



UNIVERSITÀ DI PISA

Dipartimento di Giurisprudenza

*Corso di laurea magistrale in Giurisprudenza*

TESI DI LAUREA

**Il controllo creditorio tramite covenants**

*Candidato:*

Andrea Fabeni

*Relatore:*

Chiar.mo Prof. Raffaele Teti

*Correlatore:*

Chiar.mo Prof. Francesco Barachini

Anno Accademico 2013/2014

# Indice

PREMESSA.....	1
<b><u>CAPITOLO 1</u></b> .....	<b>2</b>
<b>RILIEVI PRELIMINARI: IL FENOMENO</b> .....	<b>2</b>
1.1 PROFILI EVOLUTIVI DEL RUOLO DEI CREDITORI NELLA <i>GOVERNANCE</i> SOCIETARIA .....	2
1.2 IMPRESE E FINANZIAMENTI BANCARI: I <i>COVENANTS</i> .....	7
1.3 LE DIVERSE TIPOLOGIE DI <i>COVENANT</i> : CARATTERISTICHE E FINALITÀ ..	10
1.3.1 <i>Promesse positive: i c.d. affirmative covenants</i> .....	11
1.3.2 <i>Promesse negative: i c.d. negative covenants</i> .....	13
1.3.3 <i>Limitazioni all'indebitamento</i> .....	15
1.3.4 <i>Limitazioni alla creazione di crediti privilegiati</i> .....	16
1.3.5 <i>Limitazioni in materia di dividendi e altri pagamenti ai soci</i> .....	17
1.3.6 <i>Limitazioni in tema di fusioni e di vendita di altri beni</i> ...	19
1.3.7 <i>Limitazioni sugli investimenti finanziari</i> .....	20
1.4 CONTROLLO CREDITORIO E <i>AGENCY COSTS OF DEBT</i> .....	24
1.5 CONTROLLO CREDITORIO E RILEVANZA SOCIALE DELL'IMPRESA .....	30
1.6 CONTROLLO CREDITORIO E CRISI D'IMPRESA: LE SOLUZIONI STRAGIUDIZIALI.....	33
1.6.1 <i>Il c.d. finanziamento ponte (bridge loan)</i> .....	35
1.6.2 <i>Il c.d. finanziamento alla ristrutturazione</i> .....	40
1.7 CONTROLLO CREDITORIO E CRISI D'IMPRESA: LE SOLUZIONI NEGOZiate CON SUPERVISIONE GIUDIZIALE.....	43
1.7.1 <i>Il caso Sorgenia S.p.A.</i> .....	47
1.8 ULTERIORI RISVOLTI APPLICATIVI.....	49
1.8.1 <i>Controllo creditorio e finanziamenti in pool</i> .....	49
1.8.2 <i>Controllo creditorio e gruppi di società</i> .....	54

<b><u>CAPITOLO 2</u></b> .....	<b>60</b>
<b>ALCUNE VALUTAZIONI GIUSPOLITICHE</b> .....	<b>60</b>
2.1 ISTANZE ORGANIZZATIVE ED ESIGENZE DI TUTELA .....	60
2.2 UN CONFRONTO COMPARATISTICO .....	75
2.2.1 <i>L'esperienza tedesca</i> .....	76
2.2.2 <i>L'esperienza statunitense</i> .....	84
2.2.3 <i>L'esperienza inglese</i> .....	89
2.3 IL SOSTRATO NORMATIVO ITALIANO: CRITICITÀ E CONTRIBUTI INTERPRETATIVI .....	93
<b><u>CAPITOLO 3</u></b> .....	<b>104</b>
<b>CONTROLLO CREDITARIO VEICOLATO DA COVENANTS: UN POSSIBILE INQUADRAMENTO</b> .....	<b>104</b>
3.1 IPOTESI DI SOLUZIONE.....	104
3.1.1 <i>Controllo contrattuale e la presunzione di attività di eterodirezione creditoria</i> .....	107
3.1.2 <i>L'esercizio della eterodirezione creditoria: le prerogative del finanziatore di controllo</i> .....	122
3.2 IL CONTROLLO CREDITARIO ESERCITATO PER FINI NON IMPRENDITORIALI.....	135
<b><u>BIBLIOGRAFIA</u></b> .....	<b>142</b>
<b><u>GIURISPRUDENZA</u></b> .....	<b>153</b>

## **PREMESSA**

La scelta di approfondire lo studio di un fenomeno come quello del *controllo creditorio* muove dalla presa d'atto che, esso non solo si è diffuso ormai da tempo nella prassi societaria italiana, ma soprattutto che si è spinto nella direzione di una accresciuta importanza e rilevanza anche rispetto alle stesse dinamiche sottese ai rapporti banca-impresa. In particolare, e da un punto di vista prettamente civilistico, riveste un significativo interesse la figura dell'attività di eterodirezione esercitata da istituti bancari (nella veste di soggetti creditori) sulla base di specifiche clausole (*covenants*), contenute nei contratti di finanziamento stipulati con imprese tipicamente organizzate in forma di società per azioni. Pertanto, di seguito tale fenomeno verrà inizialmente descritto nei suoi tratti empirici e nella sua funzione socio-economica, per essere successivamente inquadrato dogmaticamente come fattispecie atipica di attività di eterodirezione societaria, nella quale si perseguono obiettivi imprenditoriali strumentali ad un rapporto di scambio. All'interno di questo percorso di analisi non mancheranno poi alcuni riferimenti di diritto comparato, utili ad apportare ulteriori e più rilevanti spunti di indagine sul tema qui prescelto. Coerentemente, verrà argomentata la sottoposizione della presente fattispecie, quantomeno tendenziale, ad una disciplina equivalente a quelle già previste e sancite dal legislatore per le fattispecie tipiche di attività di eterodirezione societaria.

# CAPITOLO 1

## **RILIEVI PRELIMINARI: IL FENOMENO**

### **1.1 Profili evolutivi del ruolo dei creditori nella governance societaria**

Nel cominciare a tracciare i caratteri propri del fenomeno qui in esame, occorre partire da una primaria valutazione del ruolo svolto dai creditori all'interno della *governance* societaria. Com'è noto l'amministrazione della società è l'attività di gestione dell'impresa sociale. Ebbene si può certamente affermare che i creditori, in quanto portatori di una pretesa di carattere finanziario lontana dal rischio d'impresa, rimangono generalmente estranei alle decisioni concernenti la gestione e l'organizzazione dell'impresa stessa.

Tali decisioni vengono quindi solitamente prese dal capitale di comando<sup>1</sup> e dai relativi vertici dirigenziali<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Peraltro merita segnalare che, secondo buona parte della letteratura finanziaria, si tratta di un sistema che così strutturato nasconde rischi di inefficienza legati soprattutto alle asimmetrie informative e ai possibili comportamenti opportunistici degli azionisti e dei managers, a danno dei creditori stessi (c.d. Teoria dell'agenzia: Jensen Michael & Meckling William H., Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in Journal of Financial Economics, 1976); inefficienze che possono essere ridotte grazie al ruolo svolto dai creditori bancari e alle relative politiche di valutazione del merito creditizio e di assistenza alle imprese nelle scelte di pianificazione finanziaria; Eugene F. Fama, What's different about banks?, Journal of Monetary Economics, 1985, Vol. 15

Oltre questa prima constatazione però, si cela una realtà della *corporate governance* che risulta assai più articolata e che si concretizza di fatto in una maggiore diffusione delle forme di partecipazione dei creditori alle decisioni relative all'attività d'impresa.

Infatti, benché nel nostro ordinamento, sulla scorta di una lunga tradizione continentale, non sia nota l'attribuzione statutaria di diritti di voto nell'assemblea generale o di diritti amministrativi a talune classi di creditori, si deve comunque evitare di ritenere che un simile divieto corrisponda ad un interesse di carattere generale ed invalicabile, quale stabile linea di demarcazione tra le fattispecie del finanziamento azionario e non azionario<sup>3</sup>.

Si può anzi affermare che, a ben vedere, i creditori non siano del tutto estranei allo stesso controllo dell'impresa.

Il riferimento va alle situazioni di crisi tanto gravi da non consentire agli amministratori di tacitare i creditori rinegoziando i relativi contratti e tuttavia tali da permettere comunque un tentativo di salvataggio dell'attività. In questo senso allora il controllo dell'impresa, anziché passare da subito in mano ad un terzo che ne acquisti la proprietà, si trasferisce in capo ai creditori, i quali potranno così tentare di condurre l'impresa fuori dalle tempeste del dissesto finanziario<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Cfr. Debrassi Prandi Cinzia, *Relationship e Transactional Banking Models*, Paper No. 52, Università degli studi di Brescia, Dipartimento di Economia Aziendale, 2006

<sup>3</sup> Cfr. Lamandini Marco, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna 2001, p. 127 ss.

<sup>4</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

Un esito dunque certamente auspicabile, soprattutto in tempi di crisi economica come quelli correnti, ma che tuttavia necessita di un presupposto indispensabile: l'impresa deve presentare un passivo composto prevalentemente da debiti verso soggetti dotati di motivazione e soprattutto di competenze e di mezzi idonei ad affrontare situazioni così delicate. Detto altrimenti, si tratta di un fenomeno che riguarda le crisi di società di capitali prevalentemente esposte verso uno o più creditori bancari o finanziari<sup>5</sup>.

Portando, infatti, uno sguardo alla prassi più recente in tema di salvataggi di imprese in crisi, si può notare come siano di fatto aumentati gli accordi con istituti bancari aventi ad oggetto il risanamento o la ristrutturazione del debito di imprese insolventi. Accordi caratterizzati dall'esplicito conferimento agli esponenti del ceto bancario di estese prerogative nella gestione della impresa in crisi che si traducono talora nella possibilità di designare uomini graditi nelle più importanti cariche sociali e manageriali, talora nella possibilità di esercitare compiutamente compiti direttivi specifici e poteri di indirizzo, fino a veri e propri diritti di veto, in qualche caso assicurati da iscrizioni di pegni sulle partecipazioni<sup>6</sup>. Più nello specifico, in tali contesti, il controllo sull'impresa passa di fatto al principale creditore (o ai principali creditori), prima e a prescindere dall'eventuale acquisto di una partecipazione al capitale sociale della società debitrice. Il principale fattore che rende possibile tale fenomeno

---

<sup>5</sup> Cfr. Mazzoni Alberto, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi*, Milano, 2007

<sup>6</sup> Cfr. Rimini Emanuele, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 54 ss.

di circolazione sicuramente atipica del controllo è costituito dalla conseguente situazione di dipendenza economica nella quale l'impresa in crisi normalmente viene a trovarsi nei confronti del creditore (o dei creditori): situazione questa che porta, naturalmente, la società finanziata e in concreto i suoi organi direttivi, a tenere (per così dire) un atteggiamento collaborativo nei confronti del principale creditore<sup>7</sup>.

Quanto detto porta precisare fin da subito che, nella prassi societaria, il controllo creditorio è, a ben vedere, un fenomeno piuttosto complesso e sicuramente eterogeneo. Esso può infatti manifestarsi attraverso meccanismi di tipo partecipativo o non partecipativo; in quest'ultimo ambito, poi, particolare importanza rivestono le tecniche contrattuali di acquisto delle prerogative di controllo. In particolare rilevano qui le ipotesi in cui il controllo della società sia acquisito dai creditori bancari in virtù di particolari vincoli contrattuali (*covenants*) che, formalmente, disciplinano l'erogazione della finanza necessaria all'attuazione del piano di salvataggio, ma che, di fatto, sanciscono il passaggio del controllo in capo ai creditori stessi. Tali creditori, essendo già esposti verso la società da prima della crisi, risultano fortemente interessati a recuperare quantomeno in parte le somme già erogate (dunque influenzando direttamente l'attività d'impresa al

---

<sup>7</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006, p. 1226 ss.; Mazzoni Alberto, Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventrone, Milano, 2007, p. 537

fine di guidare il tentativo di soluzione concordata della crisi stessa); e tale situazione è largamente confermata rispetto alla stessa realtà italiana dove il mercato dei finanziamenti alle imprese in crisi viene di fatto attivato esclusivamente dai finanziatori che, al manifestarsi della crisi, sono appunto già esposti verso la società<sup>8</sup>.

Dunque, alla luce di quanto appena detto, si capisce perché i tentativi di salvataggio di un'impresa in crisi siano spesso condizionati dal coinvolgimento del principale creditore (o dei principali creditori) nella elaborazione e nella attuazione del piano di risanamento o di gestione della crisi.

Facilmente comprensibile è peraltro anche il fatto che, in tali contesti, il ruolo dei creditori sia tanto più rilevante la dove costoro assumano, ed esercitino effettivamente e in modo stabile, il controllo sull'impresa debitrice: sicché il loro sostegno, anziché limitarsi prevalentemente al profilo patrimoniale e finanziario, coinvolgerà con particolare vigore anche il livello più specificatamente manageriale dell'impresa.

---

<sup>8</sup> Cfr. Stanghellini Lorenzo, Il ruolo dei finanziatori nella crisi d'impresa, in Fallimento, 2008, p. 1075 ss., il quale rileva come in Italia il mercato dei finanziamenti alle imprese in crisi sia di fatto attivato esclusivamente dai finanziatori che, al manifestarsi della crisi, risultano già esposti verso la società. Peraltro, l'autore segnala che ruolo analogo viene a volte ricoperto anche da soggetti diversi, come i c.d. *hedge funds* (fondi speculativi), che assumono volontariamente il ruolo di creditori di una impresa in crisi soltanto dopo l'emersione della crisi stessa, attraverso l'acquisto di diritti vantati dai creditori originari. Essi, pur agendo nell'intento di condurre l'impresa fuori dall'impasse finanziario, sono mossi da motivazioni esclusivamente speculative, cioè puntando all'incremento di valore dei crediti acquistati in conseguenza del buon esito del tentativo di salvataggio; quando addirittura in vista dell'acquisto del controllo partecipativo sulla società post-ristrutturazione.

## 1.2 Imprese e finanziamenti bancari: i covenants

Come detto in precedenza, il controllo creditorio che qui interessa analizzare è quello mosso da meccanismi di tipo non partecipativo: in particolare la dove esso venga determinato (e rafforzato) da particolari clausole (c.d. *covenants*) normalmente aggiunte ad un contratto di finanziamento.

Ebbene, per meglio capire le dinamiche sottese a tale fenomeno, occorrerà di seguito soffermarsi proprio sulla figura dei *covenants* e in particolare sul loro contenuto.

Nel far questo, si consideri anzitutto che gli istituti di credito nell'espletamento della loro attività istituzionale, si espongono generalmente a diverse tipologie di rischio, tra le quali il rischio di credito: cioè l'eventualità che il debitore non adempia correttamente agli impegni assunti, con conseguente mancata restituzione del capitale o anche solo degli interessi, nei modi e nei tempi contrattualmente determinati.

Ora, come è noto, in materia di credito, il rapporto banca-impresa è basato sull'assegnazione di un giudizio di solvibilità (c.d. merito creditizio), che lo stesso istituto finanziatore assegna all'azienda. La classe di merito creditizio sarà quindi tanto più elevata quanto maggiore sarà la capacità dell'azienda di restituire quanto avuto in prestito; capacità che conseguentemente deve essere posta in stretta relazione con la generazione di flussi di cassa adeguati alle necessità aziendali (rimborso del prestito

compreso) e deve permanere per tutta la durata del rapporto contrattuale<sup>9</sup>.

Orbene, è divenuto molto frequente inserire nei contratti di finanziamento a medio lungo termine, specifiche clausole contrattuali (i c.d. *covenants* appunto) incentrate sul corretto andamento aziendale; clausole la cui violazione (da parte della società debitrice), determina per l'istituto bancario la possibilità di vantare un diritto (potestativo) alla rinegoziazione o addirittura alla revocazione di quanto a suo tempo concesso<sup>10</sup>.

Dunque, per *covenant* si intende una pattuizione accessoria ad un contratto di finanziamento, con la quale la società finanziata assume espliciti impegni, direttamente o indirettamente correlati alla garanzia della restituzione della somma erogata<sup>11</sup>. L'esistenza di tali clausole trova primario fondamento nella riduzione del rischio di insolvenza; riduzione che si otterrebbe non solo all'atto della sottoscrizione del contratto di finanziamento ma che si manterrà, presumibilmente, per tutta la durata dello stesso<sup>12</sup>.

Conseguentemente, i *covenants* sono aggiunti ad un contratto di finanziamento allorquando, emersa la crisi, ne viene pattuita la continuazione; oppure inserite nello stesso contratto sin da

---

<sup>9</sup> Cfr. Demuro Ivan, *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010

<sup>10</sup> Cfr. Piepoli Gaetano, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca borsa*, 2009

<sup>11</sup> Cfr. Galletti Danilo, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, in *Convegno Paradigma Forum Garanzie*, ott.-nov. 2008 – *Garanzie reali e personali nei rapporti bancari*

<sup>12</sup> Cfr. Demuro Ivan, *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010

quando l'impresa versava in condizioni fisiologiche, per essere poi con il manifestarsi della crisi irrigidite, in modo da fare fronte al peggioramento della situazione dell'impresa.

Risulta quindi chiara la loro utilità: si tratta di strumenti con cui supervisionare e regolare il livello di rischiosità del finanziamento erogato limitando al minimo la probabilità di default (PD) dell'impresa finanziata<sup>13</sup>.

A questo proposito, vengono predisposte delle *tripwires* (c.d. soglie di allerta), oltrepassate le quali la società finanziata deve coinvolgere necessariamente il soggetto finanziatore; nello specifico gli amministratori devono informarlo sulla situazione della società, sulle previsioni di sviluppo e sui progetti in corso di elaborazione, così che egli possa valutare *ex post* la convenienza del rapporto (di finanziamento) così come impostato in origine.

Correlativamente, la violazione dei *covenants* (lo si è accennato), non comporta, di norma, la cessazione anticipata del rapporto; piuttosto, l'istituto finanziatore negozia, se necessario, la rinuncia all'estinzione anticipata del rapporto in cambio di un adeguamento dei termini del finanziamento alla nuova situazione<sup>14</sup>.

Intuitivamente poi, tale fenomeno di esercizio di potere di *voice* da parte del creditore, può presentarsi in forma più o meno intensa, a seconda del livello di rischio del finanziamento.

---

<sup>13</sup> Cfr. Mozzarelli Michele, *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, 2012; Demuro Ivan, *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010

<sup>14</sup> Cfr. Scano Alessio, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Il nuovo dir. soc.*, 2011

Tale prassi può cioè comportare, in casi di crisi molto grave, che le linee guida future dell'impresa finanziata siano, di fatto, dettate dalla banca finanziatrice<sup>15</sup>.

### **1.3 Le diverse tipologie di covenant: caratteristiche e finalità**

Da un punto di vista squisitamente applicativo, i *covenants* tipicamente riscontrabili nei contratti di finanziamento bancario alle imprese si caratterizzano, sia per le numerose e variegata possibilità di configurazione degli stessi, sia per i vincoli particolarmente stringenti all'impresa finanziata. Il motivo, lo si ripete, ruota attorno alla loro funzione primaria: garantire la solvibilità del debitore e il conseguente recupero delle somme erogate a titolo di finanziamento.

