controlli <sup>106</sup> in base ai quali l'impresa eserciterà sempre la sua attività di gestione in prima persona.

Se quindi questa è una prima macro - catalogazione delle clausole costruita sulla base dell'esistenza di un obbligo di *facere o non facere*, si procederà adesso ad una distinzione sulla base degli obblighi contenuti nei *covenants*.

Si parla quindi di a) clausole relative al rispetto di dati e rapporti di bilancio; b) clausole relative al rispetto di impegni comportamentali attivi da parte dell'impresa

---

<sup>105</sup> Al contrario la minor diffusione degli *affirmative covenants* trova una giustificazione nel fatto che l'imposizione dell'obbligo di *facere* comporta per l'ente finanziatore una responsabilità c.d. da *lender liability*, per aver esercitato un vero e proprio potere di controllo sulla società, MOZZARELLI, *I covenants ed il governo della società finanziata*, op.cit., p. 25. In particolare con riferimento alla responsabilità dell'ente finanziatore, in DOUGLAS-HAMILTON, *Creditor liabilities resulting from improper interference with a management of a financially troubled debtor*, in *Bus. Law*, 31, 1975, p. 343, si afferma che "the cases concerning creditor liability in this area generally fall into three broad categories: cases involving equitable adjustment of creditors' claims in bankruptcy or reorganization proceeding, cases involving liability under federal securities laws and other regulatory statutes and cases involving liability under common law theories of recovery".

<sup>106</sup> BRATTON, *Bond covenants and creditor protection: economics and law, theory and practice, substance and process*, in *EBOR*, 7, 2006, p. 44, secondo cui tanto si ampliano i divieti imposti all'impresa tanto più facilmente potrebbe configurarsi un potere di controllo in capo all'ente finanziatore. In tal senso sfavorevole però non si sono mai espresse le corti di merito, che hanno conservato l'interpretazione svincolata da questa responsabilità di tutte le clausole impositive di divieti di non fare.

debitrice; c) clausole relative alla limitazione della capacità di agire dell'impresa; d) clausole relative agli impegni da concordare o da assumere anche nei confronti di terzi<sup>107</sup>.

La prima area contenutistica è rappresentata da tutte quelle clausole che impongono all'impresa, nella propria gestione finanziaria, il rispetto di determinati indici o rapporti di bilancio<sup>108</sup>. Si parla in tali casi di *covenants* finanziari, accomunati generalmente dalla ratio di far dipendere il *pricing* del finanziamento dal mantenimento per il debitore della capacità di onorare l'impegno finanziario assunto<sup>109</sup>. Ne sono un esempio quelle riguardanti l'obbligo per la società di mantenere il proprio patrimonio sociale entro un certo

---

<sup>107</sup> Così PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit., p. 405.

<sup>108</sup> Per poterne verificare il rispetto, tutte queste clausole presuppongono inoltre l'instaurazione di un onere a carico dell'imprenditore ed a favore del creditore di fornire bilanci, documenti e ed ogni altra informazione capace di rendere trasparente l'attività e gli esercizi di bilancio dell'impresa, ai fini del controllo del rispetto degli obblighi pattuiti.

<sup>109</sup> Più precisamente in tali casi il superamento del tasso soglia indicato comporterà quale diritto del finanziatore di rinegoziazione il tasso di interesse nominale applicato. Gli indicatori fissati nei *covenants* apparterranno alle diverse aree gestionali, ritenute particolarmente sensibili dal finanziatore. Si pensi in particolare alla posizione finanziaria netta, PFN, che rappresenta un modello alternativo di *performance* che permette di valutare il livello complessivo dell'impresa, la solidità della struttura patrimoniale, ossia il rapporto di indebitamento finanziario (PFN/mezzi propri) e la capacità di restituzione del debito, ossia il tasso di assorbimento dell'indebitamento (PFN/vendite). Tale indice, però, non è sempre di facile calcolo, come confermano anche i principi contabili internazionali (OIC 6).

Un altro indice spesso utilizzato è il margine operativo lordo (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* ovvero "utili prima degli interessi, delle imposte, del deprezzamento e degli ammortamenti" o EBITDA), spesso utilizzato in occasione di pubblicazioni di *report* e bilanci finanziari in caso di stime e pronostici, preferito nella prassi rispetto all'EBIT (margine reddituale o *earning before interest and taxes*), maggiormente influenzato dalle politiche di bilancio, tenendo conto anche degli ammortamenti, delle svalutazioni e degli accantonamenti. L'aggiornamento dei principi contabili internazionali e l'introduzione del d. lgs. n. 139/2015 potrebbero comportare molti riflessi per le imprese che abbiano stipulato *covenants*, in quanto l'eliminazione della parte straordinaria del bilancio ridistribuisce alcune componenti negative del bilancio medesimo. Il rischio in particolare è dovuto al fatto che potrebbero emergere risultati positivi o negativi derivanti solo da una diversa classificazione e interpretazione delle voci di bilancio.

parametro monetario, in tale caso saranno implicitamente impedito tutte quelle operazioni, come la riduzione del capitale sociale, che comportino la diminuzione della garanzia generica, ma anche attività come l'esercizio del diritto di riscatto o l'acquisto di azioni proprie.

Ulteriori esempi di clausole di questo tipo sono ancora: quelle che impongono all'impresa di mantenere un determinato rapporto tra l'indebitamento totale ed il capitale sociale netto o di non alterare in diminuzione la soglia indicatrice della liquidità corrente<sup>110</sup> o di mantenere gli oneri finanziari entro una determinata percentuale del fatturato o del margine operativo lordo<sup>111</sup>.

Rientrano nella seconda tipologia di *covenants* gli impegni inerenti all'adempimento regolare di tutti i debiti aziendali, con riferimento non solo alle rate del finanziamento concesso dalla banca che ha convenuto la clausola, ma anche agli altri obblighi verso i creditori o verso l'Agenzia delle Entrate; o ancora impegni inerenti all'ottenimento di tutte le

---

<sup>110</sup> Capitale circolante in rapporto all'indebitamento a breve termine.

<sup>111</sup> Con tali clausole si vuole scoraggiare in particolare quel *cost of agency* che abbiamo descritto come *underinvestment*, in virtù del quale la società è portata a rinunciare a preziose opportunità di investimento, perché sa che avvantaggerebbero solo i creditori, lasciando rendimenti insufficienti per gli azionisti. Il problema dell'*underinvestment* nella teoria della finanza aziendale è attribuito a Stewart C. Myers della Sloan School del MIT, che nel suo articolo "*Determinants of Corporate Borrowing*" (1977) sul *Journal of Financial Economics* ha ipotizzato che " "A firm with risky debt outstanding, and which acts in its stockholders' interest, will follow a different decision rule than one which can issue risk-free debt or which issues no debt at all. The firm financed with risky debt will, in some states of nature, pass up valuable investment opportunities — opportunities which could make a positive net contribution to the market value of the firm."



opportune e necessarie assicurazioni relative ai beni aziendali o connessi all'oggetto sociale.

Con riferimento poi alla categoria, appartenente alla più ampia macro-categoria dei *negative covenants*, che impone precisi e determinati divieti alla società, vi si riscontrano clausole che comportano un'indiretta limitazione della capacità di agire dell'imprenditore. In particolare nella prassi si sono diffusi *covenants* che vietano al debitore, dopo l'istaurazione del contratto di mutuo, di effettuare nuove richieste di finanziamento, successive all'instaurazione del rapporto di mutuo assistito dai *covenants*, senza l'autorizzazione della banca assistita dalla clausola<sup>112</sup>.

Tali clausole appaiono particolarmente stringenti per la società obbligata in quanto inevitabilmente la medesima non potrà effettivamente esercitare la propria libertà di iniziativa economica, dovendo rimanere vincolata alla consueta attività operativa e non potendo sfiorare oltre; per tale motivo alcuni autori hanno ritenuto che in tali circostanze il potere del

---

<sup>112</sup> Questa, probabilmente, è la forma più diffusa di covenant (c.d. *negative pledge e pari passu*) perché rispondente alle esigenze dirette del *lender* di scongiurare il rischio di *claim dilution*, imponendo all'impresa più che una limitazione, a volte, una semplice regolamentazione dei propri rapporti finanziari. SMITH CLIFFORD e WARNER JEROLD, *On financial contracting*, in *J. of financial economics*, 7, 1979. Con riferimento più specifico poi al contenuto delle clausole, le parti potrebbero prevedere il divieto di compiere, oltre quelle operazioni generiche di prestiti in danaro, anche quelle di *leasing* finanziario e simili, accomunate dal medesimo rischio di veder diminuita la garanzia patrimoniale a danno del creditore dinanzi all'aumento dell'esposizione debitoria dell'azienda. In ogni caso le parti si accorderanno affinché tali restrizioni siano sempre oggetto di un accordo specifico oltre che parametrato in modo flessibile alle reali condizioni e prospettive economiche dell'impresa. MOZZARELLI, *I covenants ed il governo della società finanziata*, Milano, 2012, p. 17.

creditore sull'impresa potesse essere paragonato a quello del socio di controllo<sup>113</sup>.

Ma ancora sono note nella prassi clausole che impediscano al debitore di creare forme di garanzia, attraverso crediti privilegiati, che rendano un creditore più favorito e tutelato rispetto agli altri, ivi comprese le operazioni di *sale and lease back*<sup>114</sup> od in generale le clausole che impediscano l'alienazione di beni<sup>115</sup> facenti parte del patrimonio sociale ed in violazione a volte anche del principio della *par condicio creditorum*.

La clausola chiaramente, al fine di non limitare inutilmente l'impresa, dovrebbe essere parametrata alla reale

---

<sup>113</sup>. In realtà occorre notare che in questi casi il controllo esercitato dalla banca non è direttamente imposto, ma deriva dall'esistenza di altre due forme di potere, da una parte quella imposta dal *covenants*, dall'altra quella indirettamente derivante dalla necessità del finanziamento richiesto, per cui l'impresa pur di non rinunziarvi accetterà tali limitazioni, specialmente in situazione di crisi. Così BAIRD DOUGLAS G. e RASMUSSEN K. ROBERT, in *Private debt and the missing lever of corporate governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 154, 2009; MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia 10 novembre 2006, a cura di BALZARINI, CARCANO e VENTORUZZO, Milano, 2007, p. 537; BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziate: spunti comparatistici*, in *Riv. di diritto societario*, 2011, p. 419.

<sup>114</sup> In tali casi infatti il trasferimento della proprietà di un bene rappresenta appunto un rischio di diminuzione del patrimonio netto dell'impresa, a danno del solo creditore che vede diminuire la garanzia generica patrimoniale ed a vantaggio dell'impresa che se da una parte conserva la disponibilità del bene, dall'altra ottiene anche un aumento della liquidità a scapito degli *assets*. La tutela del creditore in questo caso tenta di far fronte ai problemi di *cost of agency* noti come *claim dilution* e *asset withdrawal*.

<sup>115</sup> La sostituzione dei beni aziendali con danaro liquido, consente al debitore una maggiore volatilità di tali risorse che più facilmente sfuggono a sistemi conservativi della garanzia patrimoniale, ponendo in essere quel *cost of agency* noto come *asset substitution*. Non vi sarebbero invece ostacoli e quindi potrebbero essere consentite le vendite aventi lo scopo recuperare risorse da investire in acquisti di *new fixed assets*, ovvero in immobilizzazioni che non possono essere convertiti in danaro, così SMITH CLIFFORD e WARNER JEROLD, *On financial contracting*, in *J. of financial economics*, 1979 e PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, p. 605.

capacità finanziaria della società; infatti più che vietare in modo assoluto il ricorso al credito potrebbe anche limitarsi semplicemente a regolamentare le operazioni di finanziamento con parametri flessibili ed a scaglioni<sup>116</sup>.

In tale categoria vi rientrano inoltre anche gli obblighi di impedire il trasferimento della sede sociale in un luogo oltre il confine nazionale, per evitare l'assoggettamento dell'impresa ad una disciplina diversa e non conosciuta in tema di liquidazione e fallimento; o più in generale, le clausole potrebbero anche occuparsi delle condizioni in cui sia possibile effettuare un'operazione straordinaria di fusione<sup>117</sup> o scissione, valutando la possibilità di una loro realizzazione sulla base della capacità patrimoniale della società risultante al termine, a prescindere dagli strumenti di opposizione generalmente concessi ai creditori.

Un altro esempio sono quelle clausole che impediscono la distribuzione di dividendi<sup>118</sup>, reali o fittizi, tra soci, o ancora che pongano limiti o divieti al riscatto di azioni o al loro

---

<sup>116</sup> La clausola potrebbe ad esempio prevedere che al raggiungimento di determinate soglie previamente concordate nei *covenants*, il debitore potrà accedere ad ulteriori finanziamenti senza alcuna autorizzazione della banca stipulante.

<sup>117</sup> Anche in questi casi la società tramite tali operazioni societarie potrebbe potenzialmente danneggiare il creditore attraverso pratiche di *claim dilution*: di fatti la medesima proprio tramite la fusione potrebbe realizzare un cambio dei vertici aziendali e quindi modificare gli obiettivi programmatici e convenuti con l'ente finanziatore, indirizzandosi verso politiche più rischiose. MOZZARELLI, *I covenants ed il governo della società finanziata.*, op. cit., p. 17.

<sup>118</sup> Si parla in tali casi di *dividend covenants*. Queste clausole, come abbiamo avuto modo di analizzare, pongono un ulteriore limite alla già complessa ed articolata disciplina sulla distribuzione degli utili, distribuibili nei limiti in cui siano stati realmente conseguiti oltre che considerati, secondo le norme del codice civile, disponibili (*free cash flow to equity*). VISCONTI, *le differenze di fusione, tra capacità d'indebitamento e dividend covenants*, in *Riv. Dottori commercialisti*, 2, 2011, p. 361.

acquisto. In tali casi le parti si possono accordare affinché tale limitazione venga meno per una data percentuale di utili (*cumulative earnings*) prodotti dopo una certa data, che generalmente è ricollegato alla data del prestito<sup>119</sup>.

Rientrano, infine, nell'ultima categoria, le clausole che impongono determinanti comportamenti incidenti sul rapporto tra impresa, compagine sociale ed organo amministrativo. Si pensi, quindi, agli obblighi relativi alla limitazione della distribuzione degli utili fra soci, divieti di riscatto ed acquisto di azioni proprie<sup>120</sup> da parte della società, vincoli e condizioni al rimborso delle obbligazioni, siano esse convertibili e non convertibili in azioni.

In questa categoria inoltre vi possono rientrare anche i *covenants* che consentono al *lender* di esprimere il proprio consenso prima della turnazione o dell'ingresso di nuovi membri dei vertici aziendali<sup>121</sup>.

---

<sup>119</sup> Potrebbero in ogni caso essere incluse ulteriori limitazioni, legate ad esempio, ai pagamenti delle rate del finanziamento o ma anche a *rating* finanziari esterni. Tale clausola potrebbe inoltre ingenerare un ulteriore vantaggio consistente non già solo nel prevenire *l'asset withdrawal*, ma nel consentire un accrescimento del patrimonio societario. SMITH CLIFFORD e WARNER JEROLD, *On financial contracting*, in *J. of financial economics*, 1979, p. 126.

<sup>120</sup> L'acquisto delle azioni da parte della società, come già trattato nel capitolo precedente, è rischioso per i creditori sociali; in Italia tale operazione è già di per sé soggetta a limitazioni, diversamente dai paesi di *common law*, dove la presenza del *covenant* è l'unico strumento che garantisce il creditore da una falsa rappresentazione del capitale sociale.

<sup>121</sup> In questo caso lo scopo della clausola è quello di consentire al creditore di mantenere invariato l'organo amministrativo al fine di conservare i rapporti con la *corporate governance* con cui ha contrattato fin dall'inizio. Allo stesso tempo però non è raro che il *lender* con la clausola si attribuisca un vero e proprio veto di nomina da esercitarsi solo a seguito del verificarsi dell'evento di *default*; ciò certamente rappresenta una pericolosa interferenza nelle scelte di politica aziendale, poiché ha ad oggetto il cuore discrezionale dell'impresa, rappresentato dalla nomina dei suoi vertici operativi.

Concludendo questa analisi appare evidente che tutte queste clausole certamente limitano la discrezionalità amministrativa, tipiche dei vertici aziendali delle imprese, impedendo o a volte ritardando determinate operazioni dalle medesime volute; ma è importante sottolineare brevemente adesso che, per essere considerate lecite, queste clausole non dovranno mai arrivare ad escludere il potere decisionale dell'organo amministrativo, dovendosi considerare sempre come moniti precauzionali, la cui inosservanza è collegata ad un evento che l'impresa già conosce.

### **2.3.1 I Bond Covenants**

Come abbiamo visto, i *covenants* caratterizzano generalmente i c.d. prestiti privati (*private loans*), che si instaurano tra banche o altri enti od istituti e finanziatore professionale, ma particolarmente diffuso è l'utilizzo di tale strumenti anche all'interno degli stessi prestiti infra - societari. Si parla in tali casi di *bond covenants*<sup>122</sup>.

Tali clausole, in particolare, trovano applicazione in sede di emissione, da parte di società di capitali, di prestiti obbligazionari, ed hanno lo scopo di costituire una forma di

---

<sup>122</sup> Sul tema cfr. PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca Impresa e società*, 2, 2006, p.247. In particolare tali strumenti hanno caratterizzato il mercato degli *high yield bond* statunitensi, favorendo le esigenze di diversificazione degli investitori per le aziende di dimensioni limitate. Per un confronto fra il mercato americano e quello europeo cfr. CESARI e RUSCONI, *Contesto internazionale*, in *Il mercato dei corporate bond in Italia*, a cura di PINARDI, Milano, 2003, p. 32.

garanzia ulteriore attraverso da una parte l'esercizio del diritto di controllo e dall'altra imponendo in caso di violazione il diritto alla restituzione anticipata del prestito.

Il prestito obbligazionario infatti rappresenta una possibilità per la società di ottenere una fonte di liquidità immediata, non dovendo ricorrere a finanziamenti presso banche o altri istituti di credito simili, ma potendo emettere presso il pubblico prestiti obbligazionari di varia natura e con diritto alla restituzione della somma versata, ai patti ed alle condizioni previste in fase di emissione.

Nel nostro ordinamento la disciplina delle obbligazioni è contenuta nella Sezione VII del Titolo V del libro V del codice civile, intitolato "Delle obbligazioni". Inizialmente la normativa riguardava le sole società per azioni, a seguito invece di un'inversione di rotta, il legislatore ha innovato la materia con l'introduzione della possibilità anche per le società a responsabilità limitata e le cooperative di raccogliere risorse finanziare attraverso l'emissione di titoli di debito<sup>123</sup>.