Questo significa, concretamente, che il controllo del soggetto creditore si dispiega sia sulla struttura sia sulla gestione dell'impresa finanziata<sup>16</sup>. Più in dettaglio, è nota nella prassi societaria la tradizionale distinzione tra i c.d. *affirmative covenants* e i c.d. *negative covenants*.

---

<sup>15</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in University of Pennsylvania Law Review, vol. 154, 2006, p.1227; Mazzoni Alberto, Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo, in La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventrizzo, Milano, 2007, p. 537

<sup>16</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in University of Pennsylvania Law Review, vol. 154, 2006, p.1231; Piepoli Gaetano, Profili civilistici dei covenants, in Banca borsa, 2009

### 1.3.1 Promesse positive: i c.d. affirmative covenants

I c.d. *affirmative covenants* sono sostanzialmente caratterizzati dall'imposizione di un *facere* in capo al debitore. In particolare, si segnala soprattutto la prassi consolidata di imporre vincoli concernenti la composizione dell'organo amministrativo, in funzione evidentemente della designazione di uno o più *managers* di fiducia della banca finanziatrice (*change of management clauses*), spesso volte prescelti tra figure professionali esterne, dotate di specifica e comprovata esperienza in materia di operazioni di ristrutturazione di società in crisi (*Chief restructuring officers*<sup>17</sup>).

Sovente si assiste anche alla stipula di clausole che impongono all'impresa un immediato intervento a copertura di perdite di esercizio, oppure che impongono un intervento in ottica di un futuro aumento di capitale nel caso in cui i flussi di cassa

---

<sup>17</sup> Il Chief restructuring officers (CRO), o Turnaround manager (TM), è solitamente un manager con esperienza tanto nella gestione ordinaria dell'impresa – condivide quindi il linguaggio e i meccanismi di dirigenti e imprenditori – quanto nelle delicate vicende che caratterizzano tutti i processi di ristrutturazione; siano essi piani di risanamento *ex art. 67, l. fall.*, piani di ristrutturazione *ex art. 182bis, l. fall.*, ovvero procedure concorsuali liquidatorie o in continuità. Il suo ruolo principale, oltre a coordinare gli sforzi congiunti di imprenditore, management e consulenti, si fonda soprattutto sulla responsabilità per l'implementazione del piano di risanamento. Il CRO è parte di una squadra che comprende: uno studio legale, una società di *management consulting* per elaborare i contenuti industriali del piano e un *financial advisor* per curarne i contenuti finanziari e seguire i rapporti con il ceto bancario.

prospettici non sembrano sufficienti al raggiungimento degli obiettivi del piano aziendale a suo tempo concordato<sup>18</sup>.

Un menzione a parte meritano poi gli *affirmative covenants* aventi ad oggetto vincoli informativi (c.d. *covenants di allerta preventiva*).

Queste clausole prevedono una serie di soglie di solito di tipo finanziario (quali ad esempio la presenza di un capitale sociale minimo o di un rapporto predeterminato tra *cash flow* e pagamento di rate del debito), la mancata conservazione delle quali si traduce in un *event of default*. In questo senso il superamento della soglia funziona come monito di allerta. Tali *covenants* garantiscono dunque alla banca un importante flusso di informazioni, parametrato sugli aspetti che egli ritiene rilevanti nell'andamento dell'attività dell'impresa debitrice<sup>19</sup>.

In concreto questo si traduce, ad esempio, nell'obbligo d'informazione aziendale riguardante la redazione e l'approvazione dei *business plan* e le previsioni finanziarie della società; oppure il verificarsi di determinati eventi, come gli *events of default* o comunque qualsiasi altra vicenda che possa rischiare di pregiudicare le ragioni del soggetto finanziatore.

Peraltro, obblighi comunicativi di questo tipo comportano un altro rilevante effetto: la riduzione dei costi di monitoraggio a carico della banca creditrice; e questo poiché viene trasferito sul debitore l'onere dell'indagine contabile, del controllo di

---

<sup>18</sup> Cfr. Mozzarelli Michele, *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, 2012

<sup>19</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, *Private debt and the missing lever of corporate governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006

conformità e del rispetto di tutti i vincoli posti all'attività imprenditoriale dello stesso<sup>20</sup>.

In realtà però, val bene precisarlo, non è sempre possibile optare per una soluzione di questo tipo.

Difatti, può capitare che il rapporto tra banca creditrice e società debitrice non sia, in concreto, del tutto collaborativo (v. infra sul problema degli *agency debt costs*): in questi casi allora il soggetto finanziatore può decidere, sempre tramite questo genere di pattuizioni, di beneficiare di un accesso diretto presso le stesse strutture aziendali, al fine di poter acquisire in tutta sicurezza e in piena autonomia tutte le informazioni reputate pertinenti e rilevanti<sup>21</sup>.

### **1.3.2 Promesse negative: i c.d. negative covenants**

I c.d. *negative covenants* costituiscono la spina dorsale della protezione contrattuale di cui si avvale il soggetto creditore, cioè quella cui spetta in via principale il compito di contrastare gli *agency problems of debt*.

Attraverso queste clausole il debitore si impegna a determinati *non facere*, restringendo la sua libertà di azione in uno o più ambiti ritenuti sensibili sotto il punto di vista delle categorie di comportamenti in cui si potrebbe estrinsecare la sua condotta non

---

<sup>20</sup> Cfr. Piepoli Gaetano, Profili civilistici dei covenants, in Banca borsa, 2009; Cuomo Paolo, Il controllo societario da credito, Milano, 2013

<sup>21</sup> Cfr. Pennisi Roberto, La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari, in Riv. Dir. soc. 2009; Piepoli Gaetano, Profili civilistici dei covenants, in Banca borsa, 2009; Cuomo Paolo, Il controllo societario da credito, Milano, 2013

collaborativa (*claim dilution, asset withdrawal, asset substitution e underinvestment*)<sup>22</sup>.

Ora, prima di esaminare gli ambiti interessati dai negative covenants, è opportuno sottolineare che la natura versatile di tali patti contrattuali aggiunta alla pressoché infinita creatività degli operatori, rendono di fatto impossibile una classificazione definitiva dei patti in questione, giacché si possa comunque affermare l'esistenza di un certo grado di standardizzazione degli stessi all'interno della prassi societaria<sup>23</sup>.

Di seguito quindi verrà riportata una classificazione che divide i *negative covenants* a seconda degli ambiti sui cui essi vanno ad incidere rispetto alla libertà dell'impresa debitrice: limitazioni all'indebitamento, limitazioni alla creazione di crediti privilegiati, limitazioni in materia di dividendi e altri pagamenti ai soci e limitazioni sugli investimenti finanziari. L'elenco, è bene ribadirlo, va considerato in termini meramente esemplificativi.

---

<sup>22</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006; Mozzarelli Michele, *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, 2012

<sup>23</sup> Cfr. Piepoli Gaetano, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca borsa*, 2009, p. 499

### 1.3.3 Limitazioni all'indebitamento

Uno degli ambiti in cui è attiva la protezione dei *negative covenants* è quello relativo alla restrizione dell'accesso a ulteriori fonti di finanziamento (si tratta della tipologia di *negative covenant* probabilmente più diffusa<sup>24</sup>).

Attraverso questa particolare tipologia di patti, il creditore tende a proteggersi dalla *claim dilution* conseguente all'aumento delle pretese creditorie sul patrimonio sociale dell'impresa debitrice.

L'interesse del soggetto creditore è quello di regolamentare (più che di proibire in assoluto) l'incremento del debito finanziario<sup>25</sup>; di conseguenza la restrizione si concentra sui prestiti di denaro, estendendosi a tutte le ipotesi funzionalmente equivalenti, quali il leasing finanziario o la concessione di garanzie a soggetti terzi<sup>26</sup>.

Non sono invece di solito soggette a scrutinio le transazioni commerciali, anche quando da esse sorgano debiti per la società. Ulteriore elemento di rilievo rispetto all'ampiezza della "borrowing window" è la *seniority* del nuovo debito, in quanto un finanziamento di grado subordinato rispetto al prestito al quale vengono collegati i *covenants* in questione, è meno rischioso in termini di *claim dilution* e dunque può essere richiesto in termini più estesi<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup> In questo senso Mozzarelli Michele, *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, 2012

<sup>25</sup> Cfr. Smith Clifford Jr. & Warner Jerold B., *On financial contracting*, in *Journal of financial economics*, 1979, p. 118

<sup>26</sup> Cfr. Palmieri Marco, *I bond covenants*, in *Banca impresa soc.*, 2006

<sup>27</sup> Cfr. Mozzarelli Michele, *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, 2012

In ogni caso, le restrizioni sono normalmente parametrize in modo flessibile alla condizione finanziaria dell'impresa debitrice, predisponendo in questo senso delle specifiche soglie (all'interno di tali *covenants*), solo raggiunte le quali la società debitrice può accedere ad ulteriori finanziamenti; altrimenti tale accesso creditizio gli è precluso<sup>28</sup>.

Occorre poi specificare che il vantaggio offerto dai *covenants* (in tale contesto) è che normalmente essi sono liberamente rinegoziabili, con ciò consentendo di poter rimodulare la restrizione al credito qualora le sorti societarie dovessero migliorare.

### **1.3.4 Limitazioni alla creazione di crediti privilegiati**

Insieme alla restrizione sull'accesso ai nuovi finanziamenti, la *claim dilution* è contrastata anche attraverso il divieto di incrementare il debito futuro con la creazione di garanzie che rendano esclusivo il soddisfacimento di un creditore su uno o più beni dell'impresa debitrice, riducendo in questo modo il patrimonio disponibile per gli altri<sup>29</sup>.

La medesima finalità è perseguita anche dai *covenants* che vietano le operazioni di *sale and leaseback*<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Cfr. Mozzarelli Michele, I covenants e il governo della società finanziata, Milano, 2012

<sup>29</sup> Cfr. Smith Clifford Jr. & Warner Jerold B., On financial contracting, in Journal of financial economics, 1979, p. 136

<sup>30</sup> Cfr. Smith Clifford Jr. & Warner Jerold B., On financial contracting, in Journal of financial economics, 1979, p. 138

Queste operazioni sono finalizzate a trasferire la proprietà di un bene aziendale ad un terzo soggetto, per riottenere poi il godimento dello stesso attraverso il *leaseback*<sup>31</sup>.

Ebbene, questa figura contrattuale è particolarmente pericolosa per il soggetto creditore perché tramite la vendita al soggetto terzo e il conseguente *leaseback*, il debitore aumenta la liquidità a scapito degli *assets* e può pertanto investire tali guadagni in progetti potenzialmente rischiosi o finanche distribuire le somme ai soci, integrando comportamenti riconducibili a molteplici fattori di criticità della relazione tra impresa debitrice e banca creditrice (non solo *claim dilution*, ma potenzialmente anche *asset withdrawal*)<sup>32</sup>.

### **1.3.5 Limitazioni in materia di dividendi e altri pagamenti ai soci**

I *negative covenants* sono posti anche a contrasto del fenomeno dell'*asset withdrawal*, che può configurarsi attraverso la distribuzione di dividendi (fittizi o reali), il riscatto di azioni o l'acquisto delle medesime.

Il pericolo di una simile operazione è, come detto, che la società trasferisca, in qualunque forma, parte delle proprie attività ai

---

<sup>31</sup> Sul punto si veda Imbrenda Mariassunta e Carimini Francesca, *Leasing e lease back*, Napoli, 2008

<sup>32</sup> Cfr. Smith Clifford Jr. & Warner Jerold B., *On financial contracting*, in *Journal of financial economics*, 1979; Mozzarelli Michele, *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, 2012

membri della compagine azionaria, riducendo così la garanzia (generica) disponibile per gli amministratori<sup>33</sup>.

La restrizione è normalmente imposta in relazione ai *cumulative earnings* ottenuti dal debitore dopo una data predefinita, di solito prossima o coincidente con la concessione del finanziamento. Dunque, la distribuzione dei dividendi, il riscatto delle azioni o l'acquisto delle medesime può aver luogo soltanto per una data percentuale degli utili prodotti dalla data predefinita. Ovviamente si tratta di uno schema che può essere modificato e adattato dagli istituti bancari sulle proprie esigenze di prestito, includendo ulteriori limitazioni legate, ad esempio, alla tempistica o alla frequenza dei pagamenti, o condizionando questi ultimi a criteri diversi, quali rating finanziari esterni o test previsti da altri *covenants* imposti all'impresa debitrice<sup>34</sup>.

L'effetto di tali patti non si limita alla prevenzione dell'*asset withdrawal*, ma può accrescere la garanzia generica del debitore, qualora permetta la distribuzione solo di una parte dei *cumulative earnings*, oppure può scoraggiare il fenomeno dell'*underinvestment*, impedendo la distribuzione ai soci della liquidità non qualificabile in termini di profitto secondo i criteri previsti dalla clausola.

---

<sup>33</sup> Cfr. Smith Clifford Jr. & Warner Jerold B., On financial contracting, in *Journal of financial economics*, 1979; Mozzarelli Michele, I covenants e il governo della società finanziata, Milano, 2012

<sup>34</sup> Cfr. Smith Clifford Jr. & Warner Jerold B., op. cit.

### **1.3.6 Limitazioni in tema di fusioni e di vendita di beni aziendali**

Altrettanto problematiche per la banca creditrice sono le ipotesi di fusione e di vendita (anche in più *tranches*) di tutti (o quasi) i beni della società<sup>35</sup>. Il punto nodale verte sul fatto che la società implicata nella fusione è fortemente indebitata, e il soggetto creditore può trovarsi vittima di una situazione di *claim dilution*; in ogni caso la fusione può portare ad un cambio di politiche aziendali e spostare, di fatto, la barra della gestione verso operazioni potenzialmente a più alto rischio, con conseguente pregiudizio per la garanzia generica della banca<sup>36</sup>.

Altrettanto pericolosa è la seconda fattispecie prevista, quella cioè della vendita separata dei beni della società. In questa ipotesi il soggetto debitore di fatto sostituisce i suoi beni con denaro, permettendo così una maggiore volatilità e configurando *l'agency problem dell'asset substitution*. In casi estremi si può anche giungere ad una completa riorganizzazione dell'impresa verso diverse e più rischiose linee di business<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> I problemi insiti in tale fattispecie sono ben noti e sono stati approfonditi dalla dottrina italiana, in questo senso Palmieri Marco, I bond covenants, in Banca impresa soc., 2006, p. 265

<sup>36</sup> Cfr. Mozzarelli Michele, I covenants e il governo della società finanziata, Milano, 2012

<sup>37</sup> Cfr. Smith Clifford Jr. & Warner Jerold B., On financial contracting, in Journal of financial economics, 1979, p. 126, i quali rilevano che una possibile forma di restrizione sulla disposizione dei beni da parte dell'impresa debitrice è quella di permettere la vendita dei beni soltanto quando i profitti delle vendite siano utilizzati per acquisire *new fixed assets*, ovvero immobilizzazioni che non possano facilmente essere convertite in denaro.

D'altra parte però, anche in questo caso, una preclusione rigida rispetto a ogni ipotesi di operazione straordinaria che impedisca al debitore di sfruttare un'opportunità vantaggiosa, può risultare controproducente. Ne consegue che i *covenants* di questo tipo sono nella pratica connotati da una ampia varietà di contenuto, potendo spaziare da testi molto rigorosi ad altri più permissivi a seconda della capacità del soggetto creditore di rinegoziare la clausola in caso di necessità (per esempio per consentire in via eccezionale una fusione ritenuta conveniente)<sup>38</sup>.

### **1.3.7 Limitazioni sugli investimenti finanziari**

I *covenants* riguardanti gli investimenti finanziari sono finalizzati alla limitazione degli investimenti più specificatamente speculativi. Impossibilitata a concludere investimenti in azioni o strumenti derivati, l'impresa debitrice sarà così costretta ad indirizzare il suo *cash flow* verso investimenti più sicuri e di breve durata. Questo tipo di clausole, accoppiato con quelle tese a mantenere operative le esistenti linee di *business* e ad alimentare la vendita dei beni sociali, consente alla banca creditrice di imporre, di fatto, al soggetto debitore di rimanere ancorato alla propria consueta operatività, prevenendo così

---

<sup>38</sup> Cfr. Bratton William W., Bond covenants and creditor protection: Economics and law, theory and practice, substance and process, Georgetown Business, Economics and Regulatory Law Research Paper No. 902910, Georgetown University Law Center, 2006; Mozzarelli Michele, I covenants e il governo della società finanziata, Milano, 2012

efficacemente il pericolo di *asset substitution*<sup>39</sup>. Si tratta, evidentemente, di limitazioni decisamente intense alla libertà del debitore, che solo il decisivo potere contrattuale di una banca può riuscire ad imporre con successo.

Ad ogni modo, dalla selezione di queste particolari clausole contrattuali si può trarre una conclusione: il simultaneo operare delle stesse comporta un sostanziale oscuramento della distinzione, formalmente netta, tra finanziamento imputato a capitale sociale e finanziamento a titolo di capitale di credito, per quanto riguarda i diritti amministrativi nello svolgimento dell'attività sociale. Si può forse affermare che al creditore vengano addirittura attribuiti poteri ben più pregnanti di quelli spettanti al socio in quanto tale, equiparabili per intensità e portata forse solo con quelli del socio di controllo<sup>40</sup>.

In realtà, questa affermazione merita un approfondimento perché, a ben vedere, tale potere di controllo non è direttamente ed esclusivamente ricollegabile alle clausole in questione<sup>41</sup>. Esso

---

<sup>39</sup> Cfr. Bratton William W., Bond covenants and creditor protection: Economics and law, theory and practice, substance and process, Georgetown Business, Economics and Regulatory Law Research Paper No. 902910, Georgetown University Law Center, 2006; Mozzarelli Michele, I covenants e il governo della società finanziata, Milano, 2012

<sup>40</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in University of Pennsylvania Law Review, vol. 154, 2006; Piepoli Gaetano, Profili civilistici dei covenants, in Banca borsa, 2009

<sup>41</sup> La tendenza ad evitare di mettere nero su bianco il potere gestorio del controlling creditor si spiega, intuitivamente, con la ritrosia del ceto bancario a far emergere il proprio ruolo onde scongiurare eventuali rischi di responsabilità gestorie in caso di insuccesso dell'operazione. In questo senso, Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in University of Pennsylvania Law Review, vol. 154, 2006, p. 1235; Pennisi Roberto, La responsabilità della

piuttosto origina dalla combinazione di due fattori: accanto ai penetranti vincoli imposti dai *covenants* e al potere discrezionale spettante al creditore in caso di loro violazione, un ruolo chiave lo riveste il finanziamento necessario per la prosecuzione dell'attività d'impresa della società finanziata. Da ciò deriva la particolare persuasività delle direttive e delle istruzioni impartite dalla banca finanziatrice alla società: quest'ultima è disposta (quand'anche non entusiasticamente) a seguire tali indicazioni per non dover rinunciare ai crediti che le sono indispensabili, specialmente in situazioni di crisi, per conservare la propria capacità di adempiere alle obbligazioni in scadenza (ad esempio quelle verso dipendenti e fornitori)<sup>42</sup>.

Si tratta dunque di un potere assai efficace, giacché si fonda su strumenti (i *covenants* appunto) la cui vincolatività per l'impresa debitrice è ragionevolmente certa, attribuendo così al soggetto finanziatore una posizione di forza connotata dal carattere della stabilità.

In questo senso, nelle strutture societarie più sofisticate, un forte deterrente alla possibile “ribellione” verso le direttive e le istruzioni del soggetto finanziatore è costituito dalla semplice eventualità di dover dichiarare il *default*; dichiarazione che,

---

banca nell'esercizio del controllo in forza di *covenants* finanziari, in Riv. Dir. soc. 2009, p. 637

<sup>42</sup> Cfr. Mazzoni Alberto, Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo, in La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 537; Benedetti Lorenzo, Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziate: spunti comparatistici, in Riv. dir. soc., 2011, p. 419

intuitivamente, può avere ripercussioni nefaste sullo stesso rapporto dell'impresa con il mercato (ad esempio le conseguenze negative che potrebbe avere la pubblicità del default su una società quotata)<sup>43</sup>.

In linea generale poi, eventuali garanzie reali rafforzano il potere di controllo del creditore in quanto diminuiscono l'entità della perdita da esso eventualmente subita in caso di liquidazione concorsuale, rendendo così maggiormente credibile la "minaccia" di cessazione anticipata del finanziamento<sup>44</sup>.

Il riferimento va alla costituzione in garanzia del saldo attivo del conto corrente bancario della società, attraverso l'attribuzione al finanziatore del controllo sul medesimo conto<sup>45</sup>.

In questo modo, la banca che si impegni nel finanziamento di una impresa in crisi ha la concreta possibilità di controllarne i flussi di cassa e, quindi, di diventare l'unica fonte di capitale per l'impresa; capitale del quale potrà dosare l'erogazione in funzione degli obiettivi imprenditoriali da perseguire. E così, ad esempio, là dove la banca ritenesse opportuno procedere alla liquidazione del complesso aziendale, potrebbe costringere gli

---

<sup>43</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006, p. 1232

<sup>44</sup> Cfr. Bratton William W., Bond covenants and creditor protection: Economics and law, theory and practice, substance and process, Georgetown Business, Economics and Regulatory Law Research Paper No. 902910, Georgetown University Law Center, 2006; Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006, p. 1228

<sup>45</sup> Sul pegno di saldo di conto corrente come fattispecie di pegno irregolare con vincolo di indisponibilità a favore della banca creditrice, v. Cass., 1 agosto 1996, n. 6969

amministratori della società a procedere in tal senso semplicemente riducendo l'entità dei fondi disponibili fino al punto che soltanto le somme necessarie per una simile operazione risultino effettivamente disponibili<sup>46</sup>.

#### **1.4 Controllo creditorio e agency costs of debt**

Si è accennato in precedenza alla presenza dei c.d. costi di agenzia del debito. Ebbene, è possibile sostenere che il controllo creditorio possa operare nell'ottica di una sensibile riduzione degli stessi: ciò sia nel senso di diminuire gli oneri direttamente connessi al finanziamento, sia nel senso di contribuire al migliore sfruttamento delle risorse imprenditoriali disponibili.

Ma che cosa sono esattamente gli agency costs of debt?

Per rispondere a questa domanda occorre partire dal presupposto che, all'interno di un rapporto di finanziamento, il costo del credito è inversamente proporzionale alla probabilità di default (PD) del soggetto debitore. Pertanto, quel debitore che sia in grado di garantire maggiore affidabilità nell'adempimento del debito contratto (cioè appunto una minore PD), otterrà condizioni più vantaggiose; diversamente, vi sarà un maggior rischio per il creditore che, di conseguenza, dovrà essere compensato con un aumento del tasso di interesse del prestito<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006

<sup>47</sup> Cfr. Stuppia Vincenzo, I covenants nei finanziamenti a medio e lungo termine, in *Trust e attività fiduciarie*, Quaderni, Atti del V Congresso Nazionale dell'Associazione "Il trust in Italia", Sestri Levante, 2011;

Ora, la probabilità di *default* del debitore è influenzata in un duplice modo: sia da eventi esterni all'impresa, sia da comportamenti provenienti dal soggetto debitore stesso. Concretamente, gli azionisti (e i *managers*) possono essere inclini ad esercitare il controllo dell'impresa perseguendo il proprio interesse a detrimento invece di quello dei creditori, con potenziali effetti negativi anche sul valore complessivo dell'impresa (*firm value*). Il riferimento va in particolare all'effettuazione di investimenti più aleatori rispetto a quelli già attivati al tempo della concessione del finanziamento, e il cui valore attuale netto sia negativo (*asset substitution*);

la mancata effettuazione di investimenti profittevoli il cui valore attuale netto sia invece positivo (*underinvestment*); la eccessiva distribuzione di risorse agli azionisti (*dividend payment*) o il rimborso anticipato del conferimento dei soci attraverso il ricorso al capitale di debito (*asset withdrawal*); l'incremento del livello di indebitamento e/o delle garanzie a terzi (*claim dilution*)<sup>48</sup>.

Tali comportamenti, sono evidentemente diversi dall'indampimento contrattuale *tout court*, ma certamente a questo prodromici. Essi sono resi possibili, oltretutto dall'egoismo degli azionisti (i quali tendono a non collaborare con il creditore per perseguire, al contrario, il proprio interesse a spese della

---

Galletti Danilo, I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari, in Convegno Paradigma Forum Garanzie Ott. - Nov. 2008 - Garanzie reali e personali nei rapporti bancari

<sup>48</sup> L'elaborazione di tale teoria si deve soprattutto a Jensen Michael C. & Meckling William H., Theory of the firm: Managerial Behaviour, agency costs and ownership structure, in Journal of financial economics, october 1976, vol. 3, no. 4, p. 305 ss.

banca stessa), anche dalla estraneità dei creditori rispetto all'impresa, e dalla conseguente difficoltà per questi di monitorarne le scelte (c.d. asimmetria informativa). L'incidenza di tali comportamenti, inoltre, è favorita dalla stessa responsabilità limitata dei soci<sup>49</sup>.

Ecco che allora attraverso i *covenants* (dunque attraverso il controllo creditorio) si va ad incidere direttamente sulle asimmetrie informative nel rapporto con il debitore e sul comportamento opportunistico di quest'ultimo, al fine di evitare il rischio, sopra osservato, che la banca faccia le spese di scelte inefficienti per la società. Detto diversamente, non soltanto è possibile consentire una efficace tutela dei creditori (tutti), ma si può anche agevolare la massimizzazione del valore complessivo dell'impresa, scongiurando scelte di investimento infelici. In ogni caso poi, lo si è detto, la riduzione del rischio assunto dal creditore va direttamente a beneficio dell'impresa finanziata sotto forma di miglioramento delle condizioni del prestito (in termini di tasso di interesse, di entità del finanziamento e/o di garanzie di tipo tradizionale)<sup>50</sup>.

Quindi, alla luce di quanto detto, non pare azzardato ritenere come acquisita la concreta capacità del controllo creditorio di limitare le iniziative opportunistiche (o comunque inefficienti)

---

<sup>49</sup> Cfr. Jensen Michael C. & Meckling William H., Theory of the firm: Managerial Behaviour, agency costs and ownership structure, in Journal of financial economics, october 1976, vol. 3, no. 4

<sup>50</sup> Cfr. Jensen Michael C. & Meckling William H., Theory of the firm: Managerial Behaviour, agency costs and ownership structure, in Journal of financial economics, october 1976, vol. 3, no. 4; Smith Clifford Jr. & Warner Jerold B., On financial contracting, in Journal of financial economics, 1979

del debitore; capacità, forse più efficace degli stessi strumenti tradizionali (di diritto societario) di preservazione del valore d'impresa, quali gli amministratori “di minoranza” o indipendenti o l'attribuzione di diritti partecipativi qualificati agli azionisti di minoranza<sup>51</sup>.

In questo senso, si deve tener conto, prima di tutto, delle maggiori motivazioni e competenze dei soggetti finanziatori rispetto a quelle degli amministratori indipendenti o degli azionisti di minoranza<sup>52</sup>.

Inoltre, è importante sottolineare che il controllo societario dei finanziatori esercita la propria azione nei confronti del *management*, non soltanto in costanza della crisi, ma anche prima di questa, quale efficace strumento di *governance* societaria; e ciò, lo si ripete, in conseguenza della sua efficacia deterrente nei riguardi di comportamenti inefficienti degli amministratori, minacciati dal rischio di “perdere il posto” una volta che i finanziatori, assunto il controllo, introducano dei propri fiduciari all'interno dell'organo amministrativo<sup>53</sup>.

Quanto poi al rapporto tra azionisti e finanziatori, non risulta che il ruolo propulsivo di questi ultimi nelle scelte imprenditoriali possa contrastare con la massimizzazione del valore d'impresa.

---

<sup>51</sup> Cfr. Rossi Guido & Stabilini Alessandra, Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario, in Riv. soc., 2003; Abbadessa Pietro, Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio, in Dir. banc. merc. fin., 2005

<sup>52</sup> Cfr. Scano Alessio, Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance, in Il nuovo dir. soc., 2011

<sup>53</sup> Sul punto ancora Scano Alessio, Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance, in Il nuovo dir. soc., 2011

Questo perché il contrasto alle inefficienze degli amministratori nella gestione e nella conservazione del patrimonio sociale è obiettivo comune, tanto degli azionisti quanto dei finanziatori esterni. Non solo, ma un altro importante interesse comune potrebbe essere quello di coltivare eventuali prospettive di sviluppo della stessa impresa finanziata: la banca finanziatrice potrebbe, infatti, puntare a salvare l'impresa in crisi, onde profittare di future occasioni di *business* con essa<sup>54</sup>.

Inoltre, si pensi alla possibilità di iniziative profittevoli quand'anche rischiose che sicuramente il finanziatore prenderebbe in considerazione, soprattutto in prospettiva di vendita della società ad un terzo investitore, con un evidente aumento del valore di realizzo dell'impresa. A maggior ragione simili iniziative verrebbero perseguite dalla banca nell'ottica della conversione dei propri diritti in partecipazioni nella società post-crisi, con conseguente appropriazione di una rilevante quota di profitti futuri della stessa prodotti<sup>55</sup>.

Oltretutto in tali casi l'azione del finanziatore di controllo potrà avvantaggiare anche tutti gli altri creditori, poiché un tentativo di

---

<sup>54</sup> Cfr. Sacchi Roberto, Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza, in Fallimento, 2009, p. 1063 ss.; Calandra Buonauro Vincenzo, Disomogeneità di interessi dei creditori concordatari e valutazione di convenienza del concordato, in Giur. comm., 2012, p. 21

<sup>55</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in University of Pennsylvania Law Review, vol. 154, 2006, p. 1246, i quali rilevano che in tale ottica si spiegano le decisioni tipiche del finanziatore di controllo, come la introduzione di *managers* esperti in ristrutturazione di imprese in crisi o la sistemazione della situazione contabile della società debitrice. Peraltro questo scenario di passaggio del controllo contrattuale al vero e proprio controllo partecipativo si riscontra soprattutto nelle ristrutturazioni finanziate dai c.d. *hedge found* (fondi speculativi).

salvataggio (riuscito) aumenta il valore effettivo delle loro pretese<sup>56</sup>. Peraltro il potere di controllo del finanziatore può agevolare anche la soluzione del problema di azione collettiva (*collective action*) che affligge i creditori dell'impresa in crisi. Il riferimento va alla tendenza dei creditori ad agire ognuno per conto proprio con il rischio di aggravare la crisi o di pregiudicare un'eventuale soluzione stragiudiziale; problema dovuto sia alla carenza di informazioni circa la situazione di crisi che attanaglia la società, sia alla condotta di quei creditori che sono disposti a sottrarsi alle logiche di una soluzione stragiudiziale della crisi per propri egoistici interessi<sup>57</sup>.

Infine, merita segnalare che l'utilità (e la duttilità) del controllo contrattuale creditorio, sembra trovare conferma anche nel sistema delle procedure concorsuali là dove, nell'ambito delle soluzioni negoziate di crisi, viene messo al centro l'interesse dei creditori riservando un ruolo qualificato ai c.d. creditori "forti". In questo senso, il risultato delle possibili azioni del creditore di controllo risulterà certamente funzionale anche alla soddisfazione dell'intero ceto creditorio, configurandosi come uno strumento ulteriore a tutela dell'interesse generale ad una tempestiva

---

<sup>56</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, op. cit; Mazzoni Alberto, Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo, in La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 541

<sup>57</sup> Cfr. Stanghellini Lorenzo, Le crisi d'impresa fra diritto ed economia, Bologna, 2007, p. 305 ss.

apertura delle procedure concorsuali di fronte alle crisi non diversamente risolvibili<sup>58</sup>.

## **1.5 Controllo creditorio e rilevanza sociale dell'impresa**

Il fenomeno del controllo societario creditorio risponde anche ad un'altra ed importante esigenza: il problema della salvaguardia delle imprese come istituzioni sociali. Si tratta di una questione che è da sempre avvertita nel nostro paese come prioritaria, soprattutto dal 2008 in poi, anno della grande crisi economica globale<sup>59</sup>. In particolare, il freno posto dal controllo creditorio agisce direttamente sulle iniziative azzardate di azionisti e *managers*, contribuendo così a salvaguardare l'integrità dell'impresa e della sua struttura produttiva; dunque tutelando, in ultima analisi, gli interessi dei dipendenti e spesso, di intere comunità locali (il riferimento in questo caso va soprattutto alle grandi imprese in crisi dove moltissimi sono i posti di lavoro a rischio).

Peraltro, gli strumenti tradizionalmente utilizzati per arginare queste difficili situazioni si sono rilevati ampiamente inefficaci: in tal senso, è unanime la condanna pervenuta per i salvataggi statali, sottoforma di interventi *ad hoc* finanziati con risorse attinte dalla fiscalità generale (si pensi, ad esempio, all'EFIM – Ente partecipazioni e finanziamento industrie manifatturiere), o

---

<sup>58</sup> Sulle procedure concorsuali come strumenti di trasferimento del controllo ai creditori v. ancora Stanghellini Lorenzo, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, p. 305 ss.

<sup>59</sup> Cfr. Rampini Federico, *Banchieri*, Milano, 2013

sottoforma di procedure concorsuali piegate a scopi di risanamento finanziato forzosamente con le risorse dei creditori (c.d. uso alternativo delle procedure concorsuali). In entrambi i casi, il risultato ottenuto è stato quello di prolungare l'agonia di imprese ormai incapaci di stare autonomamente sul mercato<sup>60</sup>.

Sotto altro profilo, gli aiuti dello Stato in questa materia, quando finanziati direttamente, hanno contribuito ad aggravare la situazione delle finanze pubbliche e, più in generale, hanno posto problemi di rispetto dei principi del diritto comunitario in tema di concorrenza<sup>61</sup>.

Ecco che allora, anche sulla base di questi risultati ampiamente fallimentari, si è fatta strada con forza sempre maggiore, anche nel nostro Paese, l'idea che il risanamento o il salvataggio delle imprese in crisi sia compito dell'autonomia privata. Detto altrimenti, la soluzione caldeggiata e prospettata da molti è stata quella di affidare il salvataggio delle imprese a soluzioni negoziate o concordate tra imprenditore e creditori<sup>62</sup>.

Tale soluzione, finalizzata ovviamente ad evitare il fallimento dell'impresa, viene giudicata la più opportuna e certamente la più efficace nel perseguire con successo la tutela dei molteplici interessi coinvolti in simili situazioni. Questo perché, nella maggior parte dei casi, l'attore principale di tale sistemazione negoziale della crisi è appunto il sistema bancario: sono infatti

---

<sup>60</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 24

<sup>61</sup> Cfr. Jorio Alberto, *Le crisi di impresa*, in *Fallimento*, Milano, 2000, p. 23 ss.

<sup>62</sup> Cfr. Stanhellini Lorenzo, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, p. 99 ss.; Boggio Luca, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007, p. 97 ss.

proprio gli istituti bancari ad avere le competenze professionali necessarie per individuare le soluzioni finanziarie più idonee in relazione alle caratteristiche dell'impresa coinvolta, nonché del mercato in cui la stessa si trova ad operare<sup>63</sup>.

Dunque accordandosi con gli istituti di credito, l'impresa in crisi potrà riuscire ad ottenere ulteriori finanziamenti, o comunque, a non dover restituire in tempi eccessivamente contingentati quanto già ricevuto. Di contro, solo in questo modo le banche potranno ottenere più facilmente la restituzione di quanto concesso all'impresa (sono, generalmente, proprio le imprese medio-grandi con elevata esposizione debitoria verso le banche a raggiungere con queste ultime un accordo stragiudiziale).

In questa prospettiva quindi, il controllo creditorio si rileva uno strumento assai utile per assicurare che la programmazione e l'attuazione del tentativo di salvataggio sia effettuata coerentemente con le esigenze dei creditori, in quanto soggetti che hanno investito nell'operazione.

Dal punto di vista degli azionisti invece, si tratta di una soluzione non sempre soddisfacente, posto che non vi è una necessaria coincidenza tra i loro interessi e quelli dei creditori; dipendenti e comunità locali, infatti, contano soprattutto sulla continuità dell'impresa, piuttosto che sulla sua redditività come investimento<sup>64</sup>.

---

<sup>63</sup> Cfr. De sensi Vincenzo, Convenzioni stragiudiziali per il salvataggio delle imprese e patti parasociali, in *Dir. fall.*, 2005, p. 57

<sup>64</sup> Cfr. Stanhellini Lorenzo, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, p. 68

Concludendo su questo punto, pare da condividere una soluzione quale quella prospettata, giacché (come detto) il creditore di controllo è, nella quasi totalità dei casi, un creditore di matrice bancaria (quanto meno nel nostro Paese); il che significa, visto il suo ruolo tradizionalmente ricoperto nell'economia italiana, che potrebbe mostrarsi sensibile anche verso le numerose istanze sociali sollecitate dalla crisi dei grandi fenomeni imprenditoriali (cioè prestando attenzione anche alle esigenze di dipendenti e comunità locali implicate – loro malgrado – in tali gestioni privatistiche delle crisi d'impresa)<sup>65</sup>.

## **1.6 Controllo creditorio e crisi d'impresa: le soluzioni stragiudiziali**

Per suffragare le potenzialità insite nel fenomeno del controllo creditorio, e sempre nell'ottica di una analisi prettamente empirica dello stesso, occorre approfondirne gli spazi di concreta applicazione, in particolare la dove lo si utilizzi (mediante *covenants*) nelle sopra richiamate soluzioni stragiudiziali o concordate della crisi d'impresa guidate da finanziatori bancari. Solo in questo modo sarà, infatti, possibile constatarne la polivalenza e l'utilità, sia da un punto di vista imprenditoriale, sia da un punto di vista socio-economico.

---

<sup>65</sup> Cfr. Jorio Alberto, Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa tra privatizzazione e tutela giudiziaria, in Fallimento, 2005, p. 1453 ss.

Ora, quale inevitabile premessa, occorre precisare che la recente riforma della legge fallimentare<sup>66</sup>, ha fornito all'impresa una serie di strumenti stragiudiziali che possono consentirle un'uscita guidata (*getaway*) dalla situazione di crisi, legittimando così pienamente la finalità di evitare, con tali strumenti, l'assoggettamento ad una procedura concorsuale. Per l'imprenditore e per i suoi consulenti non esiste dunque un obbligo di adire l'autorità giudiziaria, se ed in quanto la crisi venga comunque affrontata in modo tempestivo, in buona fede e con mezzi oggettivamente idonei a rimuoverla. Conseguentemente, ciò comporta la possibilità di rimuovere non soltanto lo stato di crisi, ma anche un eventuale stato di insolvenza; e questo perché, a seguito del compimento delle operazioni previste dal piano di ristrutturazione, il debitore torna in grado di poter pagare i creditori che hanno accettato la ristrutturazione stessa (nei nuovi termini concordati con loro), nonché di pagare i debiti residui preservando anche quei posti di lavoro che fossero risultati a rischio di esubero.