L'emissione del prestito obbligazionario viene deliberata dall'organo amministrativo per una cifra determinata dall'assemblea societaria e le obbligazioni così emesse

---

<sup>123</sup> La normativa di riferimento per le società a responsabilità limitata è l'art. 2483 c.c. e per le società cooperative l'art. 2526 c.c. Sul tema delle obbligazioni, la riforma ha, in realtà, inciso anche sulla terminologia usata nel codice, non parlando più di "obbligazioni", ma riferendosi genericamente a "titoli di debito". Tali strumenti, la cui definizione si ricava dal combinato disposto dell'art. 1, II comma, lett. a) del t.u.f. e dell'art. 1 bis, lett. b) t.u.f., potranno quindi essere emessi sia come titoli di massa, ma anche come titoli individuali (così CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, op. cit.*).

vengono offerte sul mercato<sup>124</sup>. Gli interessati dovranno, all'atto della sottoscrizione del prestito, versare alla società la somma corrispondente al numero di obbligazioni acquistate, ricevendo in cambio un documento, effettivo o dematerializzato, che attribuisce loro il diritto sia di ricevere la restituzione, alle scadenze pattuite, della somma così anticipata, sia di riscuotere a intervalli intermedi gli interessi come pattuiti nella delibera di emissione.

Il legislatore italiano è intervenuto più volte<sup>125</sup> sulla disciplina del prestito obbligazionario tentando di creare un adeguato sistema di tutela per l'investitore obbligazionario, preoccupandosi di tutelare principalmente la posizione degli investitori non professionali. In particolare l'articolo 2412 c.c.<sup>126</sup> prevede il superamento del limite di emissione di obbligazioni, pari al ad una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio

---

<sup>124</sup> L'art. 2483, al II comma prescrive: *"I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima."*

<sup>125</sup> Si pensi ai d. lgs. n. 310 del 28 dicembre 2004 e n. 262 del 28 dicembre 2005.

<sup>126</sup> La norma prevede infatti che: *"Il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali. Non è soggetta al limite di cui al primo comma, e non rientra nel calcolo al fine del medesimo, l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi."*

approvato, per quelle obbligazioni destinate ad investitori professionali.

Il limite quantitativo previsto dalla norma è volto ad impedire che si crei uno squilibrio nella distribuzione del rischio tra azionisti e obbligazionisti. Con tale strumento infatti l'assemblea potrebbe realizzare degli abusi veri o propri o comunque porre in essere pericolose condotte, dipendenti dal ricorrere al capitale di credito a medio e lungo termine in maniera eccessiva rispetto a quanto realmente investito dagli azionisti. Del resto, trattandosi a tutti gli effetti di un vero e proprio prestito finanziario, per cui sarà necessario applicare, oltre alla disciplina tipica prevista dalle norme in commento, anche quella legale prevista per il contratto di mutuo<sup>127</sup>, tra società ed obbligazionisti si creerà il medesimo rapporto tra *lender* ed *agent*, ingenerandosi il medesimo conflitto di interessi.

Quindi anche nel prestito obbligazionario il ricorso allo strumento del *covenant* potrebbe essere utile ed efficace al fine di attenuare ed assottigliare quel dislivello informativo che abbiamo visto essere alla base dell'ingenerarsi dei *costs of*

---

<sup>127</sup> Sul punto si vuole far riferimento ad una dibattuta questione dottrina relativa alla struttura del prestito obbligazionario: se da una parte alcuni autori sostengono che si tratti di un unico rapporto di credito tra la società e l'intera categoria degli obbligazionisti, secondo altri invece si realizzerebbero con la sottoscrizione delle obbligazioni, tanti contratti quanti sono gli obbligazionisti. FERRI, in *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da VASSALLI, II ed., Torino, 1987, sostiene invece che non si potrebbe parlare né di finanziamento individuale né di finanziamento collettivo, piuttosto sarebbe un finanziamento di un gruppo organizzato, in cui i singoli rapporti seppur distinti fra loro, non sarebbero dotati di una precisa autonomia, che si esplica nella creazione di un'apposita categoria, munita di una propria assemblea in grado di prendere anche decisioni in merito al rapporto obbligazionario emesso.



*agency*, consentendo agli obbligazionisti dei poteri che vanno dal monitoraggio sull'impresa fino ad un diritto di controllo, la cui violazione darebbe diritto al rimborso anticipato o ad un maggior tasso di interesse del prestito obbligazionario.

Tali strumenti inoltre, a fronte anche della crisi del sistema patologico italiano, potrebbero rappresentare uno strumento di maggior tutela e garanzia oltre che una risposta privata e suppletiva per il prenditore avallante. Ma anche la stessa società, convenendo tale clausola, potrebbe più facilmente ottenere risorse sul mercato, potendo pattuire un interesse inferiore rispetto a quelli praticati sul mercato a parità di condizioni<sup>128</sup>.

Nella prassi si sono così diffuse varie tipologie di *bond covenants* suddivisibili in clausole che impongono limiti operativi diretti alla tutela del patrimonio sociale e clausole che agiscono invece per via indirette<sup>129</sup>.

Fanno parte della prima categoria e ricalcano quanto al contenuto le clausole previste per i *private loan* le clausole di limitazione dell'indebitamento della società, quelle impeditive dei pagamenti a favore di categorie predeterminate di creditori (si pensi gli azionisti), o ancora quelle che impongono una riduzione od una sospensione dei pagamenti fino a che non venga messa da parte una somma dagli utili da destinare a

---

<sup>128</sup> PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca Impresa e società*, op. cit., p.257.

<sup>129</sup> Così anche MOSCHETTA, *Il ruolo dei financial covenants nella riduzione delle asimmetrie informative sul debito*, in *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano*, a cura di BERTONI, p. 44, il quale distingue anche tra covenants che agiscono sull'eliminazione dei cost of agency o covenants costituenti forme indirette di controllo (obblighi di informazione o di mantenimento della corporate governance).

riserva inalienabile; ulteriori esempi sono poi le clausole limitative delle operazioni di *sale and lease back* e delle vendite di *asset*.

Appartengono invece alla categoria delle tutele indirette le clausole limitative delle operazioni di fusione, del cambiamento della compagine sociale di controllo, delle transazioni con società affiliate o con rapporti di direzione e controllo, o infine quelle che comportano per la società un dovere di informazione e rilascio di documentazione a favore degli obbligazionisti.

Anche per tali clausole, il verificarsi dell'evento di default potrebbe comportare gli stessi effetti della clausola risolutiva espressa o della condizione risolutiva, con diritto per l'obbligazionista di ottenere il rimborso del prestito e del relativo premio<sup>130</sup>. Altra opportunità, preferibile e preferita nella prassi, sarà invece quella della rinegoziazione del finanziamento.

## **2.4 PROFILI CIVILISTICI E FUNZIONALI DEI COVENANTS**

Se questa è la struttura *standard* del *covenant*, occorre adesso sottoporre tale clausola a quel controllo di meritevolezza che abbiamo visto essere oggi necessario per

---

<sup>130</sup> Anche in tal caso i creditori non avranno alcun interesse concreto a chiedere il rimborso anticipato, poiché avrebbero come risposta quello di mettere a rischio l'intera società, provocando l'insolvenza della stessa e quindi una sua più probabile insolvibilità.

ogni tipo di strumento che vuole operare nel nostro sistema giuridico, in quanto non è quasi mai possibile un inserimento immediato di sistemi anglosassoni all'interno di ordinamenti di *civil law*. Sarà quindi necessaria una valutazione del contenuto della clausola, considerati gli interessi delle parti coinvolte.

Perché quindi sia lecito l'utilizzo di tale strumento è necessario che vi sia un equilibrio tra effetti prodotti ed interessi coinvolti. Tale controllo è definitivo dalla dottrina, più precisamente, come giudizio di proporzionalità<sup>131</sup>, inteso appunto come giudizio di adeguatezza della garanzia al credito cui si accompagna<sup>132</sup>.

---

<sup>131</sup> Oggi tale principio è al centro del dibattito legislativo a seguito dell'introduzione delle riforme al sistema di garanzia (d.l. n. 59/2016) di cui abbiamo parlato nel capitolo precedente. Sul tema PERLINGIERI, *Sui contratti iniqui*, in PERLINGIERI, *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003; CASUCCI, *Il sistema giuridico proporzionale nel diritto privato comunitario*, Napoli, 2001; CALVO, *Equità e controllo del giudice sull'equilibrio contrattuale*, in *L'incidenza della dottrina sulla giurisprudenza nel diritto dei contratti*, a cura di C.PERLINGIERI e L.RUGGIERI, Napoli, 2016. Ma assume un ruolo decisivo anche in tema di garanzie personali negli appalti pubblici. Infatti, ai sensi dell'art. 93 del d. lgs. n. 50/2016, l'offerta dell'appaltatore dovrà essere corredata da una garanzia provvisoria, di importo proporzionale ed adeguato alla natura delle prestazioni; ancora, l'art. 103, prevede che la garanzia definitiva in caso di vittoria della gara dovrà essere progressivamente svincolata a misura dell'avanzamento dei lavori di esecuzione dell'opera. Con tale norma sembra essere entrato nel nostro ordinamento il concetto che la garanzia debba essere commisurata alla durata del rapporto, non potendo più essere considerata un elemento statico all'interno di un contratto che si modifica per natura con il tempo. ANGELONE, *Nuove forme di garanzia e legalità costituzionale*, in *Giustizia civile*, 4, 2017, p. 914.

<sup>132</sup> Il giudizio di proporzionalità è inteso quale strumento di *d'adequation de la sureté au montant de la créance*, in quanto, affinché una garanzia possa essere lecita non occorre che si tratti di una *sureté bonne pour le créancier, qui lui assure une protection efficace*, ma dovrà altresì essere una garanzia *équilibrée, ne genant pas de manière excessive les intérêts du débiteur et des tiers*. ANCEL, *Nouvelles suretés pour créanciers échaudés*, in *Cah. Dr. Entr*, 5, 1989, p. 3 ss., 5; CROCO, *Suretés et proportionnalité*, in *Etudes simler*, Parigi, 2006, p. 291 - 293.

Tale controllo trova fondamento nel nostro codice nell'articolo 1179 c.c.<sup>133</sup>, laddove il legislatore utilizzando il termine di idonea garanzia ha voluto fare riferimento appunto alla necessità che questa sia sufficiente e quindi proporzionata agli interessi delle parti coinvolte.

Perciò, rivolgendo l'attenzione ai *covenants*, con tali garanzie al finanziatore viene attribuito un potere preventivo, consistente a volte nel dritto ad ottenere informazioni, patrimoniali e finanziarie, altre nell'incidere in varia forma e misura sulle scelte imprenditoriali e per l'intera durata del rapporto, al fine di tutelare le proprie ragioni di non vedersi meno garantito e tutelato di fronte a certe decisioni dell'impresa; le clausole, quindi, assurgono a strumenti nelle mani del creditore per evitare il rischio di subire i danni derivanti dall'inadempienza del proprio debitore.

Occorre quindi verificare se sussiste un corretto bilanciamento tra l'interesse del finanziatore ad essere garantito tramite un controllo sull'impresa, e l'interesse dell'impresa a conservare il principio di libertà dell'iniziativa economica; sarà necessario quindi analizzare la peculiarità di ogni singolo rapporto individuando per ciascuno la concreta funzione giuridico – economica sottesa all'operazione

---

<sup>133</sup> Art. 1179 c.c. *“Chi è tenuto a dare una garanzia, senza che ne siano determinati il modo e la forma, può prestare a sua scelta un'idonea garanzia reale [2784, 2808] o personale [1936], ovvero altra sufficiente cautela.”* Con tale norma si è affermato, in particolare, il principio dell'equivalenza o indifferenza delle specie di garanzia, per cui a prescindere dal tipo di garanzia, reale o personale, o di qualsiasi altra idonea cautela ciò che importa al sistema è che la medesima sia sufficiente ad assicurare l'interesse del creditore. D'AVANZO, *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Comm. al c.c.*, a cura di D'AMELIO.

giuridica cui accedono. Si dovrà verificare di volta in volta se gli interessi del creditore da tutelare siano sufficienti da consentire uno scollamento del potere decisionale dagli organi a cui questo compete che possa giustificare anche sul piano funzionale l'intervento del medesimo all'interno della gestione della società<sup>134</sup>.

Possiamo, quindi, qui brevemente sostenere che rispetteranno certamente il principio di proporzionalità quelle clausole *covenants* che impongano al debitore degli obblighi di fornire una serie di informazioni o documentare una gamma di operazioni aziendali, in quanto non è ravvisabile in essi alcuna limitazione al potere decisionale, ma solo un aumento del carico di obblighi ad esso imposti.

Più complessa sarà la valutazione dei *financial covenants*, i quali saranno leciti tutte le volte in cui non comporteranno una totale perdita di autonomia dell'impresa, ma una mera influenza, potendo l'organo decisionale sempre assumere le proprie scelte, pur consapevole delle conseguenze che ne deriveranno. In tali casi quindi sarà necessario per l'operatore un controllo di proporzionalità sul singolo caso concreto al fine di verificare l'esistenza del corretto bilanciamento tra gli interessi in gioco<sup>135</sup>.

---

<sup>134</sup> Si rinvia al capitolo successivo per le possibili conseguenze in tema di responsabilità del creditore per il compimento di atti di natura gestionale o decisionale all'interno dell'impresa, a prescindere dalla liceità delle suddette clausole.

<sup>135</sup> Si pensi alle ipotesi di *project financing*, alla fattispecie dell'acquisizione a seguito di indebitamento, di cui abbiamo trattato, o ancora ai finanziamenti a scopo di risanamento aziendale. In tali casi è fondamentale per il creditore che l'impresa rispetti il piano accordato ed approvato, anche tramite l'utilizzo delle clausole apposite, laddove anche un solo

Con riferimento invece alle clausole che vietano determinati comportamenti dell'impresa, la liceità sarà riscontrabile tutte le volte in cui i divieti saranno strettamente funzionali a garantire il conseguimento delle specifiche finalità delle operazioni creditizie<sup>136</sup>.

Occorre, inoltre, notare che il giudizio di proporzionalità non potrà limitarsi alla sola fase redazionale del contratto, ma dovrà riguardare l'intera durata del rapporto, potendo facilmente la clausola risultare sproporzionata anche in una fase successiva, a seguito delle mutate circostanze di fatto e di diritto che coinvolgono l'impresa. Si pensi, ad esempio, ad un debitore che si trovi ad aver restituito la maggior parte della somma presa a prestito, ma che sia ancora vincolato da stringenti limiti che non trovano più giustificazione vista la mutata condizione patrimoniale dell'impresa, con ripercussioni anche dal punto di vista dello sviluppo aziendale.

---

scostamento potrebbe comportare un effetto domino su tutti i rapporti con gli altri creditori. Al contrario, appare meno rilevante, e quindi sulla bilancia della proporzionalità avrà meno peso, l'interesse del creditore a non vedersi limitato nelle proprie scelte aziendali.

<sup>136</sup> In alcuni casi il compimento di tali operazioni è subordinato al veto del finanziatore, che si attribuisce il diritto di autorizzare preventivamente determinate operazioni ritenute ad alto rischio per il credito. Questa particolare previsione produce però un'ulteriore difficoltà per l'interprete, chiamato a valutare la liceità del comportamento di rifiuto dell'ente dinanzi ad una richiesta ragionevole del debitore. Sarebbe quindi necessaria una previsione di salvaguardia che legittimi il rifiuto dell'ente con l'esistenza almeno di una giusta causa, legata ad una lesione significativa della sfera giuridica del creditore. THUILLIER, *L'autorisation*, Parigi, 1996. Al contrario non creeranno alcun problema interpretativo quelle clausole che avranno al loro interno criteri e presupposti oggettivi già predisposti cui ricollegare l'emissione dell'autorizzazione favorevole o non delle operazioni, limitando o meglio, prevenendo, così una discrezionalità troppo ampia del *lender*.

Tale valutazione appare fondamentale per le parti in gioco, perché l'eventuale giudizio di non meritevolezza, comporterà la nullità della clausola e, quindi, ai sensi dell'articolo 1419 del codice civile, la nullità dell'intero contratto se una delle parti dimostra che non lo avrebbe concluso in assenza di quella pattuizione.

Tale lavoro oggi è più che mai necessario a fronte della sempre maggior diffusione di tali pattuizioni, grazie ai vantaggi che questi hanno prodotto sulla base delle altre esperienze extranazionali ed europee.

Infatti, per le banche e gli altri istituti di credito finanziario, la possibilità di effettuare verifiche più corrette e veritiere sulla reale capacità, economica e patrimoniale dell'impresa, è un vantaggio non da poco, poiché per tale lavoro troverà la collaborazione propositiva e collaborativa, anche se obbligata, del medesimo creditore, alleggerendosi così di una serie di costi di controllo e di monitoraggio, non sempre compensati dalla remunerazione del prestito.

Inoltre, la pattuizione del *covenant* contribuirà anche allo sviluppo ed alla diffusione dei finanziamenti a medio e lungo termine, consentendone una più facile e conveniente negoziazione per entrambe le parti coinvolte. Infatti l'impresa potrà pattuire un tasso di interesse inferiore rispetto a quello generalmente praticato sul mercato, o ancora prevedere modalità di restituzione del prestito meno stringenti e

vincolanti<sup>137</sup>. L'istituto bancario, invece, avrà il vantaggio di poter monitorare nel tempo e a costo zero, senza dispendio di risorse proprie, il suo debitore, venendo a conoscenza non solo delle modifiche strutturali interne, ma anche dell'andamento economico della medesima sul mercato, valutando il piano di *business* aziendale e vigilando sulle scelte imprenditoriali, ben potendo così individuare i primi segnali di uno stato di possibile crisi o difficoltà e, quindi, potendo eventualmente anche scegliere se interrompere la linea di credito anzitempo o rinegoziare il rapporto di finanziamento.

Ma ancora, l'istituto di credito, inserendo all'interno del contratto di finanziamento un *covenant*, migliorerebbe la sua posizione concorrenziale sul mercato, grazie alla possibilità di offrire condizioni di prestito e tassi di interesse più favorevoli, e rinunciando alle tipiche garanzie patrimoniali, che generalmente accompagnano questa tipologia di contratti. Di fatti, la prassi ci insegna che gli istituti di credito applicano alle imprese tassi di interesse dipendenti dalla minore o maggiore garanzia prestata, utilizzando i *covenants*, invece, il creditore valuterà le condizioni di rischio imprenditoriale inserendo nel giudizio anche le facoltà ulteriori di garanzia e

---

<sup>137</sup> E' opportuno ribadire che generalmente gli obblighi previsti nei *covenants* sono quasi sempre sopportabili per l'impresa finanziata; anzi, nella maggior parte dei casi sono funzionali a garantire ed assicurare uno sviluppo sostenibile e concreto della stessa, poiché preordinati a garantire la continuità sul mercato. Interesse questo che è comune ad entrambe le parti del rapporto e che si concretizza per il debitore nell'intento di perseguire tramite l'accrescimento dell'attività imprenditoriale lo scopo di lucro e per il creditore nella certezza dell'esistenza nel tempo di un'impresa viva e produttiva capace di creare quel flusso di liquidità necessario all'adempimento degli obblighi dalla medesima contratti.



controllo che ottiene con la pattuizione aggiuntiva e ciò potrebbe influenzare la valutazione complessiva della capacità di solvibilità dell'impresa, dalla quale dipenderanno le condizioni di prestito finanziario.

Tale aspetto rappresenta una possibilità per tutto il mercato finanziario di evolversi verso nuovi scenari più flessibili e meglio rispondenti alle attuali realtà economiche.

È evidente infatti che applicare le stesse condizioni, come il tasso di interesse, ad imprese all'apparenza strutturalmente simili, ma nel concreto molto diverse, non fa che appiattare il mercato, oltre che, forse, alla lunga, danneggiarlo <sup>138</sup>. Il rischio maggiore è, infatti, quello di penalizzare le imprese nuove e giovani che generalmente non dispongono di una sufficiente liquidità per l'autofinanziamento, ma che invece vantano un notevole piano di sviluppo con larghi margini di crescita imprenditoriale: aggravare tali aziende con alti costi del finanziamento, e, magari, ricorrendo anche a garanzie esterne al patrimonio sociale, provoca uno scoraggiamento nel ricorso

---

<sup>138</sup> Il creditore infatti sia perché non dispone di tutte le informazioni utili, sia perché il rapporto di finanziamento si protrae per un periodo di tempo notevole, non può facilmente tradurre nel tasso di interesse tutti i costi ed i rischi del contratto. Nella dottrina economica si parla in tali casi di "selezione avversa del credito", per identificare la fase iniziale del rapporto tra creditore e debitore, o meglio pre-contrattuale, caratterizzato dalla forte asimmetria informativa tra le parti. Tale asimmetria inoltre si carica del conflitto di interessi tra le parti, per cui, come abbiamo visto a richiedere un prestito saranno in genere individui con minore liquidità e quindi con un grado maggiore di rischiosità. Il vero rischio di tale meccanismo è che il potenziale prestatore di fondi potrebbe astenersi dall'accordo contrattuale e decidere quindi di non concedere alcun prestito, purtroppo scoraggiando e penalizzando quei soggetti onesti e a basso rischio di insolvenza. FINI *Il mercato dei "bidoni": come la selezione avversa influenza la struttura finanziaria.*

al prestito, con l'eventualità che alcune imprese potrebbero addirittura essere del tutto lasciate fuori dal mercato del prestito finanziario e, quindi, non contribuire realmente allo sviluppo economico del paese.

Questo è un rischio che colpisce non solo il mercato imprenditoriale, ma indirettamente anche tutta la collettività, ed è certamente un rischio che il legislatore non dovrebbe permettere.

Inoltre l'utilizzo di tali strumenti, potrebbe consentire anche di effettuare una ragionevole scrematura sulla serietà di intenti delle aziende coinvolte: se, infatti, con il *covenant* l'impresa sceglie di accettare un'intrusione nella gestione aziendale a livello di obblighi informativi e scelte patrimoniali, lo farà perché promuove e condivide con l'istituto di credito lo scopo di perseguire profitti nel lungo periodo. Ad optare per i *covenants* quindi saranno certamente tutte le imprese con maggiori potenzialità sul mercato, mentre le altre, consapevoli di non possedere o di non voler conseguire determinati risultati, per le ragioni più svariate, non accetteranno mai di sottoporsi a tali controlli. Il debitore non *in bonis*, allora, dovrà ricorrere ad altri strumenti finanziari, inevitabilmente più costosi; invece il debitore con elevate capacità di *standing* beneficerà del meccanismo dei *covenants*, e potrà ottenere presumibilmente condizioni creditizie migliori.

Nel complesso, possiamo quindi concludere che i *covenants* si inseriscono nell'ambito di quelle garanzie volte a ridurre l'aspro conflitto di interessi tra debitori e creditori<sup>139</sup>.

Ma, come già anticipato, la forza innovativa di tali strumenti non si esaurisce nella sola fase statica della contrattualizzazione, ma anzi trova la ragione forse della sua maggior diffusione in quella dinamica, o meglio patologica. La violazione delle obbligazioni inserite nel contratto di finanziamento, infatti, oltre alla possibilità per il creditore di richiedere l'immediata esigibilità della somma erogata, attribuisce al medesimo ulteriori e variegati poteri di reazione, più rispondenti alle esigenze delle parti e che consistono nella facoltà di esercitare il potere di rinegoziazione delle condizioni di prestito, tenendo conto delle mutate condizioni economiche e reddituali dell'impresa.

I *covenants*, inoltre, potrebbero ritornare utili anche per superare l'ormai tristemente famosa difficoltà dei nostri Tribunali di essere in grado di concludere i procedimenti esecutivi con soddisfazione totale per il creditore procedente e gli altri interessati<sup>140</sup>.

---

<sup>139</sup> Questo carattere è apprezzabile anche per gli strumenti dei *bond covenants*, di cui si parlerà nel secondo capitolo, che accompagnano i prestiti obbligazionari emessi dalle società di capitali. Anche in tali fattispecie la facoltà concessa al titolare del prestito obbligazionario di poter esercitare un controllo più marcato ed efficace sull'andamento societario, migliora il rapporto tra azionisti e creditori, attenuando il naturale conflitto di interessi che si genera con l'operazione.

<sup>140</sup> Per un approfondimento sulle statistiche delle procedure esecutive in Italia è possibile consultare il sito dell'ASSOCIAZIONE T.S.E.I. – TAVOLO DI STUDIO SULLE ESECUZIONI ITALIANE [T6] al seguente indirizzo: [www.osservatoriot6.com](http://www.osservatoriot6.com)

I *covenants*, infatti, a differenza delle altre garanzie reali non attribuiscono un diritto di prelazione al creditore, che potrà essere esercitato sempre e solo dopo l'incardinamento di un giudizio esecutivo, ma operano su un piano completamente diverso, poiché non richiedono il necessario coinvolgimento delle sfere pubbliche giudiziali, soprattutto se il creditore decide di esercitare il diritto di rinegoziare il contratto; inoltre, assolvono alla specifica funzione di garanzia preventiva, poiché il controllo e la sorveglianza che viene esercitata permette al creditore di intervenire *ex ante*, con uno *screening* complessivo dell'andamento aziendale ed un monitoraggio nel tempo.

Il controllo esercitato dal creditore ed in particolare il rispetto del contenuto delle pattuizioni potrebbe già da solo essere in grado di prevenire il compimento di operazioni spericolate e dannose per la società; ma non solo, anche la violazione del *covenant* rappresenta un momento fondamentale per i rapporti tra le parti, potendo il creditore, anche in questa fase, optare per una soluzione stragiudiziale della controversia, rinegoziando il finanziamento e decidendo quindi volontariamente di non portare l'impresa in un sicuro stato di insolvenza.

Il creditore, infatti, se opta per la risoluzione del contratto, può chiedere l'immediato pagamento della somma

finanziata<sup>141</sup>, ed il debitore non potrà avvantaggiarsi del beneficio del termine, che si considererà immediatamente scaduto; tale circostanza non può che avere un impatto negativo per l'azienda, poiché, tanto maggiore sarà la somma erogata dall'istituto, tanto influente sarà tale scelta fino a poter addirittura essere il presupposto per la dichiarazione dello stato di insolvenza<sup>142</sup>. Se invece l'istituto di credito decide di optare per la rinegoziazione del contratto di finanziamento, potrà apportare certamente delle variazioni, anche peggiorative o semplicemente più stringenti, alle condizioni contrattuali per il debitore, adattandole alle rinnovate e mutate circostanze imprenditoriali e commerciali.

Infine, non bisogna sottovalutare il vantaggio che l'utilizzo dei *covenants* potrebbe comportare per tutta la platea degli altri creditori dell'impresa finanziata. Infatti, la

---

<sup>141</sup> Il beneficio della decadenza del termine ex articolo 1186 c.c. è una tutela *ex lege* che consente al creditore di esigere anticipatamente il rimborso del credito prestatato in presenza di una situazione di insolvenza o in caso di venir meno delle garanzie prestate.

<sup>142</sup> Il vecchio Codice di Commercio del 1882 prevedeva, all'art. 683, che *"il commerciante che cessa di fare i suoi pagamenti per obbligazioni commerciali è in stato di fallimento"*. Oggi l'art. 5 della Legge Fallimentare R. D.16 marzo 1942 n. 267, prevede che *"l'imprenditore che si trova in stato di insolvenza è dichiarato fallito. Lo stato di insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni"*. Spesso nella prassi si era soliti confondere l'inadempienza con la vera e propria insolvenza, laddove quest'ultima dovrebbe invece identificare uno stato di fatto irreversibile del debitore, o meglio, lo stato di insolvenza va inteso come l'incapacità non solo passata ma anche e soprattutto futura di adempiere ai propri debiti e non è necessariamente dipende dalla liquidità dell'impresa. Sul tema la Suprema Corte di Cassazione con sentenza n. 3488 del 1969 ha statuito che *"l'insolvenza attiene ad una situazione oggettiva di impotenza economica, determinata dal fatto che l'imprenditore non sia in grado di adempiere regolarmente, e con mezzi normali, alle proprie obbligazioni ed alle scadenze pattuite. Pertanto, ai fini dell'accertamento di siffatte situazioni è del tutto irrilevante l'indagine circa l'ammontare dell'attivo dell'impresa, il quale può anche superare l'ammontare del passivo, senza con ciò escludere l'impossibilità per l'imprenditore di far fronte alle obbligazioni assunte."*

presenza di un soggetto che monitora e controlla l'attività aziendale, prevenendo *ab origine* possibili situazioni di rischi imprenditoriali ed orientando la gestione verso una costante produzione di utili, non può che essere vantaggiosa per tutti gli altri aventi causa dell'impresa<sup>143</sup>.

Infatti, questi ultimi, ed in particolare i creditori minimi dell'impresa, come i piccoli fornitori, non potrebbero effettuare alcun controllo sull'attiva imprenditoriale, sia per problemi strutturali che dimensionali, in quanto esso avrebbe un costo in termini di risorse professionali e tecniche insostenibile, né potrebbero, inoltre, esercitare alcuna forma di coercizione sull'azienda; eppure, nonostante ciò, si avvantaggerebbero a costo zero anche loro della presenza della pattuizione a favore del creditore più forte.

---

<sup>143</sup> Come abbiamo visto l'impresa non avrà rapporti con il solo finanziatore ma con una serie variegata di altri creditori, grandi e piccoli, impossibilitati o disinteressati all'attività di controllo sull'impresa debitrice. Il rischio maggiore sul mercato è che il creditore che faccio attività di *monitoring* sull'impresa tenda a tenere le informazioni ricevute per sé, al fine di procurarsi vantaggi o posizioni più favorevoli rispetto agli altri creditori. Purtroppo tale condizione è proprio quella che scoraggia e fa dubitare parte stessa della dottrina sull'effettiva utilità dei *covenants* come strumento di coesione e collaborazione anche fra gli stessi imprenditori. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*.



## 3 I COVENANTS NELL'ORDINAMENTO GIURIDICO ITALIANO

---

### 3.1 POTERE DECISORIO IN ITALIA

Rimane, adesso, da affrontare il problema squisitamente pratico e concreto dell'inserimento delle clausole *covenants* all'interno dell'ordinamento giuridico italiano. Partiamo, però, innanzitutto, dall'ammissibilità di concentrare in capo a soggetti terzi estranei all'impresa taluni poteri gestori, tipici dell'organo amministrativo, attraverso la semplice previsione contrattuale dei *covenants* all'interno dei contratti di finanziamento.

Per fare ciò occorrerà partire dall'analisi dell'assetto organizzativo e decisionale dei principali destinatari in Italia di tali contratti, e cioè le imprese di medie e grandi dimensioni, organizzate generalmente nella forma di società per azioni o società a responsabilità limitata, per verificare a quali soggetti, per legge o per statuto, sono demandati i compiti organizzativi, decisori e gestionali.

In particolare, l'insieme di tali poteri, viene definito dalla dottrina statunitense con il termine di *decision rights*<sup>144</sup>,

---

<sup>144</sup> MOZZARELLI, in *I covenants ed il governo della società finanziata*, op.cit., p. 109, definisce i *decision rights* come frammenti di discrezionalità gestoria. La tematica dell'allocazione di tali poteri al di fuori dell'ambito della *governance* societaria ha da sempre trovato un forte



per intendere appunto tutti quei diritti di amministrazione, di gestione sociale e di controllo, la cui ampiezza contenutistica è demandata alla legge, allo statuto o alla volontà delle parti.

Nelle aziende italiane tale potere è tendenzialmente affidato all'organo amministrativo<sup>145</sup>, assumendo l'assemblea dei soci<sup>146</sup> un ruolo decisamente più marginale.

In particolare, l'apparato amministrativo svolge una funzione di gestione ed organizzazione quotidiana della società, in virtù di un potere di natura esecutiva, che gli consente di assumere decisioni che incidono direttamente sulla conduzione dell'impresa; l'organo assembleare <sup>147</sup> ,

---

avversario nella dottrina del *nexus of contract theory (NCT)*, secondo la quale l'intervento del terzo, in questo caso il *lender*, all'interno della gestione societaria, tramite l'attribuzione di alcuni poteri, non avrebbe effetti benefici per la società, in quanto quest'ultimo, quale *fixed claimant*, non avrebbe le motivazioni giuste per traghettare la società verso le decisioni più corrette. La prassi dei *covenants* è riuscita a superare tale teoria con successo, mostrando al contrario una sinergica collaborazione tra le parti ed un notevole miglioramento delle imprese sul mercato. Ciò ha trovato un riscontro in dottrina nella *optimal financial contracting theory (OFCT)*, TIROLE, *The theory of corporate finance*, Princeton, 2006, p. 408.

<sup>145</sup> La disciplina dell'amministrazione e del controllo nella società è disciplinata per le S.p.A. agli articoli 2380 c.c. e seguenti e per le S.r.l. agli articoli 2475 c.c. e seguenti. In particolare per le S.p.A., dopo la riforma del diritto societario del 2003, l'organizzazione societaria può strutturarsi: 1) in un sistema c.d. "tradizionale", che si compone di un'assemblea, quale organo deliberale, di un organo amministrativo, quale organo decisionale, e di un collegio sindacale, quale organo di vigilanza; 2) in un sistema c.d. "dualistico" (art. 2409-*octies* c.c. e ss.), dove sono presenti un consiglio di sorveglianza, organo deliberale e di sorveglianza, ed un consiglio di gestione, con funzioni decisorie; 3) in un sistema c.d. "monistico", dove è presente il consiglio di amministrazione, con compiti gestori, al cui interno vi sarà un comitato per il controllo sulla gestione, a cui verrà demandata l'attività di vigilanza.

<sup>146</sup> Nelle società di capitali, a seconda degli argomenti all'ordine del giorno si usa distinguere tra assemblee ordinarie e straordinarie. In particolare, per le S.p.A. la normativa sulle modalità di costituzione e sulle competenze dell'assemblea è disciplinata agli articoli 2636 c.c. e seguenti e per le s.r.l., per cui il legislatore non prevede la distinzione per le assemblee straordinarie, agli articoli 2479 c.c. e seguenti.

<sup>147</sup> Nelle società di persone invece non abbiamo alcuna distinzione tra questi due organi; in particolare per le società in nome collettivo, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, l'amministrazione spetta a ciascun socio e si accompagna all'assunzione della responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali (art. 2291 c.c.); per le società in accomandita semplice,

invece, è costituito dall'adunanza di tutti soci, titolari del diritto di voto, ed eventualmente anche di titolari di titoli obbligazionari o altri strumenti finanziari, ed ha il compito di delineare e fornire all'organo amministrativo indirizzi di massima sulla gestione sociale<sup>148</sup>.

Con l'introduzione del nuovo codice del 1943 e dopo la modifica del diritto societario del 2003, il legislatore si è orientato verso un progressivo accrescimento dei poteri dell'organo amministrativo<sup>149</sup>. Ne sono un esempio la norma di cui al 2380 *bis* c.c., I comma, secondo la quale la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori; la

---

invece, l'amministrazione e la responsabilità è attribuita ai soli soci accomandatari (art. 2313 c.c.), tale principio è rafforzato anche dall'articolo 2320 c.c. che punisce il socio accomandante che contravviene al divieto di ingerenza nell'amministrazione con l'assunzione della responsabilità illimitata per tutte le obbligazioni sociali.

<sup>148</sup> La nomina degli amministratori è competenza esclusiva dell'assemblea, quale prerogativa inderogabile della stessa, la quale avrà competenza innanzitutto per decidere sul sistema amministrativo adottato, sull'esistenza o meno di un organo decidente unipersonale o pluripersonale, nonché sulla revoca o sulla proroga dei amministratori in carica. In particolare, proprio la nomina dell'organo amministrativo, rappresenta uno dei poteri più importanti riconosciuto ai partecipanti alla società, essendo un'attività che potenzialmente può incidere con la gestione concreta della società. Tale potere, qualora lo statuto lo preveda, potrà essere riconosciuto anche ai titolari di strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. Inoltre sarebbe possibile attribuire, come confermato dagli orientamenti delle commissioni societarie dei consigli notarili della Toscana e della Lombardia, con appositi clausole statutarie, a determinati soci, appartenenti a precise categorie di azioni, il diritto di voto maggiorato per la nomina dei componenti dell'organo amministrativo o del collegio sindacale, o ancora il diritto di scegliere la maggioranza o la totalità dei suoi membri.