Venendo adesso ad approfondire le dinamiche sottese alle soluzioni stragiudiziali alla crisi d'impresa, è importante distinguere, da un lato, i finanziamenti finalizzati a consentire o comunque ad agevolare la continuazione dell'attività durante la fase di studio e negoziazione di un piano di soluzione della crisi (c.d. *bridge loan*); dall'altro, i finanziamenti volti a consentire o

---

<sup>66</sup> La legge n.134 del 7 agosto 2012, di conversione del Decreto Legge n. 83 del 22 giugno 2012 (c.d. Decreto Legge Crescita), ha modificato alcune norme della Legge Fallimentare, soprattutto relativamente alla disciplina del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione.

agevolare l'attuazione del piano concordato con i creditori (c.d. finanziamento alla ristrutturazione).

### **1.6.1 Il c.d. finanziamento-ponte (*bridge loan*)**

Per *bridge loan* (letteralmente prestito ponte), si indica un prestito erogato da istituti di credito e società finanziarie per un intervallo di tempo limitato: cioè il periodo necessario alla realizzazione dell'opera di ristrutturazione e altresì alla ricerca di ulteriori finanziamenti a medio-lungo termine che vadano poi a sostituire l'importo concesso con il *bridge loan*<sup>67</sup>. Si tratta, a ben vedere, di una tematica molto avvertita anche nella prassi societaria, in quanto questo finanziamento risulta finalizzato a consentire all'impresa in ristrutturazione una sicura continuità aziendale. In particolare tale finanziamento, che va a coprire solo il periodo di tempo necessario al perfezionamento del piano di ristrutturazione, permette concretamente di poter rispondere ad esigenze di vario genere: il pagamento dei dipendenti e dei fornitori dell'impresa, delle imposte e dei contributi previdenziali.

Si tenga presente però che il rilascio dello stesso non è automatico, ma risulta sempre subordinato ad una valutazione di stretta funzionalità al piano di ristrutturazione che sia in corso di avanzata elaborazione e altresì all'esistenza di un serio pericolo di pregiudizio che deriverebbe dal ritardo nell'erogazione del

---

<sup>67</sup> Cfr. Galardo Maurizio, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Risanare l'impresa*, Milano, 2012, p. 79 ss.

finanziamento<sup>68</sup>. Ebbene, è in questa fase particolarmente delicata, che il finanziatore di controllo esercita, di fatto, dei poteri di indirizzo estremamente rilevanti sulla società in crisi, che incidono soprattutto sulla sua organizzazione di vertice e sulla stessa pianificazione imprenditoriale<sup>69</sup>.

Il motivo risiede, evidentemente, nei notevolissimi rischi e nelle incertezze che sono connessi al finanziamento di un'impresa che attraversa proprio tale fase. In particolare la società subisce una situazione di forte sottocapitalizzazione (se non proprio di perdita integrale di capitale minimo) e/o di un *event of default* rispetto a *covenants* presenti in un contratto di finanziamento stipulato prima della crisi. Tutto questo comporta non soltanto una forte incertezza in merito alle prospettive future dell'impresa, ma anche un rischio assai elevato di condotte opportunistiche o comunque inefficienti da parte di azionisti e *managers*. Da qui l'esigenza del creditore di immettere nell'organizzazione della società debitrice uno o più uomini di fiducia (*chief restructuring officers o CRO*), i quali si occupino di accertare la reale situazione in cui versa la società nonché le sue reali prospettive di sviluppo, per proporre quindi un adeguato piano di soluzione della crisi. Tale servizio, definito *temporary crisis management*, comporta l'assunzione di un ruolo manageriale vero e proprio da parte di questi professionisti esterni incaricati dalla banca, finalizzato ad assicurare ai creditori di controllo che la gestione della società sia condotta nel loro interesse, nonostante l'incarico

---

<sup>68</sup> Cfr. Galardo Maurizio, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Risanare l'impresa*, Milano, 2012, p. 79 ss.

<sup>69</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 26

provenga (solo) formalmente dalla società debitrice<sup>70</sup>. Tale necessità è particolarmente avvertita nelle situazioni in cui la banca finanziatrice abbia avuto percezione della crisi soltanto dopo un cospicuo lasso di tempo, durante il quale l'imprenditore abbia tenuto volutamente nascosta la propria reale situazione nella speranza di potervi rimediare senza coinvolgere i creditori, aggravando, peraltro, in questo modo il dissesto. Queste scelte imprenditoriali, benché visibilmente controproducenti, sono dovute ad una molteplicità di fattori: in questo senso l'asimmetria informativa nel rapporto debitore-creditori e la natura fortemente afflittiva del fallimento, hanno favorito la tendenza a procrastinare il più possibile il momento di emersione della crisi; emersione vista (non a torto) come una sciagura sul piano personale e patrimoniale<sup>71</sup>. Dunque, in tali casi, la mancanza di trasparenza nel rapporto debitore-creditore pone in termini forti l'esigenza di ristabilire un rapporto di fiducia tra la banca erogatrice del finanziamento e l'impresa in crisi<sup>72</sup>.

Non solo, ma l'aggravamento del dissesto dell'impresa rende spesso necessario che il sostegno della banca non si limiti alla conferma o al riscadenziamento (c.d. consolidamento) dei finanziamenti già concessi, ma si traduca nell'apporto di ulteriori ed ingenti risorse finanziarie; questo almeno se si vuole

---

<sup>70</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006, p. 133 ss.; Galardo Maurizio, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Risanare l'impresa*, Milano, 2012

<sup>71</sup> Sul problema dei finanziamenti-ponte e sui fattori che lo determinano, v. Università di Firenze e CNDCEC e Assonime, 2011, p. 9 ss.

<sup>72</sup> Cfr. Boggio Luca, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007, p. 11 ss

continuare l'esercizio dell'attività imprenditoriale durante lo studio e la programmazione del piano di soluzione della crisi. Ovviamente l'erogazione di ulteriori finanziamenti segue il rispetto di precisi criteri guida: prudenza, perizia e diligenza nella sicura prospettiva di risanamento dell'impresa; il tutto evidentemente al fine di evitare di "gettare denaro buono dietro quello cattivo"<sup>73</sup>. Ecco allora spiegato perché il creditore sia spinto ad operare una forte ingerenza nell'organizzazione e nella gestione dell'impresa in crisi.

E quand'anche l'emersione della crisi avvenga in modo tempestivo, le sopracitate esigenze di esercizio del controllo da parte del finanziatore, pur attenuandosi, non vengono meno<sup>74</sup>.

Infatti, benché possa sussistere un rapporto di sostanziale fiducia che si concretizzi in una tempestiva cooperazione con il management della società debitrice, la banca creditrice è pur sempre chiamata a sostenere importanti sacrifici in termini di rinuncia alla richiesta di rimborso immediato del prestito per evitare di far precipitare anzitempo la situazione della società; quand'anche non vi sia bisogno di apportare nuova finanza con i rischi che questo comporta. Inoltre, l'attuale

---

<sup>73</sup> Cfr. Università di Firenze e CNDCEC e Assonime, 2011; Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>74</sup> Un fattore importante per la tempestiva ricognizione della crisi è l'inserimento di quei covenants che possano agevolare un monitoring della situazione finanziaria dell'impresa; v. in proposito Mazzoni Alberto, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 526; Scano Alessio, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Il nuovo dir. soc.*, 2011, p. 16 ss.

*management* societario potrebbe non avere le necessarie competenze ad affrontare una grave situazione di *distress*; quindi anche in tali contesti la banca potrebbe avvertire l'esigenza di inserire nell'organizzazione societaria uomini di propria fiducia, maggiormente dotati di quelle competenze specificamente richieste nel campo delle operazioni di ristrutturazione<sup>75</sup>.

Alla luce di quanto detto, appare comprensibile che la banca finanziatrice voglia subordinare la concessione e/o la continuazione del finanziamento al recepimento delle proprie direttive e istruzioni, considerando anche la valutazione degli amministratori cui affidare la gestione della crisi. Ecco allora emergere il ruolo fondamentale dei contratti di finanziamento caratterizzati da quegli specifici *covenants* (v. *supra*) che subordinano la permanenza del rapporto di finanziamento alla permanenza del rinnovato organo amministrativo (*changes of management clauses*)<sup>76</sup>.

Sotto la supervisione e la gestione di tali esperti, la società – una volta chiarità la realtà della propria situazione economico-finanziaria – potrà procedere alla elaborazione di un piano di soluzione della crisi; piano che però potrà essere attuato solo a seguito del *placet* della banca finanziatrice.

---

<sup>75</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006, p. 1247; Scano Alessio, op. cit.

<sup>76</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006; Scano Alessio, Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance, in *Il nuovo dir. soc.*, 2011, p. 20

Questa potrà sempre rifiutarsi di continuare a finanziare l'impresa la dove questa non gli dia più sufficiente affidamento (*material adverse change clauses*)<sup>77</sup>.

### **1.6.2 Il c.d. finanziamento alla ristrutturazione**

Tale seconda tipologia di finanziamento si colloca in una fase successiva del procedimento di ristrutturazione: quella di vera e propria attuazione del piano concordato tra banca e impresa.

In particolare, una volta che il piano abbia ottenuto il *placet* del finanziatore di controllo, esso potrà essere portato ad esecuzione secondo delle tempistiche che, nei casi più complessi, possono attestarsi anche in anni.

L'adozione di un piano di risanamento convincente e ben strutturato grazie anche all'ausilio di *managers* di fiducia, permette alla banca di attenuare, ove possibile, il livello di ingerenza nella gestione dell'impresa. La presenza di tali figure all'interno dell'organizzazione societaria infatti, rassicura pienamente il finanziatore, il quale può quindi realisticamente attendersi che la società profonderà tutto l'impegno necessario per far fronte agli obblighi assunti in sede contrattuale<sup>78</sup>.

---

<sup>77</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, Private debt and the missing lever of corporate governance, in University of Pennsylvania Law Review, vol. 154, 2006

<sup>78</sup> Cfr. Piemontesi Tiziano, L'esperienza di Unicredit corporate banking nelle azioni di risanamento e restructuring della propria clientela, in Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Un primo bilancio, Milano, 2010, p. 73 ss.; Cuomo Paolo, Il controllo societario da credito, Milano, 2013, p. 29

Ciò non significa, però, che durante tale fase il ruolo del finanziatore si riduca ad un qualsiasi creditore attento a sorvegliare esclusivamente la condotta posta in essere della società debitrice.

Infatti, insieme alla verifica della puntuale attuazione del piano secondo quanto stabilito nel contratto di finanziamento, la banca ha anche l'esigenza di monitorare costantemente la perdurante idoneità dello stesso a risolvere positivamente la crisi<sup>79</sup>.

Tali profili, pur valutati attentamente al momento dell'approvazione del piano, non sono certo immutabili, potendo infatti risentire di eventuali errori di analisi, mutamenti delle condizioni di fatto o mancata realizzazione delle previsioni alla base del progetto iniziale<sup>80</sup>. Questo comporta, evidentemente, che il ruolo attivo del finanziatore di controllo è sempre richiesto, soprattutto quando si presentino degli scenari completamente inattesi, che impongano un repentino riesame della situazione e la pronta adozione di correttivi alla pianificazione iniziale.

In questo senso, si pensi soprattutto ai casi in cui l'impresa richieda un risanamento di tipo industriale, per cui il successo del piano di risanamento è soggetto ad un'incertezza particolarmente elevata, poiché la bontà dei relativi calcoli di convenienza

---

<sup>79</sup> Cfr. Piemontesi Tiziano, L'esperienza di Unicredit corporate banking nelle azioni di risanamento e restructuring della propria clientela, in Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Un primo bilancio, Milano, 2010

<sup>80</sup> Cfr. Penna Luca, 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, p.42; Università di Firenze e CNDCEC e Assonime, 2011

dipende anche da elementi assai incerti come l'andamento del mercato, il successo di nuovi processi di produzione, la scelta di un nuovo personale dirigente più qualificato o la proficua e tempestiva dismissione di attività non redditizie<sup>81</sup>.

Dunque, il finanziatore deve essere sempre particolarmente attento all'evoluzione della situazione dell'impresa in crisi, pronto ad intervenire rapidamente per approntare i dovuti correttivi al piano iniziale.

Anche in tali contesti allora i *covenants* inseriti nel contratto di finanziamento finiscono per assolvere un ruolo essenziale.

Oltre alle clausole che impongono la preventiva autorizzazione del finanziatore rispetto ad ogni operazione che possa incidere (anche significativamente) sulla situazione economico-finanziaria dell'impresa, particolare importanza rivestono i *covenants* finanziari, attraverso i quali vengono stabiliti dei criteri quantitativi e temporali per valutare al meglio l'evoluzione del piano di salvataggio (c.d. *milestones*)<sup>82</sup>.

---

<sup>81</sup> Cfr. Boggio Luca, Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina, Milano, 2007, p. 9; Faccincani Lorenzo, Banche imprese in crisi e accordi stragiudiziali di risanamento. Le novità introdotte dalla riforma del diritto fallimentare, Milano, 2007; Cuomo Paolo, Il controllo societario da credito, Milano, 2013

<sup>82</sup> Cfr. Penna Luca, 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; Università di Firenze e CNDCEC e Assonime, 2011

## **1.7 Controllo creditorio e crisi d'impresa: le soluzioni negoziate con supervisione giudiziaria**

I risvolti applicativi del fenomeno del controllo creditorio possono essere indagati, oltre che nelle soluzioni stragiudiziali della crisi d'impresa, anche nelle procedure di ristrutturazione effettuate sotto la supervisione dell'autorità giudiziaria. Del resto, l'intervento del giudice nella elaborazione ed, eventualmente, nell'attuazione del piano, non elimina né riduce il ruolo centrale svolto dal finanziatore nella gestione della crisi; anzi, questo parrebbe addirittura rafforzato<sup>83</sup>.

Questo lo si evince, soprattutto, nelle ipotesi in cui il piano di soluzione della crisi assuma le forme di un accordo ristrutturazione dei debiti omologato (*ex art. 182-bis l. fall.*)<sup>84</sup>.

Si tratta di cioè, di uno strumento flessibile utilizzato dall'impresa in crisi quando questa vuole ridurre la propria esposizione debitoria e tentare il risanamento. Esso si fonda su un accordo con tanti creditori che rappresentino almeno il 60% dei crediti pendenti verso l'impresa in crisi e altresì sulla relazione di un professionista (iscritto all'albo dei revisori contabili) che ne attesti la fattibilità e l'attuabilità, nonché la capacità dell'impresa

---

<sup>83</sup> Cfr. Mazzoni Alberto, Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 538; Patti Adriano, *Crisi d'impresa e ruolo del giudice: Regole del mercato, soluzioni giudiziali e negoziali, tutele dei conflitti*, Milano, 2009

<sup>84</sup> Così come modificato dal D.L. 83/2012 (c.d. decreto Crescita e Sviluppo) convertito poi con la l. 134/2012

debitrice di soddisfare regolarmente tutti i creditori rimasti volutamente estranei all'accordo. Infatti, ai creditori non aderenti dovrà essere assicurato l'integrale pagamento dei crediti vantati verso la società nei termini fissati dalla legge<sup>85</sup>.

Dunque, il giudizio del professionista verte sia sulla astratta idoneità dell'accordo (e del relativo piano) a consentire il ripristino di condizioni di normale solvibilità del debitore, così che egli potrà tornare a pagare regolarmente e secondo i termini originariamente convenuti, i creditori non aderenti all'accordo; sia un giudizio di realizzabilità in concreto sulla base di una positiva controvalutazione dei dati di partenza e delle relative ipotesi previsionali<sup>86</sup>. Successivamente alla stipula dell'accordo, quest'ultimo deve essere iscritto nel registro delle imprese; da tale momento inizia a decorrere il termine di 60 giorni valido per una esenzione totale contro possibili azioni cautelari o esecutive individuali intraprese dai creditori più aggressivi<sup>87</sup>, nonché il controtermine di 30 giorni riconosciuto ai creditori per fare opposizione<sup>88</sup>.

---

<sup>85</sup> Cfr. Jorio Alberto, Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa tra privatizzazione e tutela giudiziaria, in *Fallimento*, 2005; Ambrosini Stefano, Profili civili e penali delle novità introdotte dalla legge 30 luglio 2010, n. 122 in materia di soluzioni negoziate della crisi di impresa, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, a cura di Francesco Bonelli, Milano, 2011, p. 163

<sup>86</sup> Cfr. Università di Firenze e CNDCEC e Assonime, 2011

<sup>87</sup> Cfr. Ambrosini Stefano, Profili civili e penali delle novità introdotte dalla legge 30 luglio 2010, n. 122 in materia di soluzioni negoziate della crisi di impresa, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, a cura di Francesco Bonelli, Milano, 2011, p. 166

<sup>88</sup> Si tenga presente che tale esenzione non è prevista durante le trattative, ovvero prima della pubblicazione dell'accordo nel registro delle imprese. La società può comunque richiedere istanza di sospensione contro possibili azioni cautelari o esecutive, da iscrivere anch'esse nel registro delle imprese.

La procedura si conclude (se non vi sono opposizioni) con l'omologazione da parte del tribunale che produce i suoi effetti (principalmente l'esenzione da azione revocatoria *ex. art 67 l. fall.*) solo dopo la pubblicazione del decreto nel registro delle imprese. L'omologazione dà il via libera alla fase esecutiva della procedura (i creditori aderenti potranno comunque richiedere la risoluzione della procedura qualora si verifichi l'inadempimento del debitore).

Ora, non pare azzardato affermare che anche in tali contesti, il finanziatore principale dell'impresa riesca comunque a ricoprire un ruolo determinante.

Basti riflettere sul fatto che, il deposito di una proposta di accordo da parte dell'imprenditore con l'autocertificazione che sulla proposta sono in corso trattative con uno o più creditori che rappresentano almeno il 60% dell'esposizione debitoria complessiva, non sarebbe possibile senza il supporto, sia pure interinale, proprio del principale creditore dell'impresa<sup>89</sup>.

Supporto che, ovviamente, viene subordinato al recepimento delle direttive e delle istruzioni organizzative e gestionali dei finanziatori (*v. supra*). Del resto, si tenga presente che il divieto di azioni individuali, oltre ad avere la durata circoscritta<sup>90</sup>, non riduce sostanzialmente il potere dei principali finanziatori,

---

<sup>89</sup> Cfr. Boggio Luca, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007, p. 170 ss.; Faccincani Lorenzo, *Banche imprese in crisi e accordi stragiudiziali di risanamento. Le novità introdotte dalla riforma del diritto fallimentare*, Milano, 2007

<sup>90</sup> La trattativa deve concludersi positivamente entro e non oltre 60 giorni dalla data del provvedimento che concede il beneficio; entro tale termine occorre depositare l'accordo e la relazione definitiva dell'esperto.

giacché questi restano liberi di non aderire all'accordo, impedendone così l'omologazione<sup>91</sup>.