<sup>149</sup> La riforma del 2003, descritta da BUONOCORE, in *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. Comm.*, 2003, I, p. 398, con il termine di "esaltazione del momento gestionale", ha comportato un progressivo scostamento dei poteri decisori dalla competenza dei soci a quella degli amministratori. Questi ultimi, infatti, da un ruolo iniziale di semplici mandatari dei soci, hanno oggi assunto un ruolo di veri e propri organi sociali autonomi e liberi in certi ambiti da condizionamenti e direttive dell'assemblea, così FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di Angelici e Ferri, XIII ediz., Torino, 2010, p. 405. Come risvolto di tale riformata competenza, il legislatore ha chiaramente imposto agli amministratori una responsabilità diretta per gli atti compiuti in nome e per conto della società, senza possibilità di ricorrere allo schermo della personalità giuridica.

disposizione di cui al 2410 c.c., per cui ai medesimi compete la delibera di emissione di obbligazioni e l'articolo 2364 c.c. che sancisce la responsabilità esclusiva degli amministratori per gli atti dai medesimi compiuti.

Su tale direzione si inserisce, inoltre, anche la nuova formulazione<sup>150</sup> dell'articolo 2475 del codice civile, I comma, dettata in tema di società a responsabilità limitata, per cui: *“La gestione dell'impresa si svolge nel rispetto della disposizione di cui all'articolo 2086, secondo comma, e spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, l'amministrazione della società è affidata a uno o più soci nominati con decisione dei soci presa ai sensi dell'articolo 2479.”*

Le azioni compiute dagli amministratori nell'adempimento dei doveri di gestione e decisione non sono chiaramente prive di un controllo da parte degli altri organi societari<sup>151</sup>, nonché potranno essere fonte di responsabilità diretta per chi ha compiuto l'operazione. Tale responsabilità che, in determinati casi, potrebbe essere anche penalmente rilevante, ai sensi del D. Lgs del 2002 n. 61, è contenuta nelle

---

<sup>150</sup> Come modificato dal Decreto Legislativo del 12 gennaio 2019, n. 14 recante il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, in attuazione della Legge 19 ottobre 2017, n. 155.

<sup>151</sup> PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum*, a cura di CAMPOBASSO, 2, Torino, Utet, 2006, pag. 5 e ss.

norme del codice civile<sup>152</sup> e si esplica nei riguardi dei soci, a cui il legislatore attribuisce il diritto di agire ex articolo 2393 *bis*<sup>153</sup> c.c., nei riguardi della società, che scaturisce tutte le volte in cui gli amministratori non abbiano adempiuto] con la diligenza professionale i doveri imposti dalla legge o dallo Statuto, ex articolo. 2392 c.c., ed infine nei riguardi dei terzi creditori sociali, ex articolo 2394 c.c.<sup>154</sup>, per cui gli amministratori sono responsabili per l'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione e all'integrità del patrimonio sociale.

Come si è visto, quindi, è in capo all'organo amministrativo che convergono i principali *decision rights*, ma, proprio nelle *governance* delle società, è possibile in realtà vedere come poteri gestori e decisori vengano

---

<sup>152</sup> Il sistema della responsabilità degli amministratori è stata formulata in conformità con l'indicazione di definire con chiarezza e precisione i compiti e le responsabilità degli organi sociali, anche nel tentativo di dare ordine ad un quadro interpretativo giurisprudenziale eccessivamente severo, che finiva per allontanare le persone più consapevoli dall'accettare o mantenere incarichi in società o in situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale le esponeva a responsabilità praticamente inevitabili, così TOFFOLETTO, *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012, p. 216 e 234.

<sup>153</sup> Il D. Lgs del 2004 n. 37 ha esteso tale rimedio, una volta tipico delle sole società quotate, anche alle S.p.A. ordinarie, permettendo ai soci un maggior controllo ed una possibilità di garantire i propri diritti dinanzi ad attività illecite messe in atto dagli amministratori, riducendo l'eccessiva conflittualità tra le parti. Scopo della riforma è, infatti, stato quello, da un parte di tutelare i soci di minoranza, ma dall'altro di contemperare appunto il contrappeso del potere gestorio attribuito agli amministratori.

<sup>154</sup> Sul tema la dottrina non è concorde sulla natura giuridica di tale rimedio processuale, essendovi chi da una parte propende per il carattere autonomo e diretto dell'azione, e chi dall'altra, invece, ne ribadisce il carattere surrogatorio rispetto all'azione demandata ai soci. I giudici della cassazione (n. 13765/2007), intervenuti sul punto, hanno, dal canto loro, precisato il carattere autonomo della *causa petendi*, con proprie caratteristiche, termini e scadenze processuali. Tale impostazione trova il conforto anche della dottrina civilistica maggioritaria, per tutti FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, op. cit., p. 430.

individuati, seppur in misura limitata, anche in capo ad altri soggetti, come i soci od i terzi creditori sociali.

In particolare abbiamo visto che i soci, tramite l'intervento in assemblea, possono esercitare poteri direttamente ed indirettamente gestionali, potendo deliberare operazioni che andranno ad incidere sulla struttura organizzativa della società: si pensi ad esempio alle decisioni, adottate in sede di assemblea straordinaria, come gli aumenti o le riduzioni di capitali, la creazione o la distribuzione delle riserve, lo scioglimento o la revoca dello stato di liquidazione della società, ma anche le delibere delle assemblee ordinarie di nomina e revoca dell'organo amministrativo.

Inoltre per alcune specifiche operazioni, che incidono in maniera significativa sulla compagine sociale, sarà sempre necessaria per legge o per statuto l'autorizzazione espressa da parte dell'organo assembleare<sup>155</sup>.

Il legislatore, inoltre, attribuisce anche ai creditori sociali dei *decision rights* nella gestione amministrativa dell'impresa, che si esplicano principalmente nel diritto di opposizione<sup>156</sup> dei medesimi avverso delibere sociali che comportino un'alterazione delle posizioni giuridiche già

---

<sup>155</sup> L'articolo 2364, I comma, n. 5, c.c. L'autorizzazione assembleare non libera gli amministratori per l'eventuale responsabilità per i danni provocati dal compimento dell'operazione; non è chiaro invece se i soci possano essere chiamati a rispondere di tale responsabilità alla stregua degli amministratori, anche se in dottrina prevale sempre un principio di assenza di responsabilità per l'organo assembleare, GUERRERA, *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, Torino, 2004.

<sup>156</sup> Si rinvia a quanto già accennato nel primo capitolo sulla disciplina del diritto di opposizione contenuta nel codice civile agli art. 2445, 2437 *quater*, 2500 *novies*, 2503, 2506 *ter* c.c.

acquisite e che costituiscono quindi un pregiudizio alle loro ragioni di credito.

Ma, ancora, il creditore assume un ruolo nettamente centrale per la sopravvivenza stessa della società anche nella fase della crisi aziendale, appartenendo al medesimo il diritto di scegliere, nei casi di manifesta insolvenza del debitore, se chiedere al giudice competente la pronuncia di una sentenza di fallimento, o se dare inizio ad una procedura di concordato preventivo, tramite la manifestazione del suo consenso.

Tali ipotesi, come abbiamo visto, sono tutte tipiche e dettagliatamente disciplinate dal codice<sup>157</sup> quanto a tempi e modalità, ma tale circostanza non esclude che le parti possano pattuire privatamente un'allocazione dei poteri gestori in capo al creditore al di fuori dell'ambito legislativo descritto<sup>158</sup>. In realtà, si potrebbe affermare che già la sola esistenza di un contratto di finanziamento, con il conseguente obbligo di restituire l'intero importo erogato, a scadenze e con modalità pattuite *ex ante*, sarebbe una manifestazione di una riduzione di discrezionalità dell'organo decisionale,

---

<sup>157</sup> Un altro esempio di limitazione al potere discrezionale degli amministratori è dato dalla normativa in tema di obbligo di gestione conservativa in caso di avveramento di una delle cause di scioglimento della società, in quanto l'organo decisionale, anche in tal caso, vedrà ridotta la propria discrezionalità per la presenza del vincolo sulla gestione,

<sup>158</sup> MOZZARELLI, in *I covenants ed il governo della società finanziata*, op-cit., p. 113, ritiene che tale assunto sia giustificato dal fatto che l'impresa non avrebbe diritto ad ottenere il finanziamento, ma anzi dovrà convincere il terzo a diventare suo finanziatore, per tale motivo sarebbe del tutto naturale per la medesima "scendere a patti con tali soggetti terzi al fine di ottenere il capitale necessario alla prosecuzione dell'impresa. Non sussistendo un diritto positivo dell'impresa a essere finanziata, è naturale che l'imprenditore, se vorrà un determinato finanziamento, potrà vedersi costretto, in base al meccanismo del mercato, ad accettare i vincoli che il finanziatore pone come condizione per concedere il finanziamento."

rappresentando tale dovere di rimborso un vincolo all'attività gestoria dell'impresa, che dovrà tenerne conto nelle sue prospettive di investimento. Ciò è tanto più vero nelle ipotesi in cui il contratto sia assistito anche da garanzie reali, come il pegno o l'ipoteca.

Quindi, se appare perfettamente possibile attribuire a determinati soggetti, terzi rispetto alla società, il potere di decidere sulla gestione aziendale<sup>159</sup>, con i *covenants* viene attribuito al *lender* il diritto di scegliere, in caso di violazione della clausola da parte dell'impresa, come comportarsi rispetto agli strumenti che gli sono forniti, ed in particolare se decidere di interrompere la linea di credito, attivando magari procedure di risoluzione della crisi stragiudiziali o giudiziali, oppure rinegoziare il finanziamento, spostando le asticelle degli indici rilevatori per l'impresa a momenti più ravvicinati nel tempo per raddoppiare il monitoraggio.

Chiaramente, maggiore sarà il peso del credito rispetto all'intera esposizione debitoria dell'imprenditore e maggiore sarà la capacità del creditore di interferire con la vita sociale aziendale.

Eppure non è mancato in dottrina<sup>160</sup> chi abbia negato tale possibilità, soprattutto basandosi sull'esigenza di

---

<sup>159</sup> FERRO – LUZZI e MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. Comm.*, 1994, p. 426.

<sup>160</sup> Cfr. FERRI JR, *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2002, p. 128 e ss; GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria e profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca e Borsa*, 1997, p. 279. Prevalente è comunque l'esigenza di garantire sempre più sistemi privati di gestione della crisi, decongestionando il sistema pubblico, soffocato e non sempre funzionante. Di fatti il superamento del tipo non dovrebbe comportare preoccupazioni per l'operatore giuridico in quanto la clausola, per essere

garantire quell'identità tipologica del contratto di finanziamento, che esclude che nel medesimo vi possano rientrare attribuzioni al finanziatore di diritti o poteri di influenza sulla gestione sociale. Si tratterebbe quindi di un eccesso di mezzi, tale da comportare uno sconfinamento del negozio tipico, non ammissibile nel nostro ordinamento, stante inoltre anche la tipicità dei mezzi di garanzia patrimoniale offerti dal legislatore.

Se questo è quindi il quadro attuale in Italia, nonostante qualche voce contraria, si è dimostrato che è già presente nel nostro ordinamento una deviazione dei *decision right* dalla figura dell'organo amministrativo a figure esterne alla società, per tale motivo, il contratto di finanziamento, assistito dai *covenants*, potrà esso stesso essere fonte dell'allocazione verso l'esterno di poteri decisori, nonché della necessaria limitazione del potere discrezionale dell'organo amministrativo, consapevole delle conseguenze in caso di loro violazione<sup>161</sup>.

---

correttamente inserita nell'ordinamento dovrà comunque superare il giudizio di meritevolezza e proporzionalità di cui abbiamo parlato nel capitolo precedente.

<sup>161</sup> MOZARELLI, in *I Covenants e il governo della società finanziata*, op. cit., p. 115, paragona i momenti di discrezionalità dei diversi soggetti alle mosse di una partita a scacchi, che sono e devono rimanere alternate, in quanto "alle mosse di un giocatore segue la distinta contromossa dell'altro giocatore".



## 3.2 RESPONSABILITÀ DEL TERZO E ETEROGESTIONE

Se quindi è ammissibile un'allocazione verso l'esterno di alcuni poteri gestori dell'impresa, occorre adesso analizzare le conseguenze di tale circostanza e, in particolare, comprendere la possibile qualificazione della natura del controllo esercitata dal terzo creditore.

L'interferenza del creditore, infatti, a seconda non solo della quantità di potere, ma anche della qualità del medesimo, potrà assumere natura di controllo *ex ante* o trasformarsi in vera e propria ingerenza da etero-gestione<sup>162</sup>.

Il legislatore, non affronta direttamente il tema dell'interferenza del creditore terzo rispetto all'impresa, ma si occupa, più che altro di disciplinare singole ipotesi, che verranno qui analizzate.

Innanzitutto all'articolo 2497 del codice civile si occupa della responsabilità per l'abuso commesso da un soggetto nell'attività di direzione e coordinamento in ambito di società controllate e collegate.

Fino alla riforma societaria con d. lgs. del 17 gennaio 2003, n. 6<sup>163</sup>, non era presente per i gruppi societari, una

---

<sup>162</sup> In questo senso l'etero-gestione è la capacità di un soggetto terzo, tramite un vincolo formalizzato in un contratto o un riconoscimento informale, o ancora un insieme dei due, di poter esercitare sul proprio debitore un potere di gestione diretto sull'azienda.

<sup>163</sup> Il legislatore aveva prima di questo decreto disciplinato solo la normativa in tema di gruppi bancari, d. lgs. 1 settembre 1993, n. 385, e gruppi finanziari ed assicurativi, d. lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58, nonché, in materia di amministrazione straordinaria delle grandi imprese, laddove, all'art. 3, u.c., della l. n. 95/1979, riconosce una responsabilità degli amministratori che abbiano abusato della direzione unitaria della società, provocando un pregiudizio od un danno per la stessa. La riforma quindi interviene con una disciplina specifica per i gruppi

norma che disciplinasse i problemi dei conflitti di interesse tra le diverse società appartenenti ai gruppi o che tutelasse i soggetti deboli, di queste organizzazioni, quali i creditori sociali ed i soci di minoranza. La norma introdotta opera una scelta profonda, ovverosia quella di attribuire a tali soggetti, più che una tutela reale o comunque diretta ad invalidare la delibera sociale, una tutela *ex post* esclusivamente obbligatoria o risarcitoria. Tale scelta è certamente meno protettiva degli interessi tutelati, ma coerente con il sistema del diritto societario nascente dalla riforma.

Presupposti per la configurazione della responsabilità sono, inoltre, la presenza di un'attività di direzione e coordinamento (ai sensi degli articoli 2497 *sexies* e *septies*), l'esercizio di tale attività da parte di un ente o società, che abbia agito nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui, la violazione dei principi di corretta gestione imprenditoriale ed il conseguente pregiudizio in danno ai soci o creditori sociali<sup>164</sup>.

Ma ancora, il legislatore affronta anche il tema del controllo, sempre in ambito di società controllate e collegate, all'articolo 2359 del codice civile <sup>165</sup>, definendo, più

---

societari, prendendo probabilmente spunto dall'esperienza codicistica tedesca, nella quale era già prevista una specifica disciplina relativa ai gruppi di diritto o di fatto.

<sup>164</sup> Trib. Biella 17-11-2006; Trib. Milano 23-4-2008, Trib. Milano 2-2-2012; Trib. Milano 27-2-2012 e 17-2-2012.

<sup>165</sup> Ai sensi della normativa in commento, si ha quindi una situazione di "controllo" quando una società è in condizione di esercitare un'influenza dominante su di un'altra società per effetto del possesso della quota maggioritaria di partecipazione nella stessa o per la sussistenza delle condizioni espresse nell'articolo in commento. Sono possibili due forme di controllo: un controllo di diritto, quando la società controllante dispone della maggioranza dei voti

precisamente, quali siano le circostanze che comportino una situazione di soggezione di una società sull'altra.

L'analisi della natura dei *covenants* appare quindi essenziale, da un punto di vista civilistico, per comprendere in che misura una clausola di questo tipo può legittimamente essere inserita all'interno di un contratto di finanziamento e non comportare l'insorgere anche per i creditori finanziatori di responsabilità ulteriori. Sarà quindi compito del giurista analizzare tali poteri di gestione e verificare di volta in volta a quale categoria debbano essere ascritti.

Tale analisi è quanto mai necessaria per consentire la diffusione di questi strumenti nel nostro sistema, poiché per il *lender* è primario comprendere quando l'interferenza possa prendere la qualificazione di etero-gestione, per evitare di ritrovarsi coinvolto in tale fattispecie, non volendo gravarsi delle conseguenze negative derivanti dalle responsabilità del gestore effettivo di una società.

Quindi per comprendere il confine tra le due fattispecie <sup>166</sup>, appare utile tracciare i contorni dell'etero-

---

esercitabili in assemblea (2359, n. 1); ed un controllo di fatto, interno o esterno (2359, n. 2 e 3), quando la società, pur non disponendo della maggioranza dei voti è in grado di esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria della società controllata. Tale circostanza potrà essere determinata sia per assenteismo dei soci che per la presenza di sindacati di voto. Il controllo potrebbe poi realizzarsi attraverso particolari vincoli contrattuali (RIMINI, // *controllo contrattuale*, Milano, 2002), quando ad esempio dal perdurare di tali rapporti dipendono l'attività e la potenzialità imprenditoriale di una di esse. Si ha infine un controllo indiretto quando, ai sensi del II comma della norma in commento, si andranno a computare anche i voti esercitati da società controllate, società fiduciarie e persone interposte.

<sup>166</sup> Questa distinzione ha un valore esclusivamente per l'operatore giuridico, in quanto, per l'economista tale distinzione è del tutto ininfluenza. Ciò che osserva infatti quest'ultimo è la sola capacità del *lender* di influenzare e direzionare l'attività dell'organo amministrativo, tramite un'azione correttiva sull'operato degli amministratori, rientrando genericamente tali

gestione, potendo così escludere tutto ciò che non rientrando in tale fattispecie critica, può essere considerata interferenza da vincolo *ex ante*.

Tale lavoro trova però una serie di ostacoli. Innanzitutto l'ampiezza della fattispecie in esame. L'eterogestione è infatti una macro-categoria cui appartengono diverse sub-fattispecie, accumulate tutte dalla presenza di un'interferenza nella gestione societaria, priva di riferimenti normativi diretti e formalizzata solo in termini di responsabilità del gestore. Inoltre trattandosi di un fenomeno esclusivamente fattuale e circostanziale, una descrizione dei suoi confini appare quasi impossibile.

La definizione è certamente complessa perché non può essere ricavata da dati o altri riferimenti normativi specifici, ma, grazie alla ricostruzione dottrinale, in ogni caso si può ritenere eterogestione qualsiasi attività effettuata da soggetti terzi non formalmente investiti del potere di gestione né autorizzati da organi preposti e che sia in grado di incidere in via diretta sulla *governance* societaria<sup>167</sup>; si avrà quindi eterogestione tutte le volte in cui la partecipazione del terzo nella

---

poteri nel termine di *decision rights*. Il giurista al contrario dovrà effettuare una scissione delle fattispecie e quindi distinguere il tipo di ingerenza creato dal *covenants* sulla *governance* del debitore, così MOZZARELLI, *I covenants ed il governo della società finanziata*, op. cit., p. 117. Sull'ampiezza del concetto economico di *decision rights* ROBERT e SUFI, *Renegotiation of financial contracts: evidence from private credit agreements*, in *Journal of financial economics*, 93, 2009, p. 1666.

<sup>167</sup> RESCIGNO, *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria fra aperture ed incertezze: una prima riflessione*, in *Società*, 2003, p. 332, definisce l'eterogestione come una partecipazione ad atti o decisioni di gestione ad opera di soggetti non formalmente investiti del relativo potere.

società si sostituirà a tutti gli effetti a quella dell'organo amministrativo nel compimento di atti o nell'assunzione di decisioni proprie della società.

Un esempio, infatti, classico di etero-gestione è proprio quello dell'amministratore di fatto, ovverosia colui che esercita solo fattualmente e non in virtù di un titolo legittimo o pubblicizzato<sup>168</sup>, attività di amministrazione e controllo dell'azienda. Tale figura è stata molto studiata nell'ordinamento italiano, anche per via dell'interesse suscitato dalle giurisdizioni sia civili che penali sul tema<sup>169</sup>. Innanzitutto si parla di amministrazione di fatto quando si è

---

<sup>168</sup> Si intendono in tal caso tutte le seguenti fattispecie: l'assenza di un'investitura formale del soggetto nell'atto costitutivo o nello Statuto societario, la mancanza di una delega espressa da parte dell'organo amministrativo o l'inesistenza del rilascio di una procura, generale o speciale, per il compimento di determinati affari per la società. DI SABATO, *Manuale delle società*, V ed., Torino, 1995, p. 479.

<sup>169</sup> Cassazione civile, sez. VI, 18/04/2019, n.10975, Cassazione civile, sez. trib., 22/03/2019, n.8120, Cassazione penale, sez. V, 16/03/2018, n.32398, Cassazione penale, sez. VI, 07/03/2018, n.27202, Cassazione penale, sez. V, 03/11/2017. È, in particolare, con la Cassazione civile, sez. I, del 6 marzo 1999, n. 1925, in *Giur. Comm*, 2000, II, p. 167 che le corti di merito hanno incominciato a parlare di responsabilità da amministratore in presenza di circostanze quali "un'ingerenza stabile" o un "ripetuto compimento di atti tipici dell'amministratore" (cfr. Trib. Milano 18 ottobre 1993, Corte d'Ap. Milano 9 dicembre 1994, Trib. Torino 5 luglio 1988), attribuendo così rilevanza al solo esercizio di fatto di funzioni amministrative, superando la *fictio iuris* della necessità di nomina implicita. La corte fa così esclusivo riferimento alle funzioni concretamente esercitate, dalle quali fa dipendere una responsabilità di chi le ha poste in essere, qualificabile come responsabilità contrattuale, derivante dal c.d. "contatto sociale". La giurisprudenza civile giunge, così, ad adottare un criterio funzionale ed oggettivo in completa sintonia con quello già da molto tempo adottato dalla giurisprudenza penale, in tema di bancarotta fraudolenta. Infatti, la Cassazione penale con sentenza dell'8 ottobre 1991 definiva l'amministratore di fatto come colui che "esercita in concreto o con un minimo di continuità le funzioni proprie degli amministratori o di una di esse, coordinata con altre", come la gestione della società dal punto di vista contabile e amministrativo, i poteri deliberativi, le funzioni di rappresentanza, la formulazione dei programmi per l'organizzazione interna ed esterna. Occorre notare che l'assenza di una normativa positiva in tema di equiparazione tra amministratore di diritto e amministratore di fatto, presenti in altri ordinamenti come quello francese e inglese, implica un concreto rischio di mancanza di tassatività della fattispecie penale.

in presenza di uno o più soggetti che, in assenza di un rapporto formale di investitura, esercitino in concreto le funzioni tipiche dell'amministratore. Sarà necessario quindi per l'insorgenza di tale figura che concorrano due requisiti: oltre a quello qualitativo, rappresentato dall'esercizio in via autonoma e indipendente<sup>170</sup> delle funzioni tipiche dell'organo amministrativo, anche quello quantitativo, poiché per essere considerato a tutti gli effetti un gestore il terzo non dovrà limitarsi a compiere occasionali o singoli atti di eterogestione, ma occorrerà sempre un comportamento conclamato e coerente, che si protragga nel tempo<sup>171</sup> e con un peso ed importanza significativa per la gestione della società.

Accanto alla figura dell'amministratore di fatto, assume rilievo anche quella del socio occulto o della società occulta, inteso come quella persona fisica, che detiene poteri di amministrazione e gestione della società, in assenza di vincoli formali, e senza manifestazioni di tali poteri verso l'esterno. Tale fattispecie si caratterizza quindi per la presenza di un accordo segreto tra le parti, affinché una di esse rimanga occulta all'esterno, lasciando invece all'imprenditore/socio manifesto la gestione formale dei rapporti con l'esterno, pur essendo, invece, per espressi accordi, il socio occulto a detenere la reale gestione dell'assetto amministrativo

---

<sup>170</sup> Corte d'App. Milano del 9 dicembre 1994, in *Società*, 1995, p. 926.

<sup>171</sup> AMBROSINI e AIELLO, *Società per azioni. Responsabilità degli amministratori*, in *Giur. Comm.*, 2010, II, p. 953.

dell'impresa. Si parla infatti anche di società interna o non manifesta in quanto gli unici rapporti sociali “alla luce del sole” sono quelli che avvengono fra i soci<sup>172</sup>.

Un'altra ipotesi di etero-gestione potrebbe essere quella prevista dall'articolo 2467, c.c., comma VII, in tema di società a responsabilità limitata, per cui “*Sono altresì solidalmente responsabili con gli amministratori, ai sensi dei precedenti commi, i soci che hanno intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci o i terzi*”<sup>173</sup>.” In tale fattispecie il legislatore si è preoccupato di responsabilizzare anche il socio che abbia posto in essere atti di interferenza all'interno della società definibili come etero-gestione, gravandolo della relativa responsabilità, facendo

---

<sup>172</sup> Lo scopo di occultare la società è quello da una parte di limitare la responsabilità illimitata del socio non manifesto, ma, in certi casi, di inserire nella gestione societaria soggetti che, per ragioni diverse, non potrebbero comparirvi. Si pensi a persone in conflitto di interessi, interdette giudizialmente, esposte politicamente o con precedenti penali. In tema di responsabilità l'articolo 147 della legge fallimentare estende gli effetti della normativa concorsuale anche al socio occulto. Lo conferma anche la Corte di Cassazione che con sentenza n. 366/1998 ha affermato che “*la mancata esteriorizzazione del rapporto societario costituisce il presupposto indispensabile perché possa legittimamente predicarsi da parte del giudice la esistenza di una società occulta, ma ciò non toglie che si richieda pur sempre la partecipazione di tutti i soci all'esercizio dell'attività societaria in vista di un risultato unitario, secondo le regole dell'ordinamento interno, e che i conferimenti siano diretti a costituire un patrimonio “comune” sottratto alla libera disponibilità dei singoli partecipi e alle azioni esecutive dei loro creditori personali...*”.

<sup>173</sup> La norma non specifica il tipo di diligenza richiesta, ma è pacifico che si tratti di diligenza professionale tipica degli amministratori delle società per azioni, conforme alla natura dell'incarico e adeguata alle capacità richieste per svolgerlo, così AMBROSINI, *società di capitali. Il nuovo ordinamento aggiornato al d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37*, 2004, Napoli, art. 2476, 1591; FERRARRA – CORSI, *Gli imprenditori e le società*, op. cit., p. 926. Occorre notare che questo tipo di responsabilità non colpisce i soci che amministrano la società, sia per poteri derivanti dallo statuto che per situazioni di fatto, ma colpisce il socio che in sede di decisione o di delibera abbia concorso nell'atto gestorio in assenza di un potere espresso o formale. Di conseguenza la sussistenza della responsabilità del socio non esclude quella dell'amministratore che abbia poi posto in essere quell'operazione, CAGNASSO, *Il nuovo diritto societario, commentario*, Bologna, 2004, p. 1892.

emergere il carattere prevalentemente personalistico di questo tipo societario che l'accomuna con le società personali.

La fattispecie si diversifica però da quella dell'amministratore di fatto, perché, se in tale ultimo caso si parla di vera e propria sostituzione di un terzo estraneo all'amministratore vero, nel caso in esame per l'integrazione della fattispecie basterebbe anche la semplice influenza in un solo atto dannoso, oltre che un concorso di colpa con l'amministratore che ha poi posto in essere l'operazione. Infatti, sono ipotesi che configurano la fattispecie di cui all'articolo 2476, comma VII, il compimento continuativo e sistematico di atti di gestione, ma anche il compimento di tali atti in modo occasionale o ancora la semplice capacità di uno o più soci di direzionare le scelte dell'organo amministrativo, pur in assenza di un'esposizione diretta e manifesta.

Proprio quest'ultima fattispecie è quella che più potrebbe coincidere, per somiglianza, con il potere di interferenza del *lender* nella società tramite il *covenant*. Ciò soprattutto accogliendo la tesi che ritiene l'articolo 2476 una norma a carattere generale, qualificante l'interferenza di fatto e non solo la fattispecie per cui è disciplinata<sup>174</sup>; del resto, il riferimento ai soci è del tutto indifferente per la

---

<sup>174</sup> Chiaramente l'indifferenza della qualifica di socio rileva in particolar modo per quelle decisioni non assembleari, in quanto un soggetto terzo non avrebbe diritto di voto in tale ambiti. In particolare MELI, in *la responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA e PORTALE, 3, Torino, 2007, p. 684, sostiene che la norma in commento sia applicabile anche in materia di s.p.A., trovando una giusta causa l'assunzione di responsabilità per chiunque abbia prodotto effetti sull'organizzazione sociale con il proprio operato, definendo la collocazione della norma all'interno della disciplina della s.r.l. come un "*id quod plerumque accidit*".



concretizzazione dell'interferenza, la quale potrebbe realizzarsi anche con la presenza di terzi diversi dai soci, ma che con quelle stesse operazioni descritte dalla norma abbiamo influenzato l'operato sociale della medesima.

Un altro esempio, inoltre, di responsabilità di soggetti terzi all'organo amministrativo, presente nel codice civile è quello previsto dall'articolo 2497, per cui: *“Le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società. (...) Risponde in solido chi abbia comunque preso parte al fatto lesivo e, nei limiti del vantaggio conseguito, chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio.”*

Riassumendo, quindi, elemento comune alle fattispecie qui esaminate è l'attività di ingerenza nel processo decisionale dell'azienda, intesa come possibilità di un soggetto terzo estraneo alla compagine sociale di controllare direttamente o anche semplicemente di influenzare l'operato dell'organo amministrativo, alterandone le scelte in misura rilevante ed eliminandone la discrezionalità<sup>175</sup>. L'eterogestione quindi si

---

<sup>175</sup> In particolare, MOZZARELLI, *I covenants ed il governo della società finanziata*, op. cit., p. 133, individua quale elemento comune tra la fattispecie dell'amministratore di fatto e del socio

avrebbe tutte le volte in cui, un soggetto, sia esso socio o terzo estraneo alla compagine sociale, si sostituisce in pieno nell'attività dell'organo amministrativo, impedendo a quest'ultimo di poter compiere una scelta consapevole e discrezionale, anche solo temporaneamente o per una singola operazione.

Ciò vuol dire che non si avrà la configurazione della responsabilità da etero-gestione tutte le volte in cui l'organo amministrativo conserverà un'attività discrezionale nella scelta del suo operato, per cui, pur se influenzato dal un terzo estraneo, per via di vincoli contrattuali o informali, rimarrà comunque titolare del potere decisorio al medesimo attribuito per legge e per statuto.

### ***3.2.1 Differenza tra etero-gestione ed interferenza da vincolo ex ante***

Come abbiamo visto si avrà etero-gestione tutte le volte in cui l'interferenza agirà direttamente sul potere di decisione che spetterebbe all'organo amministrativo, effettuando una vera e propria sovrapposizione delle decisioni<, si avrà, al

---

gestore di cui all'art. 2476 c.c., "l'ingerenza nel processo decisionale", intesa quale "alterazione del processo nel quale l'organo formalmente deputato alla decisione esprime discrezionalmente la propria volontà. Nel caso dell'amministratore di fatto l'ingerenza assume il carattere della completa sostituzione del terzo al soggetto a cui spetterebbe l'amministrazione; nel caso invece dell'art. 2476 c.c. l'amministratore viene influenzato a compiere quell'operazione perché rispondente alla precisa volontà del terzo, che appare pregnante e non semplicemente quale attività di mero consiglio.

contrario, mera interferenza nelle decisioni sociali, tutte le volte in cui l'influenza agirà, non solo come un mero indirizzo, ma anche, temporalmente, in un momento antecedente al processo di formazione decisionale, *ex ante* appunto, influenzandolo, ma non eliminando la discrezionalità dell'organo amministrativo<sup>176</sup>.

L'interferenza da vincolo *ex ante*, più precisamente, agisce alla stregua di una condizione, che limita, ma non impedisce del tutto la libertà di scelta, che rimane in ogni caso prerogativa del soggetto deputato all'amministrazione.

Si potrebbe dire, sintetizzando, che l'oggetto dell'eterogestione è l'intrusione nella volontà delle decisioni sociali, mentre l'oggetto dell'interferenza da vincolo *ex ante* è la sola riduzione della discrezionalità dell'organo decisionale.

Se ciò riguarda il solo aspetto strutturale delle fattispecie, una maggior differenza si può percepire sul piano delle conseguenze delle due figure dal punto di vista patologico e delle responsabilità conseguenti.

Innanzitutto, per quanto riguarda la responsabilità nascente dall'interferenza da vincolo *ex ante*, si può ritenere, genericamente, che il soggetto titolare del diritto di credito, sia sottoposto principalmente al rispetto dei doveri di

---

<sup>176</sup> In questo senso l'interferenza da vincolo *ex ante* opera su due piani: quello quantitativo rappresentato dal peso dell'ingerenza che è più lieve rispetto a quello dell'eterogestione e si manifesta come attività di indirizzamento, che aumenta per l'operatore le possibilità di scelta, ma non le esclude; e quello temporale, rappresentando una limitazione che è conosciuta sin dall'inizio, oltretutto dal momento della stipula del vincolo contrattuale.

correttezza e buona fede nei rapporti contrattuali<sup>177</sup>. Tale principio trova origine dalla lettura combinata degli articoli del codice civile 1375 (*Il contratto deve essere eseguito secondo buona fede*), 1337 (*Le parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto (1), devono comportarsi secondo buona fede*) e 1366 del codice civile (*Il contratto deve essere interpretato secondo buona fede*), nonché alla luce dell'interpretazione orientata delle corti superiori in considerazione dell'articolo 2 della Costituzione<sup>178</sup>.

La buona fede costituisce, infatti, un criterio di valutazione del comportamento tenuto dalle parti nella fase dell'adempimento del contratto, comportando, per tutte le parti contrattuali, l'osservanza di una serie di obblighi e doveri di collaborazione, informazione e protezione<sup>179</sup> ;

---

<sup>177</sup> Dopo una prima iniziale negazione, la Cassazione (n. 960 del 1986) ha riconosciuto al principio di buona fede un proprio rilievo autonomo, rappresentando un vero e proprio dovere giuridico di solidarietà, che impone a ciascuna parte di agire in modo da preservare gli interessi dell'altra, a prescindere sia dalla sussistenza di specifici obblighi contrattuali, sia dalla disciplina del *nemin laedere*, poiché l'impegno solidaristico trova la sua unica fonte nella protezione degli interessi dell'altra parte contrattuale e suo limite nell'eccessivo sacrificio dell'altra (Cass. 09/10182; 06/13345; 06/264; 02/14726) e la sua violazione comporta una responsabilità, così BIANCA, *Il contratto*, op. cit., p. 500 e ss.

<sup>178</sup> Così la Cass. a sezioni unite n. 08/28056, secondo cui la normativa in tema di buona fede deve essere intesa in senso oggettivo, enunciando un principio di dovere di solidarietà, ispirato e fondato sull'art. 2 della Costituzione, che opera anche come principio di reciprocità, imponendo a ciascuna delle parti di tenere in considerazione gli interessi dell'altra.

<sup>179</sup> Secondo la Cassazione civile, Sez. III, sentenza n. 2009/20106: I principi di correttezza e buona fede nell'esecuzione e nell'interpretazione dei contratti, di cui agli artt. 1175, 1366 e 1375 c.c., rilevano sia sul piano dell'individuazione degli obblighi contrattuali, sia su quello del bilanciamento dei contrapposti interessi delle parti. Sotto il primo profilo, essi impongono alle parti di adempiere obblighi anche non espressamente previsti dal contratto o dalla legge, ove ciò sia necessario, per preservare gli interessi della controparte; sotto il secondo profilo, consentono al giudice di intervenire anche in senso modificativo o integrativo sul contenuto del contratto, qualora ciò sia necessario per garantire l'equo contemperamento degli interessi delle parti e prevenire o reprimere l'abuso del diritto.

rappresenta, quindi, una clausola di chiusura del sistema, poiché prevede la sussistenza di una responsabilità per chiunque contravvenga a tali regole<sup>180</sup>.

La violazione del principio di buona fede, inoltre, potrebbe, alle volte, configurarsi anche come abuso del diritto, da intendersi come quella condotta per cui il titolare di un diritto soggettivo eserciti le proprie facoltà, pur se in mancanza di divieti espliciti o formali, con modalità eccessive e non necessarie, oltre che irrispettose del diritto altrui, al fine di conseguire risultati diversi ed ulteriori rispetto a quelli per i quali quei poteri o facoltà furono attribuiti<sup>181</sup>.

Possiamo quindi riassumere e dire che il terzo che eserciti un'interferenza da vincolo *ex ante*, risponderà di una responsabilità derivante o dalla violazione del generale principio di buona fede o dall'abuso di diritto.

La responsabilità di chi esercita l'attività di eterogestione, invece, è paragonabile a quella dell'amministratore

---

<sup>180</sup> BRECCIA, *Le obbligazioni*, Milano, 1991, p. 362.