Quanto poi alla necessaria omologazione del tribunale, il controllo dello stesso sull'accordo di ristrutturazione raggiunto dalle parti risulta circoscritto ai soli profili di legittimità: il contenuto del piano è infatti considerato insindacabile per il tramite della relazione dell'esperto nominato dall'imprenditore (art. 67, comma 3, lett. d, l. fall.), da valutarsi peraltro solo sotto il limitato profilo della chiarezza, coerenza e completezza argomentativa<sup>92</sup>.

Il controllo del finanziatore si manifesta in maniera ancora più netta in fase di attuazione dell'accordo di ristrutturazione ove questa, una volta ottenuta l'omologazione, avviene al di fuori di ogni controllo dell'autorità giudiziaria: la sorveglianza sull'adempimento di quanto pattuito, e il controllo della perdurante idoneità e fattibilità del piano ristrutturazione, spettano, quindi, ai (principali) creditori aderenti<sup>93</sup>.

---

<sup>91</sup> Cfr. Ambrosini Stefano, Profili civili e penali delle novità introdotte dalla legge 30 luglio 2010, n. 122 in materia di soluzioni negoziate della crisi di impresa, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, a cura di Francesco Bonelli, Milano, 2011, p. 168

<sup>92</sup> Un controllo più approfondito è consentito solo in caso di opposizione proposta da parte di uno dei creditori estranei all'accordo. v. sul punto Università di Firenze e CNDCEC e Assonime, 2011; Ambrosini Stefano, Profili civili e penali delle novità introdotte dalla legge 30 luglio 2010, n. 122 in materia di soluzioni negoziate della crisi di impresa, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, a cura di Francesco Bonelli, Milano, 2011

<sup>93</sup> Cfr. Jorio Alberto, Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa tra privatizzazione e tutela giudiziaria, in *Fallimento*, 2005; Ambrosini Stefano, op. cit.

### 1.7.1 Il caso Sorgenia S.p.A.

Nell'ambito delle soluzioni negoziate con supervisione giudiziaria non si può omettere di riportare, seppur brevemente, il recente (nonché emblematico) caso riguardante Sorgenia S.p.A.

Tale società, fondata nel luglio del 1999 a Milano con il nome di Energia S.p.A., rappresenta oggi uno dei principali operatori del mercato libero dell'energia elettrica e del gas naturale, con circa 400.000 clienti sparsi su tutto il territorio nazionale.

Orbene, vista la gravosa situazione economica in cui tale società versava ormai da molti mesi<sup>94</sup>, e dopo una lunga trattativa che ha coinvolto ben ventuno istituti di credito<sup>95</sup> per un debito complessivo di 1,8 miliardi di euro, banche creditrici e soci sono riusciti a chiudere il salvataggio della stessa<sup>96</sup>. Decisivo, a riguardo, l'accordo di moratoria del debito del gruppo elettrico e l'intesa raggiunta tra azionisti e creditori sulle modalità di ristrutturazione dell'esposizione debitoria. Nel dettaglio, lo *standstill*<sup>97</sup> ha protetto Sorgenia S.p.A. dalle richieste di rimborso

---

<sup>94</sup> Nel primo trimestre 2014 Sorgenia S.p.A. ha visto i ricavi scendere del 25,4% con una perdita netta pari a 14,6 milioni. L'indebitamento finanziario netto della società al 31 marzo è aumentato a 1,85 milioni rispetto agli 1,79 milioni di fine 2013 per effetto dell'aumento del capitale circolante dovuto alla riduzione dei programmi di factoring e cartolarizzazione. Tale situazione ha peraltro finito col pesare anche sui ricavi del suo principale azionista, la holding Cir – Compagnie Industriali Riunite S.p.A., che sono scesi del 13,8% a poco meno di 1,1 miliardi mentre l'indebitamento è salito a quota 1,94 miliardi.

<sup>95</sup> Tra i quali si segnala il Gruppo Monte dei Paschi di Siena, quale azionista di minoranza di Sorgenia S.p.A. con l'1,2%

<sup>96</sup> Cfr. [www.affaritaliani.it](http://www.affaritaliani.it); [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com); [www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)

<sup>97</sup> Con questo termine ci si riferisce ad un accordo di moratoria siglato fra un ente creditizio e la società finanziata al fine di bloccare le pratiche legali

di rate e interessi sul debito fino alla conclusione del processo di ristrutturazione del debito ai sensi dell'articolo 182-*bis* della legge fallimentare. Di contro, l'intesa ha comportato per i due principali azionisti di riferimento, Cir S.p.A. (53%) e Verbund S.p.A (45%), un obbligo a votare nell'assemblea dei soci un aumento di capitale sottoscritto poi dalle banche attraverso il conferimento di 400 milioni senza sovrapprezzo in opzione ai soci o in alternativa con conversione di debito in *equity* oltre ad un prestito convertendo dell'ammontare di 256 milioni di euro<sup>98</sup>. Proprio tale deliberazione assembleare ha determinato il passaggio di consegne tra gli istituti di credito (che posseggono adesso il 98% di Sorgenia) e i due gruppi Cir e Verbund che sono così usciti dal libro soci e per i quali è stato peraltro previsto un *earn-out* del 10% con durata illimitata<sup>99</sup>: qualora cioè le banche, rimborsato il debito, dovessero rivendere la società realizzando una plusvalenza al netto dei 400 milioni di euro immessi, i due soci storici parteciperebbero alla plusvalenza stessa nella misura del 10%. Sono dunque evidenti le potenzialità applicative di un fenomeno come quello qui analizzato, grazie al quale è stato possibile, nel caso di specie, risollevare le sorti di una società piegata dalla crisi del mercato elettrico e dalla concorrenza delle

---

per il recupero del credito vantato in quanto tali operazioni potrebbero compromettere definitivamente il recupero anche parziale del prestito concesso dalla banca stessa.

<sup>98</sup> Il prestito convertendo o bond convertendo è una particolare tipologia di prestito obbligazionario a conversione obbligatoria il cui rimborso è obbligatoriamente previsto con l'emissione di nuove azioni. Si tratta quindi di uno strumento finanziario che è destinato a trasformarsi da capitale di debito (obbligazioni) a capitale di rischio (azioni).

<sup>99</sup> Cfr. [www.affaritaliani.it](http://www.affaritaliani.it); [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com); [www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)

rinnovabili, permettendo conseguentemente ai vertici della stessa di poter portare a termine con successo il relativo piano industriale di risanamento.

## **1.8 Ulteriori risvolti applicativi**

Nel tentare di descrivere, con approccio prettamente empirico, i tratti caratteristici del controllo creditorio, si è potuto osservare che esso trova il proprio contesto applicativo privilegiato nelle soluzioni stragiudiziali o concordate della crisi d'impresa. Ed è proprio in tali ambiti, assai complessi, anche da un punto di vista dei molteplici interessi coinvolti, che è emersa la valenza socio-economica di tale fenomeno: non solo, evidentemente, la salvaguardia dell'impresa come propulsore economico e commerciale, ma anche la tutela delle posizioni di quanti nell'impresa investono, lavorano o a vario titolo contribuiscono.

Ma per meglio comprenderne portata e fisionomia, si tenterà di andare oltre, cercando di analizzare anche ulteriori spazi di manifestazione del controllo creditorio che concorrono, con forza, alla diffusione dello stesso anche all'interno del nostro Paese.

### **1.8.1 Controllo creditorio e finanziamenti in pool**

I prestiti sindacati (o finanziamenti in pool), sono prestiti concessi congiuntamente da un gruppo di banche (legate fra loro da specifici accordi) in favore di un'impresa che ne faccia

specifica richiesta. La tecnica del prestito consortile si è da prima sviluppata sui mercati internazionali del credito, per poi trovare sempre più vasta applicazione anche in Italia. La sua diffusione, in particolare, è spiegata dal fatto che essa consente agli istituti di credito di concedere prestiti eccedenti il potenziale creditizio individuale (limite massimo di fido accordabile), permettendo in questo modo di venire incontro al fabbisogno finanziario delle imprese di maggiori dimensioni, e perseguendo al contempo un idoneo frazionamento dei rischi e la ripartizione dello sforzo finanziario<sup>100</sup>.

Il motivo di questo approccio alternativo al credito risiede quindi nella elevata entità del fido da accordare.

Nel far ciò, i creditori bancari si articolano secondo una scala gerarchica: una banca *capofila* che si assume l'onere di organizzare e coordinare l'operazione e che quindi funge da intermediario tra il consorzio di banche partecipanti al pool e la società che beneficia del finanziamento; una banca *agente* che si occupa, una volta effettuato il prestito, di curarne tutti gli aspetti gestionali e amministrativi; una o più banche *partecipanti* che si impegnano ad erogare una quota parte del prestito<sup>101</sup>. Quanto alla linea di fido, rilevano soprattutto i c.d. finanziamenti sindacati (*sindacated loans*): essi possono essere erogati prima della crisi e, al verificarsi della quale, essere rinegoziati al fine di tentare una soluzione stragiudiziale; oppure possono essere emessi per la

---

<sup>100</sup> Cfr. Demuro Ivan, *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010; Assonebb – Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa

<sup>101</sup> Cfr. Assonebb – Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa

prima volta dopo il verificarsi della crisi in funzione, evidentemente, di salvataggio<sup>102</sup>.

Ma un finanziamento concertato, peraltro, è possibile anche tra creditori che abbiano inizialmente finanziato l'impresa indipendentemente l'uno dall'altro, e che con la crisi si trovino, per così dire, costretti a coordinarsi tra loro onde evitare il precipitare anzi tempo della situazione societaria, con la conseguente perdita dei crediti vantati verso la stessa<sup>103</sup>.

Per quello che qui interessa, tali fenomeni creditizi evidenziano una particolare modalità di manifestazione del controllo creditorio. Il riferimento non è al rapporto debitore-creditore poiché, da questo punto di vista, la tecnica impiegata per strutturare il controllo è, di norma, pur sempre quella del ricorso ai *covenants*. Piuttosto, la peculiarità di queste fattispecie si colloca sul piano del rapporto tra creditori, i quali vengono a condividere il controllo (sostanziale) sull'impresa finanziata<sup>104</sup>.

---

<sup>102</sup> Cfr. Mazzoni Alberto, Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 526; Demuro Ivan, *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010

<sup>103</sup> Sul punto si veda Galletti Danilo, *I covenants e le altre garanzie bancarie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, Relazione al convegno Paradigma: "Le garanzie reali e personali nei rapporti bancari", ottobre-novembre 2008; Piemontesi Tiziano, *L'esperienza di Unicredit corporate banking nelle azioni di risanamento e restructuring della propria clientela*, in *Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Un primo bilancio*, Milano, 2010; Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>104</sup> Cfr. Mazzoni Alberto, Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo,

Questo è di fatto reso possibile dalla strutturazione gerarchica dei creditori e dal loro stabile coordinamento, finalizzato a garantire una convergenza di valutazioni e di comportamenti propedeutici ad un unitario controllo creditorio sulla società finanziata<sup>105</sup>.

Lo schema contrattuale utilizzato per realizzare tale struttura organizzativa è analogo, sia per quanto riguarda i finanziamenti sindacati sia per quanto riguarda i finanziamenti erogati nel quadro di concertazioni post-crisi.

In entrambe le fattispecie, si ricorre ad una regolamentazione contrattuale dell'interazione dei creditori, talvolta integrata da tecniche idonee ad assicurare la conformità dei comportamenti dei singoli rispetto alle decisioni assunte in sede collettiva<sup>106</sup>.

Le decisioni relative al finanziamento, come ad esempio la rinuncia a far valere la violazione di alcuni *covenants* inseriti nel contratto di finanziamento, sono sempre assunte collettivamente tra le banche partecipanti all'iniziativa creditoria secondo votazioni a maggioranza o perfino all'unanimità<sup>107</sup>. Solo in

---

Milano, 2007, p. 526; Demuro Ivan, *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010

<sup>105</sup> Cfr. Mazzoni Alberto, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 528

<sup>106</sup> Cfr. Demuro Ivan, *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010; Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>107</sup> In tal senso, Galletti Danilo, *I covenants e le altre garanzie bancarie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, *Relazione al convegno Paradigma: "Le garanzie reali e personali nei rapporti bancari"*, ottobre-novembre 2008, p. 44

questo modo è possibile scongiurare potenziali iniziative in ordine sparso da parte dei creditori aderenti al pool<sup>108</sup>.

Sempre a livello organizzativo, è prevista una precisa ripartizione di compiti tra creditori attivamente e costantemente coinvolti nella negoziazione del finanziamento, nella pianificazione e nel controllo dell'attività della società finanziata; e creditori che partecipano al pool soltanto occasionalmente, rispetto a decisioni che ricadano sulla struttura del prestito o sulla sua erogazione<sup>109</sup>.

Attraverso questa strategia, sono valorizzati le differenti competenze dei soggetti coinvolti che aderiscono al finanziamento: in particolare, come detto (v. *supra*), il ruolo preminente viene assunto dalla banca capofila o dal gruppo di banche titolari della quota maggiore del finanziamento e quindi, di conseguenza, maggiormente esposte verso l'impresa in crisi. Gli altri aderenti al pool, invece, adottano di norma un atteggiamento meno attivo, limitandosi piuttosto ad aderire alle proposte di deliberazione provenienti dalla capofila. Talora, il ruolo delle principali banche finanziatrici è ulteriormente rafforzato dall'attribuzione di poteri concernenti l'attuazione delle decisioni di gruppo, come i poteri di rappresentanza o come la cessione delle quote di credito delle altre banche partecipanti<sup>110</sup>.

---

<sup>108</sup> Cfr. Galletti Danilo, I covenants e le altre garanzie bancarie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari, Relazione al convegno Paradigma: “Le garanzie reali e personali nei rapporti bancari”, ottobre-novembre 2008, p. 45

<sup>109</sup> V. in proposito, Assonebb – Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa

<sup>110</sup> Sul punto si veda ancora Assonebb – Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa

Del resto, la coesione del gruppo di creditori è rafforzata anche dall'appartenenza al medesimo ceto, cioè normalmente quello bancario (i prestiti possono essere erogati anche da altri intermediari finanziari)<sup>111</sup>.

### **1.8.2 Controllo creditorio e gruppi di società**

Infine, guardando al lato passivo della relazione di controllo da finanziamento, è facile riscontrare come spesso l'impresa finanziata si presenti secondo uno schema organizzativo di gruppo. Infatti, considerando che le vicende di controllo creditorio qui analizzate investono prevalentemente imprese di grandi dimensioni, la presenza di una struttura di gruppo è un fatto quasi naturale: la grande impresa cioè, adotta spesso il modello organizzativo del gruppo come struttura gestionale<sup>112</sup>. Questo comporta che l'adozione dei *covenants* finanziari finisce per disciplinare convenzionalmente anche l'attività del gruppo di imprese. In altre parole, i *covenants* finiscono per costituire, oltre che una forma di disciplina convenzionale dell'erogazione del credito, anche una forma di disciplina convenzionale dell'attività d'impresa, giacché questa si obbliga ad esercitare l'attività secondo determinati parametri convenzionalmente determinati. Dunque, da questo punto di vista, il controllo creditorio finisce

---

<sup>111</sup> Cfr. Galletti Danilo, I covenants e le altre garanzie bancarie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari, Relazione al convegno Paradigma: "Le garanzie reali e personali nei rapporti bancari", ottobre-novembre 2008

<sup>112</sup> Cfr. Giannelli Gianvito, I covenants finanziari e finanziamento dell'impresa in crisi, in Riv. dir. soc., 2009, p. 610

con l'incidere su più società collegate fra loro, e ciò anche in mancanza di un rapporto di finanziamento con le stesse società eterodirette<sup>113</sup>.

Peraltro la struttura di gruppo pone, rispetto al fenomeno del controllo creditorio, delle problematiche piuttosto rilevanti, in conseguenza del particolare equilibrio tra sostanziale unità dell'impresa e formale molteplicità (tipica dei gruppi di società) dei soggetti attraverso i quali viene esercitata. In altri termini, il problema che si pone in questi casi è quello di assicurare che le soluzioni adottate per ciascuna società investita dalla crisi, siano coerenti tra loro e, parallelamente, con la stessa situazione del gruppo<sup>114</sup>. In questo senso occorre valutare due possibili ipotesi: quando l'impresa finanziata sia collocata al vertice del gruppo, ovvero quando il finanziamento sia invece erogato ad una controllata. Nel primo caso, peraltro molto frequente a causa della diffusione del fenomeno dell'accentramento del servizio di tesoreria (*cash pooling*)<sup>115</sup>, la banca finanziatrice si occupa di intrattenere rapporti diretti con la sola capogruppo.

---

<sup>113</sup> Cfr. Bonelli Franco, Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, 2011

<sup>114</sup> Cfr. Bonelli Franco, Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, 2011, p. 37; Molinari Ugo, Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall.: i casi Gabetti Property Solution s.p.a. e Risanamento s.p.a., in *Crisi di imprese: casi e materiali*, 2011, p. 66

<sup>115</sup> L'accordo di *cash pooling* consiste nell'accentrare in capo ad un unico soggetto giuridico la gestione delle disponibilità finanziarie di un gruppo societario, al fine di ottenere la miglior gestione della tesoreria aziendale con relazione ai rapporti in essere tra le società aderenti al gruppo e gli istituti di credito. Si veda in proposito Tidona Maurizio, *Il cash pooling tra le società appartenenti ad un gruppo*, 2000

Si consideri poi che in questi casi, essendo il valore economico della capogruppo dipendente anche, e in misura significativa quando non determinante (ad esempio nel caso di una holding pura), dal valore delle sue partecipate, la banca avvertirà certamente l'esigenza di controllare anche queste ultime, perlomeno nel caso in cui la crisi abbia investito anch'esse. Ma tale tipo di controllo per quanto ambito non è però direttamente nelle disponibilità della banca; in questo senso risulta fondamentale il rapporto di finanziamento instaurato con la capogruppo. Avvalendosi infatti del potere di indirizzo della capogruppo verso le controllate, la banca può riuscire nell'intento di esercitare positivamente un controllo (sostanziale) anche sulle altre società del gruppo<sup>116</sup>. Ecco spiegato perché il contratto di finanziamento prevede, normalmente, dei *covenants* i cui vincoli hanno ad oggetto la situazione non solo della capogruppo, ma anche delle società da questa controllate. In questo senso la capogruppo si impegna espressamente a fare in modo che le sue controllate osservino pedissequamente i *covenants* contenuti nel contratto di finanziamento<sup>117</sup>.

Nel secondo caso, può accadere che invece il finanziamento sia erogato direttamente in favore di una o più società controllate. Concretamente, in queste ipotesi, il finanziamento concesso dalla banca (o da un pool di banche) ad una società assoggettata ad attività di direzione e coordinamento, si accompagna alla

---

<sup>116</sup> Cfr. Giannelli Gianvito, I *covenants* finanziari e finanziamento dell'impresa in crisi, in Riv. dir. soc., 2009

<sup>117</sup> Cfr. Giannelli Gianvito, op. cit.; Marabini Andrea, La gestione della crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi: il riequilibrio finanziario, in Dir. fall., 2009

richiesta di specifici assunzioni d'obbligo, da parte della *parent company*, di dotare l'impresa finanziata di mezzi patrimoniali sufficienti (*equity*), sia sotto forma di capitale proprio, sia sotto forma di versamenti in conto capitale. Dunque la dotazione di mezzi patrimoniali dell'impresa partecipata e il mantenimento di un certo rapporto tra mezzi propri e ricorso al credito può costituire una delle clausole presenti nel contratto di finanziamento; a quest'obbligo si possono accompagnare ulteriori vincoli negoziali aventi ad oggetto, ad esempio, la predisposizione di *ratios* patrimoniali e finanziari molto accentuati e stringenti, quali il rapporto tra capitale proprio e capitale di debito; oppure l'imposizione di obblighi informativi a carico della società finanziata e della società che esercita l'attività di direzione coordinamento, tali da attivare un vero e proprio flusso di informazioni la cui interruzione, a termini di contratto, può comportare anche la risoluzione anticipata del rapporto di finanziamento<sup>118</sup>.

Peraltro in questi casi, si pone anche il problema di evitare che il potere di indirizzo della capogruppo sia esercitato in modo non coerente con i vincoli e le indicazioni provenienti dalla banca finanziatrice. In proposito, si cerca quindi di ovviare attraverso la partecipazione della capogruppo al contratto di finanziamento, così vincolandola pienamente al rispetto dei relativi *covenants* pattuiti. Inoltre si consideri anche l'efficacia deterrente del potere

---

<sup>118</sup> Cfr. Giannelli Gianvito, I *covenants* finanziari e finanziamento dell'impresa in crisi, in Riv. dir. soc., 2009; Molinari Ugo, Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall.: i casi Gabetti Property Solution s.p.a. e Risanamento s.p.a., in Crisi di imprese: casi e materiali, 2011

di minaccia della richiesta di rimborso anticipato del finanziamento, unita alla rilevanza strategica della controllata per la capogruppo<sup>119</sup>.

Sul piano giuridico, il rapporto che si viene ad impostare, la dove oggetto dei *covenants* sia la disciplina convenzionale di un'attività di gruppo, è di tipo trilaterale: gli obblighi assunti dalla *parent company* nei confronti della banca finanziatrice cumulano la qualifica sia di contratto a favore di terzo (o forse più propriamente di *pactum de adimplendo cum tertio* per quanto riguarda l'obbligo, assunto dalla società che esercita l'attività di direzione e coordinamento, di dotare la società partecipata di idonei mezzi patrimoniali e finanziari), sia di promessa del fatto di terzo, e cioè che la società partecipata finanziata osserverà pedissequamente i vincoli derivanti dai *covenants* inseriti nel contratto di finanziamento<sup>120</sup>.

Peraltro nulla impedisce che i *covenants* siano sottoscritti da tutte le società del gruppo interessate cosicché sarebbe possibile dar luogo ad un unico contratto plurilaterale, di solito strutturato in maniera tale che l'inadempimento di una delle obbligazioni ivi

---

<sup>119</sup> Cfr. Marabini Andrea, La gestione della crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi: il riequilibrio finanziario, in Dir. fall., 2009

<sup>120</sup> Cfr. De Luca Picione Andrea, Operazioni finanziarie nell'attività di direzione e coordinamento, Milano, 2008, p. 88 ss.; Marabini Andrea, La gestione della crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi: il riequilibrio finanziario, in Dir. fall., 2009, p. 261

contemplate comporterà la risoluzione del medesimo, indipendentemente dalla società cui sia ascrivibile<sup>121</sup>.

Dunque, in questo modo, le difficoltà giuridiche legate alla struttura di gruppo possono essere efficacemente aggirate, perlomeno per quanto riguarda i profili di diritto societario e contrattuale.

---

<sup>121</sup> Cfr. Giannelli Gianvito, I covenants finanziari e finanziamento dell'impresa in crisi, in Riv. dir. soc.,2009; Molinari Ugo, Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall.: i casi Gabetti Property Solution s.p.a. e Risanamento s.p.a., in Crisi di imprese: casi e materiali, 2011

## **CAPITOLO 2**

### **ALCUNE VALUTAZIONI GIUSPOLITICHE**

#### **2.1 Istanze organizzative ed esigenze di tutela**

Tracciata la fisionomia del controllo creditorio e chiarito il suo concreto ambito applicativo, occorre adesso soffermarsi con attenzione anche su alcune indispensabili valutazioni giuspolitiche e concettuali che ruotano attorno a tale fenomeno, al fine ovviamente, di poterlo analizzare compiutamente.

Si tratta di un passaggio certamente propedeutico anche alla possibile soluzione delle problematiche qui sottese. Anzitutto la possibile configurazione di una specifica disciplina dell'esercizio dell'attività eterodirezione creditoria sulla società controllata che sia funzionale alla promozione del corretto e fisiologico svolgimento della stessa.

In quest'ottica pare essenziale rendere pienamente chiare e precise le condizioni di attivazione della disciplina in questione, soprattutto al fine di ben comprendere se e in che misura l'attività di esercizio del potere di eterodirezione da parte del creditore sia giuridicamente rilevante per la società debitrice.

Non solo, ma occorre anche che la disciplina in questione offra un adeguato livello di tutela alla società eterodiretta e ai molteplici interessi che a questa sono legati.

In particolare appare necessario e indispensabile che i presupposti di applicabilità della disciplina non siano agevolmente eludibili dal creditore di controllo e che siano altresì presenti dei vincoli e dei limiti all'esercizio dell'attività di eterodirezione al fine di poter scongiurare potenziali abusi o comportamenti scorretti e pregiudizievoli da parte del creditore stesso.

Ebbene il primo punto da cui partire nell'elaborare una possibile serie di risposte a questa selezione di problemi, passa dall'assunto che il fenomeno del *controllo creditorio* è non solo concettualmente ammissibile, ma anche pienamente lecito e certamente meritevole di riconoscimento giuridico<sup>122</sup>.

Tuttavia, a ben vedere, tale assunto non può ritenersi assolutamente acquisito, e questo anche a causa della mancanza di riferimenti normativi precisi e specifici.

Inoltre non si può tacere sul fatto che la normativa in tema di controllo societario sia stata originariamente pensata in funzione del fenomeno dei gruppi di società e quindi, senza alcun particolare riferimento ai casi di *controllo societario da credito*<sup>123</sup>. Si tratta di un'affermazione alla quale è possibile trovare conferma guardando anche alla Relazione al codice civile, ove in sede di commento alla norma dell'art. 2359, viene

---

<sup>122</sup> In questo senso si vedano gli spunti di Ferro-Luzzi Paolo e Marchetti Piergaetano, Riflessioni sul gruppo creditizio, in *Giur. comm.*, 1994, p. 426 ss.

<sup>123</sup> Cfr. Frè Giancarlo, Commento agli artt. 2359-2359-bis, in *Società per azioni*, 1997, p. 278 ss.; Scognamiglio Giuliana, Gruppo e controllo: tipologia dei gruppi di imprese, in *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, p. 11 ss.

adoperata l'espressione "gruppi di società" per indicare appunto il "raggruppamento di società intorno ad una che le controlla"<sup>124</sup>. Dunque, date queste inevitabili premesse, non pare possa stupire che le voci dottrinali in materia siano in punto contrastanti, soprattutto su alcuni degli aspetti più significativi del fenomeno in esame; aspetti sui quali, di seguito, si cercherà di porre attenzione.

Anzitutto dal punto di vista del diritto dei contratti, è stata invocata a più riprese l'esigenza di preservare l'identità tipologica dei contratti di finanziamento, sostenendo che l'attribuzione al finanziatore di diritti o poteri d'influenza sull'attività di amministrazione e/o disposizione del proprio patrimonio della società finanziata, comporti uno sconfinamento del negozio nell'ambito del contratto di società o comunque e in ogni caso il superamento dei confini tipologici dei contratti di finanziamento<sup>125</sup>.

In particolare si è affermata la non auspicabilità, relativamente all'autonomia statutaria, di riconoscere ai creditori, in ordine alla attività d'impresa, delle prerogative corporative ulteriori rispetto a quelle già adesso configurabili dall'autonomia privata attraverso apposite clausole inserite nel contratto di

---

<sup>124</sup> Cfr. Scognamiglio Giuliana, Gruppo e controllo: tipologia dei gruppi di imprese, in *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, p. 9

<sup>125</sup> In termini generali, Ferri Giuseppe Jr., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, p. 128 ss.

finanziamento, e come tali fornite ovviamente della consueta efficacia obbligatoria<sup>126</sup>.

Ciò in quanto si finirebbe per l'appunto con il ledere quelle che sono imperative esigenze di tipizzazione rispetto allo stesso rapporto di finanziamento, il quale, in presenza di penetranti poteri di controllo del creditore nella attività della società finanziata, spinti sino alla scelta dei soggetti chiamati ad esercitare la relativa attività di gestione (anche se in veste di amministratori indipendenti), finirebbe col prestare il fianco ad una vera e propria riqualificazione in termini di pregnante partecipazione alla attività sociale.

A quanto detto si aggiunga che gli unici poteri riconosciuti dalla legge al creditore sull'attività del soggetto debitore sono quelli che risultano funzionali alla conservazione della garanzia patrimoniale e non anche ad ulteriori e diversi profili di gestione della stessa attività<sup>127</sup>.

Di contro però non si può omettere di riportare, fin d'ora, la voce di quanti invece, a contrario, auspicano proprio un processo di privatizzazione della gestione della crisi dell'impresa, consistente nel trasferire il controllo dell'impresa insolvente dal debitore ai creditori, sul presupposto che, una volta verificata l'insolvenza, tutti gli ulteriori atti di gestione del patrimonio si presterebbero

---

<sup>126</sup> Cfr. Ferri Giuseppe Jr., Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale, in Riv. dir. comm., 2002; Galletti Danilo, Elasticità della fattispecie obbligazionaria e profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in Banca borsa, 1997, p. 279

<sup>127</sup> Cfr. Ferri Giuseppe Jr., op. cit.

ad assumere rilevanza in ordine proprio alla garanzia patrimoniale ed alla sua conservazione<sup>128</sup>.

Inoltre e indipendentemente dalla primaria conservazione dell'identità tipologica dei contratti di finanziamento di cui sopra, è stato posto un problema anche di meritevolezza di tutela alla luce dei principi generali in materia di attività economiche, segnatamente sotto il profilo della libertà di iniziativa economica del debitore (art. 41, comma 1, Cost.)<sup>129</sup>, giacché si è sostenuto come il possibile conferimento di poteri di gestione o direzione o di nomina e revoca della maggioranza degli amministratori in capo al soggetto creditore, finirebbe con il risultare strumentale al perseguimento di fini sostanzialmente contrastanti con quelli dell'impresa debitrice<sup>130</sup>, la quale, qualora non fosse in una situazione di grave o gravissima difficoltà economica, ragionevolmente si rifiuterebbe di accettare clausole di questo tipo<sup>131</sup>. Detto diversamente, l'istituto bancario intento ad accordare un piano di ristrutturazione del debito con una determinata impresa in crisi, non potrebbe vantare un interesse legittimo a vedersi attribuite prerogative maggiori e più incisive di quelle concernenti, al limite, il potere di non approvare i

---

<sup>128</sup> In tal senso soprattutto Scognamiglio Giuliana, *I gruppi*, in *Diritto Commerciale*, Milano, 2010

<sup>129</sup> "L'iniziativa economica privata è libera."

<sup>130</sup> Ben potrebbe il finanziatore imporre all'imprenditore la conclusione di contratti a prestazioni corrispettive sproporzionate a proprio vantaggio, o comunque altre ed ulteriori operazioni marcatamente pregiudizievoli per la società debitrice.

<sup>131</sup> Cfr. Rondinone Nicola, *I gruppi di imprese tra diritto comune e diritto speciale*, Milano, 1999, p. 461

nominativi degli amministratori prescelti dall'impresa stessa<sup>132</sup>. Dunque ne dovrebbe conseguire che l'ipotesi di raggiungimento di una posizione di forza sulla base di particolari convenzioni stipulate con la società debitrice nell'ambito di contratti di scambio e prevedenti la traslazione del potere di gestione e direzione, finirebbe col configurarsi come non ammissibile, quando non addirittura *contra legem*<sup>133</sup>.

Peraltro un problema di meritevolezza di tutela alla luce dei principi generali dell'ordinamento giuridico è stato posto anche con riguardo al rispetto del principio di inscindibilità del nesso tra potere e rischio d'impresa. Ancora una volta il riferimento va a quelle ipotesi in cui l'imprenditore insolvente decide di rinunciare, per contratto, ad ogni potere direttivo sulla sua impresa per trasferirlo integralmente ad un diverso soggetto: i creditori.

Essi si astengono in questi casi dal richiedere il fallimento dell'imprenditore a condizione che venga trasferita loro, o ad una persona di loro fiducia, la direzione dell'impresa (il tutto sul presupposto che l'impresa si risolleverà dallo stato di dissesto).

Appare evidente che in questi casi l'impresa viene ad essere diretta da soggetti che non subiscono affatto il rischio d'impresa e che, nel tentativo di recuperare nella più alta percentuale possibile i propri crediti, potrebbero essere indotti a tentare ogni

---

<sup>132</sup> A condizione ovviamente di fornire congrue motivazioni concernenti la loro scarsa motivazione e/o poca competenza.

<sup>133</sup> Lo afferma con decisione, soprattutto, Rondinone Nicola, *I gruppi di imprese tra diritto comune e diritto speciale*, Milano, 1999

sorta di operazioni, anche le più avventate, con conseguente pregiudizio per gli interessi sociali<sup>134</sup>.

Assai significative sono anche le puntuali osservazioni di quanti hanno sostenuto che il controllo creditorio su una società di capitali finirebbe col porre inevitabilmente un problema di rispetto dei principi sottesi alla stessa organizzazione corporativa: in particolare è stato rilevato come l'esercizio dell'attività di eterodirezione creditoria su una società di capitali finirebbe col tradursi nella violazione delle competenze proprie dell'organo amministrativo in materia di gestione dell'impresa<sup>135</sup>.

Invero, e per quello che attiene alla presente analisi, l'istituto di credito ben potrebbe ingerirsi nella gestione della società finanziata sfruttando la propria posizione in forza proprio del contratto di finanziamento stipulato con la società stessa<sup>136</sup>.

A questo proposito merita segnalare che autorevole dottrina ha paventato da tempo la possibilità di attribuire alle banche la veste di amministratori di fatto per controbilanciare queste immistioni sistematiche nella gestione della società finanziata che abbiano condotto, in pratica, ad un esautoramento degli amministratori di

---

<sup>134</sup> In tal senso, Galgano Francesco, L'imputazione dell'attività d'impresa, in *L'impresa, di Aa.Vv.*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano Francesco, Padova 1978, p. 122 ss.

<sup>135</sup> In termini generali, Abriani Niccolò, *Gli amministratori di fatto delle società di capitali*, 1998, p. 135 ss

<sup>136</sup> La possibilità che l'amministrazione di una società di capitali venga di fatto esercitata dai suoi finanziatori era già stata segnalata in Italia, sin dagli anni cinquanta, dalla più autorevole dottrina giuscommercialistica: v. infatti T. Ascarelli, *Società di persone tra società*, p. 413 e L. Mossa, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, p. 460. Significativamente, entrambi gli autori riconoscevano la possibilità di estendere anche a tali soggetti le regole sulla responsabilità degli amministratori.

diritto<sup>137</sup>. Altrettanto significative sono infine le osservazioni di quanti ritengono difficile estendere la nozione di controllo al contesto particolare dei contratti di finanziamento: in particolare è stata contestata la possibile conciliabilità dello stesso, inteso ovviamente come potere di influenza gestionale connotata da un certo grado di stabilità, con gli interessi tipici e con la naturale precarietà della posizione del creditore<sup>138</sup>.

Concludendo, le posizioni qui paventate presentano senza ombra di dubbio un valido ordine di obiezioni, alle quali di seguito, si cercherà di dare risposta assumendo alcune efficaci considerazioni, insite anch'esse, nel panorama dottrinale italiano. Ebbene, per quanto riguarda l'esigenza di tutelare e salvaguardare la distinzione tipologica tra contratti di finanziamento e contratti di società, è certamente possibile sostenere una posizione contraria alla tesi dello sconfinamento sul presupposto che, come è stato prontamente osservato, lo scopo di lucro (produzione e divisione degli eventuali utili) del contratto di società risulta difficilmente conciliabile con la remunerazione tipica del finanziamento oneroso.

Pertanto, sembrerebbe potersi affermare che non sia in realtà sufficiente l'attribuzione al creditore (bancario) di diritti e/o

---

<sup>137</sup> Cfr. Maccarone Salvatore & Nigro Alessandro, *Funzione bancaria, rischio e responsabilità della banca*, Giuffrè, Milano, 1981, p. 61 ss

<sup>138</sup> Cfr. Poli Stefano, *Commento all'art. 2352 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, p 261, il quale argomenta dal fatto che il potere di indirizzo del creditore può venir meno in ogni momento, soprattutto qualora il debitore estingua le proprie obbligazioni nei suoi confronti.

poteri di tipo gestorio per ricondurre il negozio alla fattispecie societaria<sup>139</sup>.

Sotto altro profilo, si deve notare come la disciplina contrattuale dell'attività del soggetto finanziato non sia di per sé incompatibile con i tratti tipologici dei contratti di finanziamento, né dunque immeritevoli di tutela. A riprova di quanto appena affermato, si può indagare quello che è il contratto di associazione in partecipazione, in particolare osservando la relativa disciplina legale che riconosce espressamente importanti diritti di controllo all'associato (art. 2552 c.c.)<sup>140</sup>.

In merito poi alle critiche mosse sulla base dei principi generali in materia di attività economiche, sono da tenere presente gli approfondimenti di quanti hanno seriamente messo in discussione il fondamento stesso del principio di inscindibilità del potere gestorio dal rischio d'impresa sulla base del fatto che, a ben vedere, tale principio non risulterebbe sorretto da nessun dato normativo specifico, né nel diritto delle società (dove pure se ne è a lungo enfatizzata vuoi la sussistenza, vuoi l'importanza), né in altri ambiti del sistema giuridico<sup>141</sup>.

---

<sup>139</sup> Cfr. Galgano Francesco, L'imputazione dell'attività d'impresa, in *L'impresa*, di Aa.Vv., in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano Francesco, Padova 1978; nonché, Cass., 11 novembre 1957, n. 4350

<sup>140</sup> Cfr. Spada Paolo, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, p. 199; nonché, Cass. 5 gennaio 1984, n.32

<sup>141</sup> Si rimanda in questo senso a, Denozza Francesco, *La responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1977, p. 209 ss.; Vassalli Franco, *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione nelle società personali*, Milano, 1973, p. 156 ss.; Cetra Antonio, *L'impresa collettiva non societaria*, Torino, 2003, p. 167 ss.

Quanto al possibile rischio di lesione del principio di libertà di iniziativa economica, è stato invece rilevato come in realtà tale principio ponga tutt'al più una esigenza di proporzionalità in concreto del vincolo pattizio tra l'interesse del creditore e quello del debitore, e non già di inammissibilità in principio delle clausole negoziali (ivi contenute) attributive di diritti e poteri gestori in capo al creditore<sup>142</sup>.

Esse infatti, da un lato, garantiscono allo stesso creditore costanti informazioni sulla situazione finanziaria e patrimoniale dell'impresa debitrice, permettendo altresì un efficace controllo sull'utilizzazione del credito coerentemente con gli scopi anticipatamente previsti; dall'altro e conseguentemente, rappresentano per il debitore una rilevante gamma di limiti alla libertà di iniziativa imprenditoriale ed al suo potere di disposizione<sup>143</sup>.