<sup>181</sup> Sul tema sempre la Cassazione, Sez. III, sentenza n. 2009/20106 ha affermato che: ricorrendo tali presupposti (dell'abuso del diritto), è consentito al giudice di merito sindacare e dichiarare inefficaci gli atti compiuti in violazione del divieto di abuso del diritto, oppure condannare colui il quale ha abusato del proprio diritto al risarcimento del danno in favore della controparte contrattuale, a prescindere dall'esistenza di una specifica volontà di nuocere, senza che ciò costituisca una ingerenza nelle scelte economiche dell'individuo o dell'imprenditore, giacché ciò che è censurato in tal caso non è l'atto di autonomia negoziale, ma l'abuso di esso (in applicazione di tale principio, è stata cassata la decisione di merito la quale aveva ritenuto insindacabile la decisione del concedente di recedere *ad nutum* dal contratto di concessione di vendita, sul presupposto che tale diritto gli era espressamente riconosciuto dal contratto). In dottrina SCOGNAMIGLIO, *Commentario al codice civile. Contratti in generale*, Bologna, 1970, p. 5 e ss. precisa che si avrebbe abuso del diritto a seguito di un controllo di ragionevolezza dell'esercizio delle situazioni giuridiche soggettive proprie del titolare, al contrario si violerebbe la clausola di buona fede a seguito della verifica dei comportamenti delle parti in una prospettiva di lealtà e solidarietà.

di fatto, il quale risponde di fronte alla società, ai soci ed ai terzi negli stessi termini del soggetto investito della carica a mezzo di un atto formale. Tale convergenza di responsabilità ha chiaramente lo scopo di riservare a chi di fatto esercita l'attività di amministratore lo stesso trattamento riservato a coloro che, per legge o per statuto, sono investiti di tale potere <sup>182</sup> ; contrariamente agendo, si realizzerebbe una scissione incomprensibile di responsabilità tra il soggetto che agisce in nome e per conto della società e colui che se ne assume le conseguenze. In questo senso la responsabilità dell'etero-gestore non può essere ricondotta ad una responsabilità contrattuale o ad un generico concetto di responsabilità civile, rientrando più precisamente nell'ambito delle responsabilità proprie del diritto societario.

Inoltre, in parallelo con quanto richiesto anche all'amministratore di diritto, sull'etero-gestore grava anche l'obbligo di mantenere un atteggiamento di fedeltà e correttezza verso l'azienda per cui svolge la propria attività. In particolare, colui che agisce in nome e per conto della società, anche in assenza di vincoli contrattualmente formalizzati, non potrà mai agire contrariamente agli interessi della medesima. Tale principio trova un riferimento normativo nella disciplina di cui all'articolo 2476 del codice civile<sup>183</sup>, di cui

---

<sup>182</sup> BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO e PORTALE, 4, Torino, 1991, p. 404.

<sup>183</sup> Secondo RESCIGNO, in *La responsabilità ed il danno*, Milano, 2009, p. 332, la norma in commento è "la prima chiara espressione normativa dell'esistenza di un dovere fiduciario del socio verso la società in tutti i casi in cui, di fatto, eserciti un'influenza nella gestione." Anche in

abbiamo già parlato, in tema di responsabilità solidale per gli amministratori che abbiano compiuto atti dannosi per la società, i soci o i terzi, ma, anche, possiamo trovare una medesima *ratio* con riferimento alla normativa dettata per i soci e per gli amministratori appartenenti ad Consiglio di Amministrazione, secondo cui colui che si trovi in una situazione di conflitto di interessi ha l'obbligo di astensione di voto nella decisione, non potendo nell'espressione del voto perseguire l'interesse proprio o altrui<sup>184</sup>.

La *ratio* del dovere di fedeltà è facilmente intuibile e si rinviene nella circostanza che il soggetto, sia esso terzo o socio, è portatore in proprio di una serie di interessi non sempre corrispondenti e paralleli con quelli della società, ma, nel momento in cui deve decidere per la società deve perseguire l'interesse di quest'ultima.

---

tal caso la responsabilità trova fondamento nel contratto sociale. Occorre inoltre notare un tratto distintivo di questa fattispecie rispetto a quanto dettato in tema di società in accomandati per azioni. In tale tipo societario, infatti, l'ingestione di uno dei soci accomandanti comporta per il medesimo l'assunzione di tutte le responsabilità sociali, laddove nel caso in esame, la responsabilità sarà limitata ai soli danni derivanti dalla precisa operazione posta in essere.

<sup>184</sup> Così l'art. 2373 c.c.: *"La deliberazione approvata con il voto determinante di coloro che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'articolo 2377 qualora possa recarle danno."* Per gli amministratori l'art. 2475-ter prevede: *"I contratti conclusi dagli amministratori che hanno la rappresentanza della società in conflitto di interessi, per conto proprio o di terzi, con la medesima possono essere annullati su domanda della società, se il conflitto era conosciuto o riconoscibile dal terzo."*

*Le decisioni adottate dal consiglio di amministrazione con il voto determinante di un amministratore in conflitto di interessi con la società, qualora le cagionino un danno patrimoniale, possono essere impugate entro novanta giorni dagli amministratori e, ove esistenti, dai soggetti previsti dall'articolo 2477. In ogni caso sono salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione della decisione.*

Se quindi questi sono i risvolti patologici delle diverse fattispecie, è evidente che il *lender*, nell'utilizzare nei contratti di finanziamento le clausole del tipo esaminato nel capitolo precedente, vorrà evitare la qualificazione della sua interferenza quale etero-gestione, per le dannose e complesse responsabilità ad essa conseguenti, preferendo, quindi, intervenire nell'attività sociale solo ponendo limiti all'attività discrezionale degli amministratori e quindi con un tipo di interferenza c.d. da vincolo *ex ante*.

### **3.3 LA RESPONSABILITÀ DA COVENANTS**

Ciò detto, occorre adesso considerare il peso e le conseguenze dei *covenants* all'interno del nostro ordinamento, considerando il primario interesse dell'ente finanziatore di evitare una qualificazione della sua interferenza come etero-gestione, pur volendo, chiaramente, estendere il più possibile sulla società il suo potere.

Innanzitutto, i *covenants* trovano una propria fonte nel contratto di finanziamento, per tale ragione l'allocazione di quelli che abbiamo definito *decision right* avviene tramite un vincolo contrattualmente convenuto dalle parti<sup>185</sup>.

---

<sup>185</sup> L'intervento del creditore non formalizzato contrattualmente o contenuto in una previsione normativa dà sempre luogo ad una qualificazione di tale ingerenza quale etero-gestione, con le relative conseguenze in tema di responsabilità. Non è però vero il contrario e cioè che la



La questione quindi si concentra, innanzitutto, sulla possibilità di ricondurre il contratto di finanziamento assistito dai covenants nell'ambito della nozione di controllo da "particolari vincoli contrattuali" di cui all'articolo 2359, I comma, n. 3, del codice civile. Tale nozione di controllo, secondo autorevole dottrina<sup>186</sup>, si basa sull'esistenza tra le società coinvolte di un rapporto di dipendenza economica, derivante da un contratto, sul quale si fonda il controllo dell'una sull'altra.

In passato la dottrina maggioritaria<sup>187</sup> affermava che, in presenza di alcuni tipi di contratti commerciali, come il contratto di agenzia, fornitura, somministrazione, distribuzione, franchising, etc., fosse ravvisabile sempre un rapporto di soggezione di un'impresa verso un'altra, da cui traeva fondamento quella posizione di controllo di cui all'articolo 2359 c.c. Recentemente, invece, l'orientamento dottrinale<sup>188</sup> ha cambiato la propria posizione, ritenendo che, sebbene la stipulazione di questi contratti commerciali crei effettivamente una posizione di dipendenza economica tra le

---

presenza di un contratto o di una legge espressa possa a prescindere escludere la presenza di eterogestione.

<sup>186</sup> FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, Torino, 1987, p. 1009 e ss.

<sup>187</sup> FRE'-SBISA', *Società per azioni*, in *Commentario al codice civile*, a cura di SCIALOJA-BRANCA, Bologna – Roma, 1961, p. 245

<sup>188</sup> SPOLIDORO, *Gruppi di società e gruppi di imprese tra diritto societario e diritto della concorrenza*, in *Gruppi di società. Atti del convegno Internazionale di studi di Venezia*, Milano, 1995, p. 2204 e ss.; RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 21. Sul punto anche la giurisprudenza di merito (Trib. di Torino, sentenza del 21 aprile 1986, in *Fallimento*, 1987, p. 414, con nota di SIDERI) ha ritenuto eccessivo considerare l'esistenza di una posizione di controllo per ogni stipulazione di contratti commerciali, stante il rischio di un allargamento sproporzionato del campo di applicazione della norma a fattispecie ben lontane dalle vere ipotesi di controllo societario.

società coinvolte, questa dipendenza non può portare automaticamente a far presumere una posizione di controllo dell'una sull'altra.

La dipendenza economica infatti seppur elemento necessario, non può dirsi sufficiente all'istituzione del controllo ex art. 2359 c.c., in quanto occorrerà analizzare anche l'effettivo coinvolgimento organizzativo dell'ente finanziatore sulla gestione della società<sup>189</sup>.

Ed è perciò sul contenuto<sup>190</sup> delle clausole del contratto di finanziamento che deve essere posta l'attenzione del giurista, che, superato il problema della liceità della clausola dal punto di vista della meritevolezza e della proporzionalità, dovrà concentrarsi sulle modalità di redazione delle stesse, affinché con la medesima venga posto in essere un semplice vincolo o limite *ex ante* all'operare dell'amministrazione.

Di fatti il controllo contrattuale si realizzerà non quando al finanziatore spetti un diritto di monitoraggio sull'andamento aziendale, ma quando al medesimo vengano

---

<sup>189</sup> In particolare secondo CUOMO, in *Il controllo societario da credito*, op. cit., la formulazione testuale della norma suggerisce che la posizione di controllo di una società sull'altra potrebbe venire a crearsi certamente con il contratto, nel nostro caso il contratto di finanziamento, ma anche in virtù delle particolari clausole in esso contenute, i *covenants* appunto, in quanto possibili fonti autonome di influenza dominante.

<sup>190</sup> Sul punto la Cass n. 2001/12094 afferma che "escluso che nel quadro attuale della normativa di riferimento esista una specifica tipologia di contratti di dominio o di controllo di impresa e dovendosi desumere il carattere esistenziale del vincolo non dal tipo di contratto ma dal concreto atteggiarsi del suo contenuto, che lo renda, nel caso singolo, vitale per l'controllata, ne consegue che l'accertamento circa l'attitudine o meno di un dato rapporto negoziale a porre una delle parti in quella particolare situazione di predominio caratteristica del controllo esterno, ex art. 2359, c.c., si risolve in definitiva in una *questio facti*".

attribuiti poteri capaci di incidere direttamente sull'organizzazione e sulla gestione dell'impresa<sup>191</sup>.

Innanzitutto, come già anticipato nel capitolo precedente, nella prassi estera<sup>192</sup> hanno trovato maggior diffusione i *negative covenants*, ovverosia le clausole che impongono o limitano l'attività dell'impresa con un obbligo a carattere negativo (obbligo di non fare). Ciò perché, grazie a questa particolare modalità redazionale in negativo, il creditore non acquisisce direttamente alcun potere o facoltà, come accadrebbe con i *positive covenants*, ma al contrario formalizza in un contratto tutto ciò che il debitore non può fare, limitando di fatto il suo operato, senza attribuirsi direttamente alcuna facoltà.

Con riferimento quindi al contenuto tipico da inserire nel contratto si fa riferimento all'elencazione descrittiva effettuata già nel capitolo precedente, in quanto sono clausole che, oltre ad aver trovato diffusione ed applicazioni favorevoli all'estero, potrebbero correttamente inserirsi anche nel nostro sistema giuridico.

---

<sup>191</sup> GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *Rivista di diritto societario*, 2009, p. 611 e ss.; RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. Comm.*, 2008, p. 1091, secondo cui il finanziatore solo acquistando poteri di ingerenza o controllo qualitativamente diversi da quelli dei soci o degli altri membri della compagine sociale, potrebbe effettivamente essere definito eterogestore, rispondendo così per responsabilità dinanzi a pregiudizi a danno della società.

<sup>192</sup> Il riferimento è chiaramente all'esperienza statunitense, laddove la prassi ha comunque dovuto affrontare il problema della *Lender liability*, per cui si sono diffuse quelle clausole caratterizzate dalla definizione in negativo dei *covenants*. CAPPELLO, *Lender liability*, 2009, p. 189.

Ma, come abbiamo visto, i poteri attribuiti all'ente finanziatore non si esauriscono nella sola fase iniziale del rapporto, anzi, in particolare, aumentano la loro intensità nel momento patologico-dinamico del contratto, consentendo alla banca, in seguito alla violazione della pattuizione, di poter rinegoziare il finanziamento. Appare evidente che tale potere potrebbe essere ancora più pesante qualora l'impresa dovesse trovarsi in una posizione di crisi di liquidità; infatti, quest'ultima, per evitare la perdita del beneficio del termine di rimborso del debito, sarà maggiormente predisposta a limitazioni della sua autonomia gestionale e concederà più poteri all'istituto mutuante, soprattutto a condizioni di ottenere una ulteriore linea di credito.

In tal caso la banca, azionando la rinegoziazione del *covenant*, potrebbe decidere di acquisire nuove garanzie<sup>193</sup>, nuovi poteri gestori, come quello di nominare componenti degli organi amministrativi ad essa più graditi, ma potrebbe anche convenire la conversione di tutto o parte del finanziamento in capitale di rischio<sup>194</sup>, o ancora, predisporre

---

<sup>193</sup> Fuori dall'ipotesi dei *covenants*, la Banca potrebbe già chiedere a garanzia della somma erogata la costituzione di pegno sulle azioni o quote di partecipazione a capitale, ai sensi degli articoli 2352 per le S.p.A. e 2471 *bis* per le S.r.l. del codice civile. Con tale meccanismo la banca potrebbe assumere tante quote di capitale da detenere di fatto la maggioranza in assemblea; però le Istruzioni di Vigilanza limitano l'espressione di voto delle medesime a poche determinate materie, scongiurando dal principio l'ipotesi di interferenza della banca nella gestione ordinaria della società

<sup>194</sup> Tale operazione di conversione de credito in partecipazioni societarie, *debt-for-equity-swap*, possibile per la banca anche a prescindere dall'eventuale previsione in un *covenants*, consente al finanziatore di esercitare un vero e proprio controllo, intervenendo nella gestione dell'impresa e sfruttando il c.d. *upside opportunity*, potendo avvantaggiarsi dell'esercizio di una diretta influenza sull'azienda e della disponibilità di maggiori informazioni sull'esposizione debitoria della medesima. NIERI, *Il ruolo delle banche nelle crisi d'impresa: L'esperienza di*

piani di risanamento *ad hoc* per l'impresa in difficoltà, individuando già gli esperti ed i professionisti che si faranno carico della procedura.

Passando quindi all'ammissibilità della clausola dal profilo patologico, ci si è chiesti in dottrina, innanzitutto, se non fosse contraria alle norme in tema di ordine pubblico e liceità, la possibilità per il finanziatore, in caso di violazione delle pattuizioni previste, di privare il debitore del beneficio del termine <sup>195</sup>, posto in suo favore, per l'adempimento dell'obbligazione di restituzione del danaro.

Sul tema appare evidente che la vera questione che ha interessato gli studiosi non è stata tanto sul "se" potesse essere pattuita una simile convenzione, ma più precisamente sul *quantum*. Infatti i maggiori dubbi derivano dalle modalità

---

*Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Giappone*, 1996, p. 382; MARABINI, *La gestione delle crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi il riequilibrio finanziario*, in *Dir. Fall.*, 2009, p. 279. Tali operazioni hanno avuto una rilevante crescita nella prassi delle ristrutturazioni societarie, consentono ai creditori di poter compensare direttamente il loro vecchio credito con la sottoscrizione di azioni di nuova emissione in occasione di un aumento di capitale sociale, ai sensi dell'art. 2441, commi 5-6, c.c. Nelle istruzioni di Vigilanza la Banca d'Italia, con l'obiettivo di limitare e regolare il ricorso a tali acquisizioni, impone che l'operazione si preventivamente analizzata dal punto di vista economico e che venga al tempo stesso redatto un piano di risanamento di durata non superiore a cinque anni. Nella prassi le banche sono restie a convertire il loro credito in azioni, poiché la loro posizione di rischio potrebbe crescere in modo significativo nel caso in cui la società non riesca a risanarsi. In caso di fallimento infatti le azioni delle banche potrebbero non avere alcun valore e, conseguentemente, esse perderebbero il loro credito compensato.

<sup>195</sup> In dottrina e giurisprudenza si parla in tali casi di "rottura brutale del credito", per indicare una serie non tassativa di fattispecie con le quali al debitore viene immediatamente revocato il beneficio del termine contrattualmente previsto per la restituzione del prezzo. Sono esempi la revoca del fido da parte della banca o il recesso da un rapporto di apertura di credito. Tale fattispecie è stata oggetto di studio perché comportante per la banca una responsabilità in quanto in violazione dei principi di buona fede e correttezza di cui abbiamo trattato. MOZZARELLI, *I covenants ed il governo della società finanziata*, op. cit., p. 155 e ss.; BONELLI, *Concessione abusiva del credito e interruzione abusiva di credito*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, p. 527 e ss.

attribuite al creditore per esercitare la facoltà di recesso dal contratto di finanziamento. Tale possibilità, infatti, si scontra con il dovere in capo al creditore di comportarsi, nella fase esecutiva del contratto, secondo principi di correttezza e buona fede<sup>196</sup>. La chiusura immediata, c.d. brutale, del rapporto di finanziamento avverrebbe con modalità impreviste ed arbitrarie<sup>197</sup> e soprattutto in assenza di un inadempimento giuridico, ma per effetto della sola pattuizione contrattuale. Tale prerogativa quindi del finanziatore contrasterebbe con i principi generali dell'ordinamento posti a tutela del ceto debitorio, il quale vanterà certamente un legittimo affidamento sull'esistenza del termine come convenuto.

Per tale motivo, sarebbe ammissibile tale convenzione, ma solo nel rispetto di una previsione di risoluzione del rapporto, che determini il venir meno del beneficio del termine in presenza di una giusta causa o con modalità di

---

<sup>196</sup> PORTALE, In *La responsabilità della banca e ricommercializzazione del diritto commerciale, in Funzione bancaria, rischio e responsabilità della banca*, a cura di MACCARONE – NIGRO, Milano, 1981, p. 263, si spinge oltre fino ad affermare che in applicazioni ai principi di cui agli art. 1175 e seguenti c.c., in presenza di alcune circostanze, si potrebbe addirittura configurare un obbligo per l'ente finanziatore di concedere o integrare il finanziamento divenuto poi insufficiente per il debitore. Sebbene sia evidente l'eccessiva portata di tale tesi, non si deve al contrario sminuire il ruolo della buona fede e della correttezza nel rapporto, che per quanto consenta all'istituto di credito di scegliere legittimamente di interrompere il finanziamento, perché rispondente ai suoi interessi, non gli permette però di utilizzare tale diritto in modo arbitrario ed indiscriminato, a danno dell'impresa.

<sup>197</sup> BONELLI, *Concessione abusiva del credito e interruzione abusiva di credito*, op. cit., p. 829, sul tema aggiunge che questa ipotesi configurerebbe un abuso del diritto, come confermato anche dai giudici di legittimità (Cass. n.15482 del 16/10/2003, per cui, al fine di accertare se il recesso sia stato esercitato secondo modalità e tempi rispondenti ad un interesse del titolare meritevole di tutela, bisogna valutare nel contesto concreto i rapporti intercorrenti tra le parti).

interruzione del finanziamento graduali e non impreviste, nel rispetto dei principi di buona fede<sup>198</sup>.

Infine, con riferimento alla possibilità di rinegoziare a seguito del *default* il finanziamento stesso, modificandone gli elementi essenziali o le condizioni che possono dare luogo all'inadempimento, tale facoltà non sembra creare particolari problemi, a patto che le nuove pattuizioni rispettino i criteri di meritevolezza e proporzionalità e siano redatte sempre in chiave di assunzione di obblighi di non fare.

In realtà, come già chiarito sopra, tale rinegoziazione attribuisce al creditore una possibilità di riallocare i *decision right* continuamente e senza limiti nel corso del rapporto. Potrebbe cioè accadere che, a seguito di plurime rinegoziazioni, gli amministratori si trovino in una situazione in cui i vincoli imposti dalle clausole negative sia tanti e tali da eliminare di fatto la loro discrezionalità di fronte alle scelte imprenditoriali. Occorre notare, però, ancora una volta, che in questo caso non si potrà parlare di etero-gestione, in quanto il creditore non entra direttamente nel processo

---

<sup>198</sup> Un'ulteriore responsabilità per l'ente finanziatore, a cui si può solo fare cenno, non potendosi affrontare completamente il tema in questa sede, sarebbe quella derivante dall'atteggiamento completamente opposto e cioè l'astensione dall'intraprendere alcuna iniziativa di recupero del proprio credito, in assenza di convenzioni interbancarie o clausole di *standstill* con il debitore. Di fatti proprio la condotta di evitare di prendere posizione dinanzi ad una situazione di pre-crisi del debitore, anche dal punto di vista economico, corrisponde ad una condotta di "finanziamento"; la disciplina di vigilanza (Circolare della Banca d'Italia del 10 luglio 2007), poi, impone di prendere atto e di segnalare la "sofferenza" (o l'incaglio), a prescindere dalla eventuale disponibilità di garanzie da parte della banca, e di procedere in modo sollecito alla riscossione. Ciò non solo nell'interesse generale dei terzi e dei creditori del cliente, bensì della stessa banca e del sistema bancario, che viene così avvisato della crisi del cliente, al fine di azionare gli opportuni strumenti.

decisionale, ma ne rimane estraneo, in quanto la volontà dell'organo amministrativo, sebbene vincolata se non obbligata, non può dirsi influenzata dal creditore, ma dalle circostanze fattuali in cui si troverà a manifestarsi<sup>199</sup>.

### **3.4 I COVENANTS E LA RESPONSABILITÀ DELLA BANCA**

Come abbiamo visto, quindi, sebbene le banche e gli altri istituti autorizzati alla concessione di credito fra il pubblico, tenteranno di evitare una qualificazione delle loro interferenze come etero - gestione, adottando gli accorgimenti qui esposti, non si può del tutto escludere che, in sede contenziosa, la clausola possa comunque essere interpretata come fonte di responsabilità diretta per il *lender*, soprattutto se si pensi alle situazioni in cui la società coinvolta si trovi in una fase di crisi imprenditoriale.

In tal caso la condotta dell'ente finanziatore sarà sanzionata con la configurazione di una responsabilità da etero-gestione che potrebbe avere le caratteristiche o della responsabilità da amministrazione di fatto o, ai sensi

---

<sup>199</sup> Tra queste circostanze fattuali deve essere annoverata anche l'incapacità dell'organo amministrativo di gestire l'impresa senza violare le clausole. Di fatti la situazione in cui l'organo perde la discrezionalità, dovendo effettuare una scelta obbligata, non è frutto di una decisione dall'alto, ma di una serie di circostanze fattuali derivanti dalla ripetuta violazione degli obblighi contrattuali.



dell'articolo 2497 c.c., della responsabilità per direzione e coordinamento<sup>200</sup>.

Con riferimento alla prima fattispecie, occorre innanzitutto comprendere se la figura dell'amministratore di fatto sia configurabile in capo ad una persona giuridica come la banca. Il primo ostacolo a tale qualificazione appare essere l'annosa questione dell'ammissibilità per una persona giuridica di potersi qualificare come amministratore di un'altra società; sul punto, la riforma del diritto societario del 2003, gli orientamenti delle corti superiori di legittimità<sup>201</sup> ed anche gli orientamenti delle commissioni notarili regionali<sup>202</sup>

---

<sup>200</sup> Queste ipotesi di responsabilità della banca hanno elementi in comune con la fattispecie, diversa ma ben nota nella prassi, dell'abusiva concessione di credito; se ne discostano però perché oltre alla sussistenza del sostegno finanziario che genera la dipendenza, necessitano anche di un'attività di gestione che abbia provocato un danno per la società, ovvero sia di un ruolo attivo nell'amministrazione della società in concorso con gli amministratori di diritto.

<sup>201</sup> Cass. n. 22840 del 24 ottobre 2006, in *Arch. locazioni*, 2007, 1, p. 34 in tema di amministratore di condominio. FERRI, in *Le società*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da VASSALLI, II ed., Torino, 1987, 677 e ss. afferma che "non è dubbio che attraverso la nomina ad amministratore di una persona giuridica finisce ad inserirsi nella struttura organizzativa della società per azioni un'altra struttura organizzativa, il cui ordinamento viene ad assumere un rilievo determinante nell'attività della stessa società per azioni. Una persona fisica in tanto ha il potere di amministrare in quanto è organo della persona giuridica—amministratore e fino a quando è organo."

<sup>202</sup> La Massima n. 100 Consiglio Notarile di Milano afferma che "*E' legittima la clausola statutaria di S.p.A. o s.r.l. che preveda la possibilità di nominare alla carica di amministratore una o più persone giuridiche o enti diverse dalle persone fisiche ("amministratore persona giuridica"), salvi i limiti o i requisiti derivanti da specifiche disposizioni di legge per determinate tipologie di società. Ogni amministratore persona giuridica deve designare, per l'esercizio della funzione di amministratore, un rappresentante persona fisica appartenente alla propria organizzazione, il quale assume gli stessi obblighi e le stesse responsabilità civili e penali previsti a carico degli amministratori persone fisiche, ferma restando la responsabilità solidale della persona giuridica amministratore. Le formalità pubblicitarie relative alla nomina dell'amministratore sono eseguite nei confronti sia dell'amministratore persona giuridica che della persona fisica da essa designata.*" Sul punto, invece, la massima del Consiglio Notarile del Triveneto O.A.1. afferma che "*Una società, tanto di capitali quanto di persone, socia di una società di persone può essere legittimamente nominata amministratore di quest'ultima. In tal caso il soggetto amministratore è l'ente società di capitali o di persone socia e non una persona*

hanno risolto la questione, ritenendo oramai pacificamente ammissibile che la carica di amministratore di una società possa essere attribuita anche ad una persona giuridica e non solo ad una persona fisica. Di fatti le persone giuridiche non subiscono alcuna limitazione di capacità di agire e, poiché considerate analogamente alle persone fisiche come soggetto titolare di situazioni giuridiche soggettive sia passive che attive, rispondono delle eventuali responsabilità con il loro intero patrimonio sociale. In particolare la responsabilità per gli atti di mala gestione saranno imputati *in primis* all'ente titolare del potere di gestione, ma poi anche, in subordine, al soggetto, persona fisica, incaricata di compiere i relativi atti.

Proprio questo punto, però, genera un ulteriore problema, puramente logico, per cui, se la persona giuridica deve designare al suo interno comunque una persona fisica che compirà le attività per la società da amministrare, si potrebbe arrivare a considerare direttamente la medesima persona fisica designata quale amministratrice di fatto della società, senza necessità di richiamare l'ente per cui ha agito in nome e per conto<sup>203</sup>.

---

*da questa indicata.*" Singolare è la circostanza che, sebbene le massime concordino sull'ammissibilità di un amministratore persona giuridica, contrastano sulle modalità operative di applicazione della fattispecie; infatti, se secondo il consiglio notarile di Milano sarebbe sempre necessaria la nomina di una persona fisica all'interno dell'ente giuridico per l'imputazione delle attività gestorie, per l'orientamento dei notai del triveneto tale nomina non sarebbe necessaria.

<sup>203</sup> Così Tribunale di Milano del 27 febbraio 2012, n. 3545, che pur ammettendo la possibilità per la persona giuridica di un'investitura di diritto, ne esclude tuttavia la qualificazione come amministratore *de facto*.

Infine, volendo andare oltre e superare tale discussione, sarà sempre necessario, affinché si possa parlare di responsabilità da amministratore di fatto, che l'ente, o la persona fisica designata, abbia compiuto una serie di atti che, considerati nel loro insieme, possano dar luogo ad una vera e propria attività di gestione dell'impresa, non qualificabile come mera attività occasionale. Ciò vuol dire che per attribuire una responsabilità alla banca sarà necessario provare che la medesima abbia compiuto un'attività di carattere sistematico e non singoli atti di natura eterogenea ed occasionale <sup>204</sup>, idonei per loro intrinseca natura a qualificare, chi li ponga in essere, come gestore effettivo della società, paragonabile quindi ai poteri in capo all'amministratore. Ed ancora una volta, oltre all'ente nel suo complesso, si dovrà valutare anche la posizione della persona fisica che avrà materialmente posto in essere quei comportamenti dannosi per il patrimonio della società, in rappresentanza a sua volta dell'ente finanziatore.

Più complessa è invece la qualificazione della responsabilità della banca o di altro istituto di credito autorizzato quale conseguenza di un abuso di attività di direzione e coordinamento, ex articolo 2497 c.c.; ai fini della configurazione di tale fattispecie occorrerà la prova della sussistenza, oltre all'esercizio di un'attività di direzione, di una posizione di controllo di un'impresa verso l'altra e di un

---

<sup>204</sup> Cass. civ, sez. I, n. 2008/28819, in *Foro italiano*, 2008, società 6270, n. 2666.

abuso di tale posizione dominante, avendo agito nell'interesse proprio o altrui con danno alla società.

Fonte di tale responsabilità sarà quindi l'accordo di origine contrattuale <sup>205</sup>, definibile come contratto di dominio<sup>206</sup>, rappresentato dalla stipulazione del *covenant*, che avrà consentito l'instaurarsi di una relazione di controllo dell'ente finanziatore sull'impresa finanziata, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2497 *septies*<sup>207</sup>.

Come chiarito anche dalla giurisprudenza di legittimità <sup>208</sup>, l'attività di direzione e coordinamento consisterebbe in una "condizione di diritto nella quale una società controllante, nel rispetto dell'autonomia delle società eterodirette, impartisce direttive, che gli amministratori della controllata applicheranno autonomamente"; l'esercente l'attività di direzione e coordinamento sarebbe quindi titolare di funzioni di indirizzo capaci di influire sulle scelte della società; tali poteri anche se non direttamente derivanti dalle pattuizioni contrattuali è da esse che traggono origine,

---

<sup>205</sup> Si parla più precisamente in dottrina di "contratto di dominio", che consentirebbe alla Banca di instaurare una relazione di controllo sulla società richiedente il prestito finanziario. È bene precisare che per il verificarsi della fattispecie del controllo, da cui si genera la responsabilità, non occorre verificare la validità del contratto a monte e quindi nel nostro caso delle clausole *covenants*; ciò perché l'attività di direzione è un fatto giuridico che rileva in quanto tale. Così PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*; ABBADESSA, *Rapporto di dominio e autonomia privata nel diritto societario italiano*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1999, I, p. 545 e ss.

<sup>206</sup> DE NOVA, *Contratto di dominio e di trasferimento utili (contratto di dominio: l'esempio tedesco)*, in *Contratti*, 1996, p. 312.

<sup>207</sup> Così la norma: "Le disposizioni del presente capo si applicano altresì alla società o all'ente che, fuori dalle ipotesi di cui all'articolo 2497 *sexies*, esercita attività di direzione e coordinamento di società sulla base di un contratto con le società medesime o di clausole dei loro statuti."

<sup>208</sup> Cass. Civ., sez. I, 23 giugno 2015, n.12979, in *giu. It.*, 2015, 2131, con nota di RIGANTI.

dovendosi valutare in concreto i comportamenti dell'ente finanziatore. A differenza quindi dall'amministratore di fatto, in questo caso sarebbe richiesta un'ingerenza inferiore, oltre che meno qualificata, agendo il soggetto finanziatore sempre come terzo e mai dall'interno dell'organizzazione sociale. Inoltre, l'attività di direzione e coordinamento si presume esercitata dalla società ove si ravvisi un controllo di cui all'art. 2359<sup>209</sup>, e la prova dell'inesistenza di tale attività sarà a carico della banca, a cui spetterà, stante il disposto dell'articolo 2497 *sexies*<sup>210</sup>, di dimostrare l'assenza di qualsiasi attività di direzione e coordinamento, a mezzo di una prova difficilmente dimostrabile perché negativa, ovvero sia per fatti positivi<sup>211</sup>.

Inoltre, ulteriore elemento per la configurazione della responsabilità in capo all'ente finanziatore, è la circostanza di aver agito nell'interesse imprenditoriale<sup>212</sup> proprio o altrui,

---

<sup>209</sup> Tale presunzione è prevista dall'art. 2497 *sexies*, c.c., al fine di agevolare la identificazione di una fattispecie di gruppo e di provare quindi la volontà di realizzare un rapporto di dipendenza tra società. Tuttavia, la presunzione è relativa, poiché è ammessa la prova contraria del non esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, anche se è difficile porre in essere una solida prova che dimostri la mancanza di un esercizio in concreto di tale attività, nel caso in cui si registri un controllo societario, trattandosi di una prova in negativo. IRACE, *Sub. art. 2497-sexies*, in *La riforma delle società. Commentario* a cura di SANDULLI –SANTORO), Torino, 2003, p. 348.

<sup>210</sup> Così la norma: "*Ai fini di quanto previsto nel presente capo, si presume salvo prova contraria che l'attività di direzione e coordinamento di società sia esercitata dalla società o ente tenuto al consolidamento dei loro bilanci o che comunque le controlla ai sensi dell'articolo 2359.*"

<sup>211</sup> Si tratta di una presunzione relativa che pone in capo alla società l'onere di dimostrare che, pur in presenza di un controllo, non sussistono ulteriori elementi che possano dar luogo alla sussistenza di un'attività di direzione e coordinamento. Si parla in tali casi di una prova diabolica che potrà essere fornita solo mediante la prova di fatti positivi.

<sup>212</sup> La responsabilità prevista dalla norma in commento sussisterà nella sola ipotesi in cui l'impresa agisca nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui e non nell'ipotesi in cui venga

ovverosia nell'aver posto in essere una condotta abusiva, perché in violazione dei criteri di corretta gestione sociale con danno verso i soci o verso i creditori. Dovranno, quindi, essere posti in essere atti contrastanti con i principi e le cautele cui si attiene il buon imprenditore, al fine di conseguire un risultato utile per la società e per i soci investitori, ai fini della conservazione e della crescita del patrimonio sociale.

Occorre però notare che le norme in commento sono in realtà state concepite per l'attività di direzione e coordinamento delle società all'interno di gruppi, legati cioè da un rapporto di controllo interno. Il problema, infatti, della sussistenza di una tale responsabilità sta proprio nella possibilità di qualificare la relazione intercorrente tra banca e debitore come rientrante nella fattispecie della direzione e coordinamento di cui all'articolo 2497 c.c.

In particolare, nel caso in cui l'ente creditore abbia acquisito diritti di voto nella società finanziata, sembrerebbe che possa sussistere, almeno di fatto, una sorta di gruppo societario, dal quale far dipendere l'esistenza di un'attività di direzione e coordinamento. Ciò sarebbe confermato anche dall'art. 2497 *septies*, che disciplina il c.d. accordo di coordinamento, e dalla formulazione legislativa prevista dal

---

perseguito un interesse di altro genere, come ad esempio quello privato dell'amministratore o del socio che abbia posto in essere l'operazione.

codice, la quale si limita ad elencare solo alcune fattispecie di direzione in modo non tassativo<sup>213</sup>.

Nei casi invece in cui la banca abbia soltanto finanziato la società, senza acquisire partecipazioni neppure in pegno, oppure abbia finanziato una *holding*, ricevendo in pegno soltanto le azioni e/o quote delle partecipate, facenti parte del gruppo, evidentemente non sussiste alcuna possibilità di predicare un controllo di diritto o “interno” se non un controllo “contrattuale”. In tali circostanze, infatti, la banca eserciterebbe un controllo esterno sulla società. Appare quindi difficile la possibilità di applicare alla medesima *in toto* la disciplina di cui agli articoli in commento<sup>214</sup>.

Perché comunque si ingeneri in capo al *lender* una fonte di responsabilità è necessario inoltre che la condotta di quest'ultimo non solo sia stata abusiva, ma abbia prodotto un danno. Si dovrebbe quindi dimostrare che l'ente abbia agito per interessi esclusivamente propri, estranei a quelli dell'impresa, violando così i principi generali dell'ordinamento societario e che la sua condotta abbia prodotto conseguenze dannose, come un decremento dell'attività imprenditoriale e della redditività dell'impresa, a scapito del patrimonio sociale.

---

<sup>213</sup> DAL SOGLIO, *Commento agli artt. 2497sexies e septies*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di MAFFEI ALBERTI, Padova, 2005, pp. 2423 ss. per cui una responsabilità per esercizio di funzioni gestorie “di fatto” sarebbe riscontrabile in tutte le situazioni di alienazione di un potere d'influenza “interno”, ivi comprese quelle caratteristiche delle convenzioni di salvataggio.