Pertanto, si capisce perché la loro validità dovrebbe essere subordinata, e non potrebbe essere altrimenti, ad un giudizio positivo in ordine alla permanenza dell'autonomia imprenditoriale ed economica del debitore, tenuto conto del meccanismo sanzionatorio particolarmente penetrante che la loro violazione deve legittimare.

In tale prospettiva si è allora concluso che, le clausole attributive di diritti o poteri *latu sensu* gestori al creditore come appunto i *covenants*, rappresenterebbero delle forme atipiche di garanzia

---

<sup>142</sup> Cfr. Piepoli Gaetano, Le garanzie negative, in Banca borsa, 2001, 425 ss.

<sup>143</sup> In tal senso si veda ancora Piepoli Gaetano, Profili civilistici dei covenants, in Banca borsa, 2009, p. 507 ss.; peraltro, relativamente alla natura dei *covenants* e al ruolo da essi svolto rispetto alle dinamiche del fenomeno del controllo creditorio, si rimanda al cap. 1

del credito, e come tali comunque (necessariamente) meritevoli di tutela<sup>144</sup>.

Del resto, ulteriori ed importanti conferme in tal senso si possono trarre dalla riforma del diritto societario, in particolare la dove si può osservare l'introduzione di nuove forme di strumenti finanziari idonee ad attribuire ai finanziatori esterni alcuni, giacché limitati, poteri amministrativi (strumenti finanziari partecipativi: art. 2346, comma 6, c.c.).

In questo modo non si può negare come il legislatore abbia voluto riconoscere il concetto di una, seppur parziale, trasferibilità delle prerogative del socio in capo al finanziatore, se non sul piano dei diritti patrimoniali, quantomeno al livello dei poteri sottesi alla organizzazione societaria<sup>145</sup>.

Ed anche opinando diversamente su questo punto, parrebbe comunque difficile negare la rilevanza dell'istituto ai fini qui evidenziati, posto che gli strumenti finanziari partecipativi consentono il coinvolgimento nella produzione dell'attività

---

<sup>144</sup> Cfr. Piepoli Gaetano, Profili civilistici dei covenants, in Banca borsa, 2009, p. 505

<sup>145</sup> Cfr. Tombari Umberto, La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in Riv. soc., 2004, p. 1101 ss., il quale si è spinto a ritenere che nelle società per azioni quotate, verrebbe meno la stessa distinzione concettuale tra le figure del socio e del creditore, e che le diverse tipologie di soggetti partecipanti all'attività sociale (quali gli azionisti ordinari, azionisti speciali, titolari di strumenti finanziari partecipativi e non, obbligazionisti) si caratterizzerebbero come diverse graduazioni (o sfumature) della stessa unitaria categoria dell'investitore. Non si può peraltro tacere sul fatto che la dottrina dominante rimane, a ben vedere, per la piena conservazione della distinzione tra soci e creditori: Spada Paolo, La provvista finanziaria tra destinazione e attribuzione, in Il diritto delle società oggi, Torino, 2011, p. 5 ss

societaria di soggetti che, pur rendendosi protagonisti di apporti di capitale di rischio della società, non fanno comunque parte della compagine societaria<sup>146</sup>.

Inoltre, merita segnalare che il controllo creditorio non è privo di importanti attestati di meritevolezza anche da parte dello stesso legislatore, segnatamente a livello di legislazione speciale.

In questo senso è assai significativa la nuova disciplina delle procedure di insolvenza e, soprattutto, del fallimento.

Con essa viene sostanzialmente riconosciuta la meritevolezza della figura della società soggetta ad eterodirezione creditoria.

La valutazione di fondo sottesa ai nuovi istituti di diritto della crisi è che in situazioni di indebitamento eccessivo, come appunto nei casi di insolvenza o crisi, i soggetti meglio incentivati a gestire in modo efficiente e ponderato il patrimonio e l'impresa non sono più soltanto i soci, ma anche (e forse soprattutto) i creditori<sup>147</sup>.

Più nello specifico, in tali istituti volti alla soluzione concordata o negoziata della crisi, si determina di norma, una situazione di sostanziale assoggettamento della società in crisi al controllo dei principali creditori finanziari; ciò nonostante la stessa società conservi (almeno) formalmente, e in misura più o meno estesa, il libero esercizio dei propri poteri di amministrazione dell'impresa e di disposizione del proprio patrimonio.

---

<sup>146</sup> Cfr. Spada Paolo, La provvista finanziaria tra destinazione e attribuzione, in *Il diritto delle società oggi*, Torino, 2011, p. 12 ss; Costi Renzo, Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006

<sup>147</sup> Cfr. Ferri Giuseppe Jr., Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale, in *Riv. dir. comm.*, 2002, p. 128 ss.

Si tratta a ben vedere di una circostanza che sembra pienamente riconosciuta e forse favorita dallo stesso legislatore, sia pure implicitamente. Proprio in considerazione di questo vengono infatti apprestati una serie di particolari incentivi perché i finanziatori partecipino alla gestione della crisi<sup>148</sup>.

Del resto, non sembrerebbe condivisibile il tentativo di circoscrivere la portata del riconoscimento legislativo della eterodirezione creditoria al solo ambito dell'insolvenza della crisi d'impresa. Questa prospettazione finirebbe con il rilevarsi incoerente con gli stessi obiettivi del diritto della crisi, poiché il controllo creditorio, ove tempestivamente attivato, potrebbe prevenire crisi di insolvenza, risolvendo così a monte i problemi cui sono rivolti gli istituti in questione<sup>149</sup>.

Né tale interpretazione sembra in contrasto con il fatto che dei riconoscimenti specifici di tale fenomeno siano contenuti proprio e soltanto nella normativa fallimentare: l'importanza della eterodirezione creditoria come fattore di prevenzione della crisi, non toglie che, ove la crisi o l'insolvenza si dovessero verificare, potrebbero emergere esigenze ulteriori (quali l'organizzazione della massa dei creditori, l'incentivazione dell'iniziativa dei creditori forti attraverso sacrifici imposti alla massa dei creditori) che richiederebbero comunque una disciplina speciale<sup>150</sup>.

---

<sup>148</sup> Per ulteriori approfondimenti si rimanda qui alla fondamentale opera di Ferri Giuseppe Jr., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002

<sup>149</sup> Cfr. Mazzoni Alberto, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi*, Milano, 2007

<sup>150</sup> In tal senso si veda ancora, Ferri Giuseppe Jr., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002

Alla luce di quanto affermato, sembra dunque che il principio di meritevolezza dei fenomeni di eterodirezione creditoria in corrispondenza dell'indebitamento eccessivo e del conseguente trasferimento sostanziale del rischio di impresa, risulti avere una capacità espansiva ben al di là del delicato contesto della crisi<sup>151</sup>. Infine, non condivisibile sembra essere la tesi contraria all'ammissibilità del fenomeno qui analizzato sulla base di una presunta difficoltà di coordinamento tra il concetto di controllo societario e il contesto dei contratti di finanziamento. In particolare, e soprattutto per quanto attiene al profilo della stabilità del controllo stesso, è stato prontamente rilevato come tale stabilità non sia necessariamente assente nei rapporti di finanziamento<sup>152</sup>.

Anzi, a ben vedere, la naturale relazione di potere connessa al rapporto di finanziamento, è ritenuta tutt'altro che precaria, soprattutto in situazioni di crisi d'impresa, giacché la concessione del finanziamento bancario risulta indispensabile per la positiva continuazione (e conduzione) dell'attività verso lidi economicamente più sicuri<sup>153</sup>.

Per chiudere, da un punto di vista dogmatico non pare allora azzardato convenire con quanti affermano che l'ordinamento sia attualmente orientato nel senso della legittimità e della

---

<sup>151</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>152</sup> Si tenga presente che la ricorrenza del requisito della stabilità non può non venir valutata secondo un criterio di effettività, guardando evidentemente al caso concreto.

<sup>153</sup> Cfr. Rimini Emanuele, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, il quale afferma con decisione la compatibilità del rapporto di finanziamento, specialmente in situazioni di crisi, con il requisito della stabilità del controllo societario.

meritevolezza di un particolare modello di società eterodiretta intesa come modello di società diverso da quello tradizionale, sia evidentemente da un punto di vista gestionale e della struttura organizzativa, che da un punto di vista dell'attività svolta.

Si vuole cioè fare riferimento alla società strutturalmente sottoposta al potere direttivo di alcuni creditori, e in concreto oggettivamente indirizzata in vista dell'obiettivo prioritario di preservare o ripristinare la solvibilità dell'impresa, anziché la massimizzazione dell'utile per i soci<sup>154</sup>.

Beninteso ciò non significa arrivare a tollerare qualsiasi comportamento da parte del creditore di controllo, quand'anche, per i fini sopraesposti, risultasse dannoso o comunque pregiudizievole per la società eterodiretta.

Detto altrimenti, si vuole qui affermare che il principio di legittimità della eterodirezione deve necessariamente confrontarsi e coordinarsi con il principio della tutela dell'interesse sociale della società controllata<sup>155</sup>.

Questo significa che un fenomeno economico e sociale che sia reputato meritevole di riconoscimento giuridico come quello qui analizzato, non pone soltanto problemi di tutela degli interessi giuridici messi a repentaglio dallo stesso, ma anche e forse prioritariamente problemi di organizzazione del suo fisiologico svolgimento<sup>156</sup>.

---

<sup>154</sup> Cfr. Rimini Emanuele, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 56

<sup>155</sup> Cfr. Rimini Emanuele, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 302

<sup>156</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 62

## 2.2 Un confronto comparatistico

Alle possibili valutazioni giuspolitiche appena esplicitate deve seguire, inevitabilmente, un pur minimo confronto comparatistico poiché, lo si vedrà, è indubbio che il diritto comparato fornisca diverse indicazioni d'interesse per l'indagine qui condotta.

Si tratta allora di un passaggio ulteriore con il quale si vuol porre attenzione alla situazione giuridica presente oltre i confini nazionali, al fine di poter comprendere eventuali differenze o peculiarità di impostazione legislativa e/o interpretativa.

Di seguito saranno dunque riportati, senza alcuna pretesa di completezza, alcuni rilevanti spunti legislativi e dottrinali variamente presenti all'interno di tre importanti ordinamenti esteri: quello tedesco, quello statunitense e quello inglese.

In particolare, le esperienze prese in esame confermeranno la rilevanza dei problemi tipologici e normativi sui quali è stata qui richiamata l'attenzione. Infatti, sia in Germania sia nei principali ordinamenti di *common law*, muovendo da un giudizio di tendenziale meritevolezza del fenomeno del controllo societario da credito, è stata avvertita l'esigenza di approntare uno statuto del controllo societario teso a promuovere il fisiologico svolgimento dell'attività di eterodirezione.

Si vedrà di seguito come la soluzione alle problematiche sottese al fenomeno qui richiamato, quando non direttamente presentate dal legislatore (come nel Regno Unito con gli istituti della *administrative receivership* e della *administration*), vengano

comunque ricercate dagli interpreti secondo metodologie e percorsi differenti. A tale proposito, particolarmente percorsa è la strada che porta ad una assimilazione del controllo creditorio alle fattispecie tipiche di attività di eterodirezione, con conseguente applicazione di soluzioni analoghe a quelle già previste dal diritto societario (eventualmente previo adattamento alle peculiarità del fenomeno creditorio).

### **2.2.1 L'esperienza tedesca**

In Germania, a fronte della progressiva diffusione nella prassi di clausole contrattuali di controllo societario accessorie a contratti di finanziamento (come i *covenants*) e di una valutazione di tendenziale meritevolezza del fenomeno, la riflessione ermeneutica ha evidenziato, negli ultimi decenni, l'esigenza che il finanziatore veda istituzionalizzato il proprio eventuale (e provvisorio) ruolo di preminenza all'interno dell'impresa societaria<sup>157</sup>.

In questa prospettiva, è stato preso in considerazione il problema posto tra contratti di finanziamento e fattispecie del controllo societario rilevante ai fini della disciplina dell'attività di eterodirezione.

---

<sup>157</sup> Cfr. Servatius Wolfgang, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, Tübingen, 2008, p. 186; Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, il quale segnala come in il legislatore tedesco si sia reso protagonista, con la recente riforma del diritto fallimentare, dell'introduzione di significative novità dirette ad agevolare la procedura di insolvenza a fini di risanamento che si basano tutte sul ruolo rafforzato del comitato dei creditori.

In particolare è stata affrontata la questione relativa alla possibile vincolatività dell'attività di eterodirezione del creditore sulla società finanziata, nonché la tematica concernente i doveri e i vincoli gravanti sul creditore stesso a tutela della società debitrice contro eventuali abusi insiti nell'esercizio della eterodirezione<sup>158</sup>.

Procedendo con ordine occorre premettere che in Germania, a differenza di quanto rintracciabile nel nostro codice civile, la disciplina civilistica non contempla una definizione generale di controllo societario.

Si tratta di una impostazione che è stata giustificata dal legislatore tedesco con un approccio diretto alla individuazione delle fattispecie rilevanti in funzione delle varie discipline dettate per i fenomeni di eterodirezione<sup>159</sup>.

Tuttavia è da precisare che nessuna di tali disposizioni si occupa di definire la figura del controllo idoneo a far presumere un'attività di eterodirezione derivante da un contratto di finanziamento<sup>160</sup>.

Così ad esempio, in materia di imprese connesse (*Verbundene Unternehmen*)<sup>161</sup> la legge azionaria tedesca prevede

---

<sup>158</sup> Cfr. Servatius Wolfgang, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, Tübingen, 2008, p. 336

<sup>159</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>160</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *op. cit.*

<sup>161</sup> Der deutsche Gesetzgeber hat den Begriff in des Aktiengesetzes wie folgt definiert: *Verbundene Unternehmen sind rechtlich selbständige Unternehmen, die im Verhältnis zueinander in Mehrheitsbesitz stehende Unternehmen und mit Mehrheit beteiligte Unternehmen, abhängige und herrschende Unternehmen, Konzernunternehmen, wechselseitig beteiligte Unternehmen oder Vertragsteile eines Unternehmensvertrags sind.* "Außer den Konzernverflechtungen sind demnach auch andere Fallgestaltungen für das Vorhandensein eines verbundenen Unternehmens denkbar", in <http://www.gesetze-im-internet.de/>

espressamente il concetto di dipendenza incentrata sul possesso di un potere di influenza dominante sulla società (veicolato da una partecipazione maggioritaria) da parte di un soggetto coinvolto in attività economiche tali da ingenerare un potenziale legame di direzione unitaria. Inoltre sempre la stessa legge prevede una serie di contratti di impresa idonei a generare controllo societario, tra i quali si annoverano soprattutto: i contratti con i quali una società si sottopone al potere di altra società di impartire direttive e istruzioni vincolanti per il suo organo amministrativo in funzione di interessi di gruppo; i contratti, tipicamente funzionali ad operazioni di scambio, con i quali una società concede ad un'altra il diritto di gestire la sua impresa per conto proprio oppure trasferisce una parte dei propri utili<sup>162</sup>.

Nessuna disposizione è però dedicata alla definizione del controllo societario fonte di eterodirezione derivante da contratti di finanziamento; figura questa che viene ritenuta non direttamente riconducibile ad alcuna delle fattispecie predette.

Il problema si è posto, in particolare, rispetto alla figura del contratto di dominio, poiché l'orientamento dominante tende ad escludere che nello stesso possa finire per inquadrarsi il contratto di finanziamento, quand'anche quest'ultimo sia caratterizzato da penetranti clausole organizzative. Alle stesse conclusioni si giungerebbe anche la dove si volesse interpretare estensivamente

---

<sup>162</sup> Cfr. Emmerich Volker, in *Aktien – und GmbH-Konzernrecht*, München 2010; Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

lo stesso contratto di dominio, sì da ricomprendersi anche casi di contratti di dominio indiretti o atipici.

In tal senso si ritiene decisivo il fatto che, normalmente, nel controllo creditorio manca lo scopo di gruppo tipico del contratto di dominio, essendo il finanziatore mosso evidentemente da uno scopo di garanzia sul credito concesso alla società debitrice<sup>163</sup>.

Ad ogni modo, merita segnalare la posizione caldeggiata dall'orientamento tradizionale in Germania che ammette invece il controllo societario (rilevante ai fini della disciplina della eterodirezione) rispetto a contratti di scambio - compresi i contratti di finanziamento – quand'anche in presenza di situazioni di dipendenza puramente economica<sup>164</sup>.

Tale impostazione si caratterizza per il fatto di consentire una sicura delimitazione dell'ambito applicativo della disciplina sottesa al fenomeno in commento, nonché di assicurare nella misura più ampia, quelle che sono le esigenze di tutela della società eterodiretta contro eventuali abusi da parte del soggetto di controllo; esigenze che vengono percepite come assolutamente preminenti.

A fronte di questo orientamento tradizionale però non si può omettere di riportare la posizione di quanti hanno invece sottolineato che l'applicazione di norme di tutela societaria della società controllata in presenza di contratti che danno luogo a

---

<sup>163</sup> Cfr. Bochmann Christian, *Covenants und die Verfassung der Aktiengesellschaft*, Tübingen, 2012, p. 155 ss.; Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 69

<sup>164</sup> Si segnala in proposito soprattutto, Dierdoff Josef, *Herrschaft und Abhängigkeit einer Aktiengesellschaft auf schuldvertraglicher und tatsächlicher Grundlage*, Berlin, 1978

situazioni di mera dipendenza economica, implicherebbe una sorta di protezione statale per imprese in difficoltà contro il rischio di errori imprenditoriali; protezione che oltre a contraddire i principi fondamentali del diritto civile e dell'economia, risulterebbe causa di sconfinamento del diritto societario nella problematica dei rapporti banca-impresa<sup>165</sup>.

Inoltre, da un punto di vista pratico è stato fatto notare che riuscire ad indicare i criteri oggettivi in base ai quali accertare quando la fattispecie in questione possa dirsi integrata risulterebbe di estrema difficoltà; ciò in considerazione soprattutto della mancanza di precisi parametri normativi all'interno della legislazione teutonica<sup>166</sup>.

Difficoltà che viene considerata estremamente grave rispetto a rapporti come quelli di finanziamento, i quali sfociano in situazioni di dipendenza economica, generalmente, in modo graduale e senza soluzioni di continuità agevolmente percepibili. Dunque, non basterebbero per costituire una posizione di controllo rilevante in capo al finanziatore, circostanze concernenti il contenuto economico del rapporto (come l'entità del finanziamento, la sua durata, l'entità delle garanzie patrimoniali, ecc.)<sup>167</sup>.

Ulteriore problematica, sulla quale non si registra ampia convergenza, è quella attinente alla possibile individuazione delle

---

<sup>165</sup> In questo senso soprattutto Koppensteiner Hans G., in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln, 2011, p. 255 ss.; Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>166</sup> Cfr. Koppensteiner Hans G., in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln, 2011, p. 258; Cuomo Paolo, op. cit.

<sup>167</sup> Cfr. Koppensteiner Hans G., op. cit.; Cuomo Paolo, op. cit.

clausole organizzative potenzialmente idonee ad attestare, almeno formalmente, l'assunzione di un ruolo gestorio da parte del soggetto creditore. Non risulta cioè ben chiaro quando eventuali *covenants* inseriti all'interno di un contratto di finanziamento, possano dare origine ad un controllo creditorio esterno<sup>168</sup>.