<sup>214</sup> Si pensi all'obbligo di motivare le decisioni della società soggetta ad attività di direzione e coordinamento, quando siano state oggetto di un'influenza della controllante (articolo 2497 ter) o, più in particolare, alle disposizioni i cui all'articolo 2467 c.c., richiamato dall'articolo 2497 *quinquies* c.c., relativo alla postergazione del rimborso dei crediti alla società che esercita la direzione e il coordinamento.

Se ciò è vero, di conseguenza non dovrebbero comportare alcuna responsabilità della banca tutte quelle condotte che, seppur non immediatamente dirette ad aumentare la produzione e lo scambio di beni e servizi, possano inquadarsi nell'ambito di attività conservative e di salvaguardia dell'impresa o che abbiano una funzione di provare a risanare dal punto di vista economico la società.

Inoltre l'avvenuto accertamento dell'esistenza di una responsabilità della banca per tale attività, consentirebbe altresì anche ai soci di adire le autorità giudiziarie competenti per il risarcimento del danno, di natura contrattuale, dai medesimi patito per il decremento del patrimonio sociale.

È possibile concludere che attribuire alla banca una responsabilità per le eventuali conseguenze di un'attività di direzione e coordinamento, derivante dall'utilizzo di un certo tipo di clausole è assai complesso, anche già solo a causa della difficoltà dell'ordinamento di definire con certezza i limiti di tale attività. Se poi si aggiunge la configurabilità di tale responsabilità a seguito della contrattualizzazione di *covenants* finanziari, appare ancor più complesso il limite della fattispecie.

In assenza quindi di pronunce e prassi applicative, appare preferibile ed opportuno, in particolare per gli interessi della parte creditoria, limitare l'utilizzo dei *covenants* a quelli che hanno già superato un giudizio da parte degli interpreti di oltreoceano, preferendo quindi quelle clausole che, già dal punto di vista redazionale, pongano solo divieti in



capo al debitore senza attribuire poteri diretti all'ente finanziatore, potendosi più agevolmente tali clausole essere definite come interferenze da vincolo *ex ante*.



## BIBLIOGRAFIA

---

AA.VV., *La nuova riforma del diritto concorsuale*, Torino, 2015;

ABBADESSA, *Rapporto di dominio e autonomia privata nel diritto societario italiano*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1999, I;

ABRIANI, *Commento all'art. 2476 c.c.*, in *Codice commentato delle S.r.l.*, diretto da BENAZZO E PATRIARCA, Torino, 2006;

ABRIANI, *Gli amministratori di fatto delle società di capitali*, Milano, 1998.

ALLECA, *Fallimento e regole societarie*, Milano, 2016;

AMBROSINI e AIELLO, *Società per azioni. Responsabilità degli amministratori*, in *Giur. Comm.*, 2010, II;

AMBROSINI, *La rafforzata tutela dei creditori privilegiati nella legge n. 119 del 2016: il cd. patto marciano*, in *Dir. Fall.*, 2016, 5;

AMBROSINI, *società di capitali. Il nuovo ordinamento aggiornato al d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37*, 2004, Napoli;

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006;

ANGELONE, *Nuove forme di garanzia e legalità costituzionale*, in *Giustizia civile*, 4, 2017;

ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*, Milano, 2018;

ARDIZZONE, *Commento all'art. 2501bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI E NOTARI, Milano, 2006;

ARIETA – DE SANTIS – MONTESANO, *Corso base di diritto processuale civile*, Padova, 2010;

ARMOUR, HERTING e KANDA, *Transaction with creditors*, in *The anatomy of corporate Law: A comparative and functional approach*, a cura di KRAKMAN, Oxford, 2009;

BAIRD DOUGLAS G. e RASMUSSEN K., in *Private debt and the missing lever of corporate governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 154, 2009;

BALESTRA, *Crisi dell'impresa e abusiva concessione del credito*, in *Giur. comm.*, 2013, I;

BARILLA, *Alcune osservazioni a margine del recepimento legislativo del pegno non possessorio*, in *Corr. Giur*, 2017, 1;

BAZZANA, *I covenants nei contratti di debito. Esistenza, condizioni di efficacia e prezzo*, Roma, 2007; PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca Impresa e società*, 2006;

BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziate: spunti comparatistici*, in *Riv. di diritto societario*, 2011;

BERNASCONI, P. *Commento all'art. 2630*, in AA.VV. *I nuovi illeciti penali ed amministrativi riguardanti le società commerciali. Commentario del D.Lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, a cura di Giunta F., Torino, 2002;

BIANCA, *diritto civile. Le garanzie reali. La prescrizione*, Milano, 2012;

BIANCA, *Il divieto del patto commissorio*, Milano, 1957;

BOBBIO, *Scienza del diritto ed analisi del linguaggio*, in *Saggi di critica delle scienze*, Torino, 1950;

BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007;

BONELLI, *Concessione abusiva del credito e interruzione abusiva di credito*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011;

BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO e PORTALE, 4, Torino, 1991;

BONFATTI – FALCONE, *Le procedure di composizione negoziale della crisi e del sovraindebitamento*, Milano, 2014;

BONFATTI, *La natura giuridica degli accordi di ristrutturazione*, in *Rivista di diritto bancario*, 1, 2018;

BRATTON, *Bond covenants and creditor protection: economics and law, theory and practice, substance and process*, in *EBOR*, 7, 2006;

BRECCIA, *Le obbligazioni*, Milano, 1991;

BUONOCORE, in *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. Comm.*, 2003, I;

BUSNELLI, *Della tutela giurisdizionale dei diritti*, Art. 2097 c.c., in *Commentario al codice civile*, a cura di BUSNELLI, Milano, 2018;

CAGNASSO – PANZANI, *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, Torino, 2016;

CAGNASSO, *Il nuovo diritto societario, commentario*, Bologna, 2004;

CALVO, *Equità e controllo del giudice sull'equilibrio contrattuale*, in *L'incidenza della dottrina sulla giurisprudenza nel diritto dei contratti*, a cura di C.PERLINGIERI e L.RUGGIERI, Napoli, 2016;

CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Milano, 2017;

CAPRARA, *Il trattamento normativo del sovraindebitamento del consumatore*, in *Giur. Comm.*, I, 2015;

CARCATERRA, *La forza costitutiva delle norme*, Roma, 1986;

CARNEVALI, *Patto commissorio*, in *Enciclopedia del diritto*, XXXII, Milano, 1982;

CASSANO, *Contratto di leasing, leasing di godimento, leasing traslativo, sale and lease back e divieto di patto commissorio*, in *Vita notarile*, 2003, 2;

CASSANO, *Il contratto di sale and lease back*, in *Giur.it*, 2005, 5;

CASTRONOVO, *Manuale di diritto privato europeo*, Milano, 2007;

CASUCCI, *Il sistema giuridico proporzionale nel diritto privato comunitario*, Napoli, 2001;

CESARI e RUSCONI, *Contesto internazionale, in Il mercato dei corporate bond in Italia*, a cura di PINARDI, Milano, 2003;

CHAVA e ROBERTS, *How does financing impact investment? The role of debt covenants*, in *J. Finance*, 63, 2008;

CHEFFINS, *Company law: theory, structure, and operation*, Oxford, 1997;

CINQUEMANI, *Sale and lease back, tra liceità e frode al divieto del patto commissorio*, in *Giur.it*, 1996, 1;

CIPRIANI, *Nuovi modelli di garanzie patrimoniali. Il patto marciano tra garanzia del credito ed esecuzione forzata*, in *Giurisprudenza italiana*, luglio 2017;

CLARIZIA, *I contratti nuovi. Factoring, locazione finanziaria*, in *Trattato di diritto privato, XV* a cura di BESSONE, Torino, 1999;

CLARIZIA, *Il contratto tra tipico e atipico: la distinzione serve ancora?*, in *I singoli contratti. Tipici e atipici nell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, a cura di CASSANO – CLARIZIA, Milano, 2017;

COOTER E AL, *Il mercato delle regole: analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999;

CROCO, *Suretés et proportionnalité*, in *Etudes simler*, Parigi, 2006;

CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013;

DE FERRA, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2002; MAFFEI ALBERTI, in *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 2000;

DE NOVA, *Contratto di dominio e di trasferimento utili (contratto di dominio: l'esempio tedesco)*, in *Contratti*, 1, 1996;

DEMURO, *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010;

DEMURO, *Le decisioni dei soci sugli argomenti sottoposti alla loro approvazione nelle s.r.l.*, Milano, 2008.

DESARIO, *Dalla legge bancaria del 1936 al testo unico: profili operativi*, in atti del convegno *Il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia: esperienze e prospettive*, ABI, Roma;

DEZALAY, *I mercati del diritto . le multinazionali del diritto e la ristrutturazione dell'ordine giuridico internazionale (1992)*, trad. it. a cura di M. Raiteri, Milano, 1997;

DI MARZIO, *Il pegno non possessorio*, in *Ilprocessocivile.it*.

DI SABATO, *Manuale delle società*, V ed., Torino, 1995;

DOLMETTA, *Leaseback e patto commissorio: un rapporto complesso*, in *Giur. comm.*, 2002.

DOUGLAS-HAMILTON, *Creditor liabilities resulting from improper interference with a management of a financially troubled debtor*, in *Bus. Law*, 31, 1975;

FABIANI, *Concordato preventivo*, in *Commentario Scialoja – Branca - Galgano*, Bologna, 2014.



FEDERICO, *Tipicità e atipicità dei contratti*, in *L'incidenza della dottrina sulla giurisprudenza del diritto dei contratti*, a cura di PERLINGIERI – RUGGERI, Napoli, 2016;

FERRI, in *Le società*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da VASSALLI, II ed., Torino, 1987;

FERRO – LUZZI e MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. Comm.*, 1994;

FISCHEL, *The economics of Lender liability*, in *Yale Law Journal*, 99, 1989;

FRE'-SBISA', *Società per azioni*, in *Commentario al codice civile*, a cura di SCIALOJA-BRANCA, Bologna – Roma, 1961;

GALARDO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Risanare l'impresa*, Milano, 2012;

GALGANO e GENGHINI, *Il nuovo diritto societario. Tomo I: Le nuove società di capitali e le cooperative*, Padova, 2006;

GALGANO, *Società per azioni*, *Comm. SB art. 2327*, Padova, 1988;

GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria e profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca e Borsa*, 1997;

GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, disponibile su [www.unitn.it](http://www.unitn.it).

GAMBARO, *I trust e l'evoluzione del diritto di proprietà*, in *I trust in Italia oggi*, a cura di BENEVENTI, Milano, 1996;

GATT, *Dal trust al trust. Storia di una chimera*, Napoli, 2009;

GAZZONI, *Obbligazioni e contratti*, Napoli, 2009;

GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *Rivista di diritto societario*, 3, 2009;

GIANNELLI, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA-PORTALE, Torino, 2006;

GIORDANO, *le garanzie atipiche delle banche e degli intermediari*, in *Società e fallimento*, Milano, 2018;

GIORGETTI, *Le procedure concorsuali*, Padova, 2017;

GITTI, *Divieto del patto commissorio, fronde alla legge, Sale and lease back*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1993;

GRONDONA, *Funzione di garanzia, lease back e trasferimenti vietati*, In *Notariato* 1998, I;

IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003;

JENSEN e MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership*, in *Journal of financial economy*, 3, 1976;

JORIO, *La crisi d'impresa, il Fallimento*, Milano, 2000;

LO CASCIO, *Il concordato preventivo e le altre procedure di crisi*, Milano, 2017;

LUISO, *Diritto processuale civile. Il processo esecutivo*, III, Milano, 2019;

LUMINOSO, *La compravendita*, Torino, 2018;

LUPOI, *Trusts*, Milano, 1997.

M. LOBUONO, *La natura giuridica della polizza fideiussoria: l'intervento delle Sezioni Unite*, in *contratti*, 5, 2010;

MAJELLO, *I problemi di legittimità e di disciplina dei negozi atipici*, in *Rivista di diritto civile*, 33, 1987;

MANDRIOLI, *Diritto processuale civile*, Torino, 2019;

MARABINI, *La gestione delle crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi il riequilibrio finanziario*, in *Dir. Fall.*, 2009;

MARCHETTI, *La 'nexus of contracts' theory: teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000.

MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia 10 novembre 2006, a cura di BALZARINI, CARCANO e VENTORUZZO, Milano, 2007;

MELI, in *la responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA e PORTALE, 3, Torino, 2007;

MINNITI, *Garanzie ed alienazione*, Torino, 2007;

MINNITI, *Patto marciano e irragionevolezza del disporre in funzione di garanzia*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1-2, 1997;

MONTALENTI, *Il leverage buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.* 2004;

MOSCHETTA, *Il ruolo dei financial covenants nella riduzione delle asimmetrie informative sul debito*, in *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano*, a cura di BERTONI;

MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013;

MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2007;

NICOLO', *Tutela dei diritti*, CSB, 1945;

NIERI, *Il ruolo delle banche nelle crisi d'impresa: L'esperienza di Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Giappone*, in *Banca, impresa e società*, 3, 1996;

NIGRO, *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Società*, 2007, IV;

ORESTANO, *Realtà, parole, valori nella scienza del diritto*, in *Rivista di diritto civile*, 1985, I;

PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca Impresa e società*, 2, 2006;

PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Rivista di diritto societario*, 3, 2009;

PELLECCHIA, *Chi è il consumatore sovraindebitato? Aperture e chiusure giurisprudenziali*, in *Nuova Giur. Civ*, 9, 2016;

PENNA, *I piani industriali e finanziari nelle crisi d'impresa: casi ed esperienze*, in *Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Un primo bilancio*, Milano, 2010;

PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *Rivista di diritto societario*, 3, 2009;

PERLINGIERI, *In tema di tipicità e atipicità dei contratti*, in *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, PERLINGIERI, Napoli, 2003;

PERLINGIERI, *Sui contratti iniqui*, in PERLINGIERI, *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003;

PERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. soc.*, 2003;

PERRONE, ANDREA, *Un revirement della cassazione sulla responsabilità dell'amministratore di fatto*, in *Corr. giur.*, 1999;

PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr.*, 2003;

PIEMONTESI, *L'esperienza di Unicredit corporate banking nelle azioni di risanamento e restructuring della propria clientela*, Milano, 2010

PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009, 1;

PIRAIMO, *Nuovi modelli di garanzie patrimoniali. Il patto marciano alla luce della disciplina del credito immobiliare ai consumatori*, in *Giur.it.*, 2017;

PISANI MASSAMORMILE, *La crisi del soggetto non fallibile*, Torino, 2016;

PORCELLI, *Profili evolutivi della responsabilità patrimoniale*, Napoli, 2011;

PORTALE, *Tra responsabilità della banca e ricommercializzazione del diritto commerciale*, in *Funzione bancaria, rischio e responsabilità della banca*, a cura di MACCARONE – NIGRO, Milano, 1981;

PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum*, a cura di CAMPOBASSO, 2, Torino, 2006;

privata U. BRECCIA in E. NAVARRETTA – A. ORESTANO, *Dei contratti in generale*, Milano, 2011;

PUGLIATTI, *Precisazioni in tema di vendita a scopo di garanzia*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, 1950;

RESCIGNO, *I contratti d'impresa e la Costituzione*, in *Il diritto europeo dei contratti d'impresa. Autonomia negoziale dei privati e regolazione del mercato*, a cura di SIRENA, Milano 2006;

RESCIGNO, in *La responsabilità ed il danno*, Milano, 2009;

RESCIGNO, *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria fra aperture ed incertezze: una prima riflessione*, in *Società*, 2003;

RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002;

RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. Comm.*, 2008;

ROBERT e SUFI, *Control rights and capital structure: an empirical investigation*, in *J. finance*, 64, 2009;

ROBERT e SUFI, *Renegotiation of financial contracts: evidence from private credit agreements*, in *Journal of financial economics*, 93, 2009;

RODOTA', *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1967;

ROPPO, *Il divieto del patto commissorio*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da RESCIGNO, 1985;

ROSELLI, *Responsabilità patrimoniale*, TB, 2005;

ROSSELLI, in *Trattato di diritto privato*, a cura di BESSONE, Torino, 1940;

ROSSI, *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008;

SALVIONI, art. 2911, in *Commentario al codice civile*, a cura di CENDON, Milano, 2009;

SANDULLI – D'ATTORE, *La mini riforma della legge fallimentare*, Torino, 2016;

SANDULLI – SANTORO, *La riforma delle società*, Torino, 2007.

SANTANGELI, *Il nuovo fallimento*, Milano, 2006;

SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento dell'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese, Strumenti giuridici e prassi*, a cura di DEMURO, Torino, 2010;

SCOGNAMIGLIO, *Commentario al codice civile. Contratti in generale*, Bologna, 1970;

- SESTA, *Le garanzie atipiche*, Padova, 1988;
- SMITH CLIFFORD e WARNER JEROLD, *On financial contracting*, in *J. of financial economics*, 7, 1979;
- SPOLIDORO, *Gruppi di società e gruppi di imprese tra diritto societario e diritto della concorrenza*, In *Gruppi di società. Atti del convegno Internazionale di studi di Venezia*, Milano, 1995;
- STANGHELLINI, *La crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007;
- TAMBURINI, *Commento all'art. 2501bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI - ALBERTI, Padova, Cedam, 2006;
- TANTINI, *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padova, 1980;
- TOFFOLETTO, *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012;
- TRAVI, voce *Espropriazione contro il terzo proprietario*, in *Digesto*, Sez. civ., VIII, Torino 1992;
- VARRONE, *Leasing finanziario e sale and lease back*, in *Impr. Amb. e P.A.*, 1975;
- VISCONTI, *La nuova garanzia reale dei prestiti bancari: il patto marciano*, in *Immobili e proprietà*, 10, 2017;
- VISCONTI, *le differenze di fusione, tra capacità d'indebitamento e dividend covenants*, in *Riv. Dottori commercialisti*, 2, 2011;
- WESTERFIELD e JAFFE; *Fondamenti di finanza aziendale*, a cura di CAPRIO, Bologna, 2005; BEBCHUCK e



FRIED, *The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy*, in *Yale law journal*, 105, 1996;

ZANARDO, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci "cogestori"*, in *Riv. soc.*, 2009;

ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, Milano, 2010.

ZANONI, *Venture capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, 2010;

ZOPPINI, ANDREA, *Intestazione fiduciaria e responsabilità per atti di «eterogestione» (art. 2476, comma 7° c.c.)*, in *Banca borsa*, 2006.