A tal proposito si segnala la posizione di quanti hanno cercato di attingere ai concetti del diritto societario, muovendo da una nozione di controllo elaborata tramite estensione analogica della fattispecie di controllo utilizzata dalla disciplina in tema di doveri fiduciari e di postergazione legale dei finanziamenti del socio-imprenditore<sup>169</sup>.

In questa prospettiva, requisito sufficiente per la instaurazione di un potere di controllo rilevante in capo al creditore viene ritenuta la stipula di clausole a contenuto organizzativo che, pur avendo formalmente efficacia obbligatoria, abbiano di fatto un impatto sulla gestione e sulla struttura societaria equiparabile a quello tipico del socio, anche alla luce della dipendenza finanziaria della società rispetto al creditore<sup>170</sup>.

---

<sup>168</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>169</sup> In termini generali, Dembski Jan, *Gesellschaftrechtliche Treubindungen von Nichtmitgliedern, insbesondere nachmitgliedschaftliche Treubindungen*, Berlin, 2009, p. 83 ss; Cuomo Paolo, op. cit.

<sup>170</sup> Cfr. Dembski Jan, *Gesellschaftrechtliche Treubindungen von Nichtmitgliedern, insbesondere nachmitgliedschaftliche Treubindungen*, Berlin, 2009; Cuomo Paolo, op. cit.

In particolare, vengono considerati rilevanti i poteri di nomina e revoca degli amministratori, nonché i poteri di imporre direttive vincolanti agli stessi e finanche i poteri di veto<sup>171</sup>.

Infine occorre spendere un accenno anche sulla disciplina dell'esercizio dell'attività di eterodirezione creditoria poiché molte sono le incertezze a riguardo. Infatti, giova ricordare che in Germania solo l'esercizio dell'attività di eterodirezione societaria trova una disciplina certa con riferimento all'influenza del socio in quanto tale, nonché rispetto alla eterodirezione nei contesti di gruppo o comunque di connessione di imprese; non altrettanto si può dire appunto sulla disciplina applicabile alla eterodirezione creditoria, e ciò ancorché i problemi da questa posti siano oggettivamente simili a quelli affrontati e risolti nella disciplina delle fattispecie tipiche di eterodirezione societaria<sup>172</sup>.

Ebbene secondo un orientamento largamente condiviso che guarda all'applicazione di istituti propri del diritto societario, la disciplina dell'esercizio dell'attività di eterodirezione creditoria andrebbe ricavata attingendo ai principi che regolano l'esercizio dell'influenza esercitata sulla società dal socio in quanto tale: in concreto, si propone l'applicazione analogica della disciplina in tema di postergazione legale dei finanziamenti dei soci-

---

<sup>171</sup> Cfr. Dembski Jan, *Gesellschaftrechtliche Treubindungen von Nichtmitgliedern, insbesondere nachmitgliedschaftliche Treubindungen*, Berlin, 2009

<sup>172</sup> Tale lacunosità normativa viene sottolineata soprattutto da Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, il quale rimanda a Servatius Wolfgang, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, Tübingen, 2008; nonché per quel che attiene al diritto dei gruppi e delle imprese connesse Veil Rudiger, *Unternehmensverträge*, Tübingen, 2003

imprenditori, nonché dei doveri fiduciari dei soci verso la società<sup>173</sup>.

Così, si ritiene che anche il creditore influente debba partecipare al rischio d'impresa della società debitrice, sia pure nei limiti del capitale in essa investito.

In questo modo si ritiene possibile non solo disincentivare eventuali scorrettezze del creditore ai danni della società, ma al contempo giustificare l'influenza creditoria sull'attività della società debitrice, sottraendola altresì ad un sindacato giudiziale sulla correttezza della condotta posta in essere dal creditore stesso<sup>174</sup>.

Si tratta evidentemente di una soluzione interessante e, di fatto, largamente condivisa in Germania, anche se non per questo pacifica. Tuttavia, e sempre per ragioni di completezza, non si può non riportare anche la posizione di coloro che, contrapponendosi a questo orientamento, hanno invece deciso di affidarsi ai principi generali del diritto civile. Nello specifico si ritiene che clausole gestorie ad effetti obbligatori come i *covenants* inseriti nei contratti di finanziamento, non possano avere rilevanza societaria, e soprattutto che le esigenze di organizzazione e di tutela sottese al fenomeno qui in esame possano essere perseguite diversamente; facendo appunto

---

<sup>173</sup> Cfr. Servatius Wolfgang, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, Tübingen, 2008, p. 308 ss.; Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>174</sup> In questi termini ancora Servatius Wolfgang, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, Tübingen, 2008, p. 426; nonché, Cuomo Paolo, op. cit.

riferimento ai principi generali del diritto civile<sup>175</sup>. In particolare, con riferimento alle esigenze di corretto esercizio del potere di influenza del creditore a tutela del debitore contro eventuali abusi gestori, si ritiene che il criterio normativo adeguato sia fornito dagli obblighi contrattuali, dai principi di correttezza e buona fede nell'attuazione del rapporto obbligatorio e/o dell'illecito aquiliano<sup>176</sup>. Dunque, una posizione questa che, pur non trascurando le esigenze di tutela della società debitrice, si contraddistingue dalla precedente per un orientamento sicuramente di favore rispetto ai fenomeni di eterodirezione creditoria.

### **2.2.2 L'esperienza statunitense**

Anche negli Stati Uniti, con la progressiva diffusione del fenomeno del controllo da *debt covenants*, è stata avvertita l'esigenza di non penalizzare l'eventuale iniziativa imprenditoriale del finanziatore, poiché percepita come foriera di notevoli vantaggi per le stesse imprese finanziate<sup>177</sup>.

Partendo da questo presupposto sono state quindi affrontate alcune problematiche ritenute, per quel che qui interessa,

---

<sup>175</sup> In tal senso soprattutto, Runge Julia, *Covenants in Kreditverträgen: Grazen der Einflussnahme von Kreditinstituten*, Köln, 2010

<sup>176</sup> Cfr. Runge Julia, op. cit.

<sup>177</sup> Cfr. Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, *Private debt and the missing lever of corporate governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006, p. 248: In today's environment, we see little need for judicial doctrines designed to promote investor welfare. For example, courts in recent years have taken more seriously the notion that the board's allegiance should shift to the creditors when the business finds itself in the zone of insolvency.

particolarmente rilevanti: ovvero a partire da quale momento si può affermare instaurata una posizione di controllo societario rilevante ai fini della eterodirezione (*corporate control*) in capo al soggetto finanziatore (solitamente l'istituto bancario); esplicitare i confini da porre all'esercizio della eterodirezione creditoria al fine di tutelare la società debitrice, nonché e conseguentemente, i doveri e i vincoli a carico del creditore (a garanzia della società controllata e dei relativi *stakeholder*).

Si deve peraltro premettere che il diritto statunitense, mentre conosce la nozione di socio di controllo (*dominating shareholder*) ancorata al possesso di partecipazioni sociali superiori al 50% o comunque di fatto sufficienti a determinare la composizione dell'organo amministrativo<sup>178</sup>, non contempla invece norme legali funzionali alla definizione del ruolo del creditore di controllo (*controlling creditor*), almeno se non per fini molto circoscritti quali quelli prettamente sanzionatori<sup>179</sup>.

Del resto, per quel che concerne il controllo eterocreditorio, si tende ad escludere che una situazione di mera dipendenza economica della società finanziata rispetto al creditore (*financial*

---

<sup>178</sup> Cfr. Iman Anabtawi & Lynn Stout, Fiduciary duties for activist shareholders, in *Stanford Law Review*, 2008, p.1274 ss. (The evolving role of shareholders in corporate governance)

<sup>179</sup> Restatement (Second) of Agency § 140 -§ 140. Security Holder Becoming a Principal: A creditor who assumes control of his debtor's business for the mutual benefit of himself and his debtor, may become a principal, with liability for the acts and transactions of the debtor in connection with the business

*nomination*) sia di per sé idonea ad instaurare una situazione di controllo creditorio rilevante<sup>180</sup>.

In tal senso, viene rilevato che eventuali obblighi o doveri qualificati (ad es. *fiduciary duties*) derivanti dal controllo societario, si possono giustificare solo là dove il soggetto di controllo riesca a vantare un potere discrezionale di indirizzo sulla società controllata; aspetto questo che viene considerato difficile da scorgere rispetto ai tipici rapporti di credito-debito, nei quali i diritti e gli obblighi reciproci delle parti sono precipuamente definiti dal contratto stesso<sup>181</sup>.

Sotto altro profilo, si rileva poi che un potere di influenza del creditore è rintracciabile in ogni contratto di finanziamento, e che pertanto affidare una possibile delimitazione dall'ambito applicativo della disciplina della eterodirezione societaria a criteri così sfuggenti, significherebbe esporre il creditore ad un livello di incertezza eccessivo frutto di un eccesso di deterrenza, con conseguenti effetti pregiudizievoli per lo stesso sistema dei finanziamenti alle imprese<sup>182</sup>; sistema che, come detto, viene avvertito come particolarmente importante da un punto di vista dell'economia di mercato.

---

<sup>180</sup> Cfr. Tung Frederick, *Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance*, in *UCLA Law Review*, 2009, p. 170

<sup>181</sup> Cfr. Tung Frederick, *Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance*, in *UCLA Law Review*, 2009, p. 173

<sup>182</sup> Cfr. Tung Frederick, *Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance*, in *UCLA Law Review*, 2009, p. 177

In realtà, l'orientamento prevalente ritiene che si debba guardare alla nozione di controllo partecipativo.

Argomentando per analogia, infatti, si sostiene che l'instaurazione di una posizione di controllo creditorio rilevante debba richiedere non solo una situazione di dipendenza finanziaria della società debitrice rispetto al creditore, ma anche la stipula di patti attributivi di poteri gestori formali al creditore stesso, inerenti soprattutto alla nomina e alla revoca degli amministratori. In presenza di tali clausole, quindi, il controllo si presume sino a prova contraria<sup>183</sup>.

Tale orientamento, forse lontano dal nostro modo di concepire le dinamiche societarie, si giustifica anche in considerazione del fatto che, per il diritto statunitense, il principio di sovranità societaria (*shareholder primacy*) non risulta del tutto inderogabile. In particolare, la validità ed efficacia di pattuizioni limitative della sovranità societaria viene ammessa, anche in materia di contratti di finanziamento, a condizioni tutto sommato poco restrittive: si ritiene cioè sufficiente che vengano rispettati l'interesse della società nonché i principi inderogabili di funzionamento dell'organizzazione societaria. Sotto quest'ultimo profilo, si considera infatti illecito il controllo acquisito in violazione delle competenze inderogabili degli organi della società finanziata<sup>184</sup>.

---

<sup>183</sup> Cfr. Triantis George D. & Daniels Ronald J., The role of debt in interactive corporate governance, in California Law Review, 1995, p. 1099

<sup>184</sup> V. Credit Lyonnais Bank Nederland v. Pathe Commc'ns Corp.; Blackmore Partners v. Link Energy LLC; Tung Frederick, Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance, in UCLA Law Review, 2009, p. 42 ss.

Infine, per quel che riguarda l'esercizio dell'attività di eterodirezione creditoria, e in particolare per quel che riguarda la tutela della società debitrice, si vuole segnalare qui la presa di posizione del più importante filone interpretativo (dottrinale e giurisprudenziale) americano. Esso, ritenendo sostanzialmente insufficienti gli istituti tradizionalmente utilizzati per reprimere eventuali abusi di controllo del creditore (come la revocatoria – *law of preferences* – e la disciplina dell'illecito – *law of tort* –), si è distinto per soluzioni di ordine societario (quindi attraverso l'estensione dei principi di *corporate law*).

In particolare, è stato proposto di equiparare la posizione del *controlling creditor* a quella del *controlling shareholder*: in questo modo l'esercizio del controllo finirebbe col comportare anche per il creditore il rispetto dei doveri fiduciari non dissimili da quelli già presenti per il socio di controllo<sup>185</sup>. Più ancora di recente, è stato addirittura proposto di equiparare, di fatto, la posizione del creditore di controllo a quella degli amministratori (della società controllata): questo evidentemente sia sotto il profilo dei doveri fiduciari nel controllo gestorio sia sotto il profilo finanziario<sup>186</sup>.

---

<sup>185</sup> In questa direzione: *Beneficial Commercial Corp. v. Murray Glick Datsun Inc.*; *Berquist v. First Nat'l Bank of St. Paul*; *Anaconda-Ericsson Inc. v. Hessen*; Codazzi Elisabetta, *L'ingerenza nella gestione delle società di capitali: tra atti e attività*, Milano, 2012, p. 97 ss

<sup>186</sup> In tal senso: *Credit Lyonnais Bank Nederland v. Pathe Commc'ns Corp.*; relativamente a tale caso si veda anche Baird Douglas G. & Rasmussen K. Robert, *Private debt and the missing lever of corporate governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006 p. 1248: The case is often cited as establishing the idea of shifting fiduciary duties in the zone of insolvency. The essential facts, however, are that lenders to the corporation wanted to enforce the control rights for which they had

### 2.2.3 L'esperienza inglese

Infine, e per concludere questo confronto comparatistico, non si può omettere di riportare alcuni cenni propri del contesto inglese, sempre relativamente all'argomento qui trattato.

Tale contesto si caratterizza, forse più di tutti gli altri, per una profonda comprensione della problematica relativa al controllo societario da credito.

Anzi, il tema del controllo del principale finanziatore della società, quale strumento privilegiato per assicurare una *governance* adeguata delle società in situazioni di crisi, è stato tradizionalmente affrontato e positivamente risolto, finanche a ritenerlo prevalente persino rispetto allo stesso problema della tutela della società finanziata contro eventuali abusi gestori del creditore<sup>187</sup>.

Dunque, e a differenza degli altri ordinamenti sopra richiamati, l'esperienza inglese si segnala per la predisposizione da parte dello stesso legislatore di una vera e propria disciplina della eterodirezione creditoria<sup>188</sup>.

In primo luogo, si segnala l'istituto dell'*administrative receivership*, cui tradizionalmente veniva affidato il compito di strutturare il controllo creditorio da contratto sulla società in

---

bargained, and the board resisted, pointing out that it owed fealty to the shareholders. The court opined on the shifting nature of fiduciary duties so as to undermine the board's argument. The court's instinct was undoubtedly sound, but we would push it further. The easier it becomes to enforce control rights (and it is already quite easy), the less one must depend upon judge-made definitions of fiduciary duty to do the heavy lifting.

<sup>187</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>188</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *op. cit.*

crisi<sup>189</sup>. Si tratta di un istituto strettamente connesso al diritto delle garanzie del credito e, in particolare, alle *floating charges*<sup>190</sup>.

In pratica il finanziatore che si trova assistito da tali forme di garanzie, può contare su un potere di nomina con il quale designare un soggetto (il *receiver*) chiamato a gestire il patrimonio e l'impresa della società debitrice con l'obiettivo di recuperare quanto spettante al creditore garantito, anche a discapito degli interessi della società e degli stessi creditori non garantiti. Tutto questo alla fondamentale condizione che il creditore titolare della floating charge disponga di garanzie tali da ricoprire la totalità o quasi del patrimonio della società debitrice (*qualifying floating charge*)<sup>191</sup>.

Ovviamente, il presupposto per attivare questo meccanismo di garanzia, resta il verificarsi di un *event of default* idoneo, secondo quanto pattuito nel contratto di finanziamento, ad attivare il potere di nomina del *receiver*<sup>192</sup>.

Ora, al di là delle possibili valutazioni di merito, è evidente che l'istituto in questione costituisce un caso concreto e tangibile in cui al controllo creditorio da contratto viene riconosciuto il rango di vera e propria forma di contrattazione preventiva sulla disciplina dell'insolvenza societaria.

---

<sup>189</sup> Istituto al quale è stata data una profonda riforma con l'Enterprise act of 2002

<sup>190</sup> Cfr. Goode Roy, Principles of corporate insolvency law, London, 2011, p. 250

<sup>191</sup> Cfr. Goode Roy, Principles of corporate insolvency law, London, 2011, p. 252

<sup>192</sup> Cfr. Goode Roy, Principles of corporate insolvency law, London, 2011, p. 253

Il diritto inglese quindi si è spinto ad approntare uno strumento apposito per consentire al creditore, in virtù degli interessi finanziari maturati e dei diritti contrattuali posseduti, di esercitare legittimamente un'influenza dominante sulla società debitrice<sup>193</sup>. Inoltre, si consideri che l'attivazione dell'*administrative receivership* è idonea a bloccare, o comunque a prevalere, sulle procedure d'insolvenza rivolte alla tutela degli interessi della massa dei creditori<sup>194</sup>.

Sempre rimanendo in ambito di disciplina di procedure d'insolvenza giova riportare l'istituto della *administration*.

Si tratta cioè di una particolare procedura d'insolvenza con la quale l'attività della società in crisi viene sottratta ai relativi organi direttivi per essere affidata ad un ufficio esterno (administrator), il quale ha il compito di valutare e organizzare le possibili soluzioni alla crisi (riorganizzazione societaria, salvataggio dell'impresa, liquidazione del patrimonio) nell'interesse del ceto creditorio.

A tal fine l'*administrator* viene investito sia del potere di gestione dell'impresa, sia di competenze più propriamente societarie come la nomina e revoca degli amministratori o la convocazione dell'assemblea dei soci<sup>195</sup>.

---

<sup>193</sup> Cfr. Goode Roy, *Principles of corporate insolvency law*, London, 2011; Armour John & Frisby Sandra, *Rethinking receivership*, ERSC Centre of business and research, University of Cambridge, 2000

<sup>194</sup> Cfr. Armour John & Frisby Sandra, *Rethinking receivership*, ERSC Centre of business and research, University of Cambridge, 2000, p. 5 ss.

<sup>195</sup> Cfr. Goode Roy, *Principles of corporate insolvency law*, London, 2011, p. 333

Dunque, sembra del tutto evidente che l'istituto della *administration* sia anche un strumento di legittimazione del controllo creditorio da contratto. Infatti, la relativa disciplina riconosce al creditore dotato di garanzie flottanti e reali sulla totalità (o quasi) del patrimonio della società debitrice, il duplice potere di attivare la procedura in conseguenza del semplice verificarsi di un *event of default* (previsto ovviamente all'interno del contratto di finanziamento) e a prescindere dal grado di probabilità di insolvenza; nonché di nominare l'*administrator* in sede stragiudiziale, con priorità rispetto alla società, ai suoi amministratori e agli altri creditori.

Appare evidente che in questo modo il principale finanziatore della società disporrà di un potente strumento di condizionamento dell'attività della società debitrice, sebbene tuttavia l'*administrator* debba agire anche come fiduciario dell'intero ceto creditorio<sup>196</sup>.

Infine, pare interessante segnalare che anche nel Regno Unito è stato posto il problema se, una volta instaurata una situazione di eterodirezione creditoria da contratto, gli obblighi fiduciari possano obbligare i relativi amministratori a recepire le direttive del creditore di controllo. In favore della soluzione affermativa, è stato argomentato dalla inerenza dell'interesse dei creditori allo stesso interesse della impresa societaria, nonché dall'esigenza di assicurare un correttivo alla separazione fra proprietà

---

<sup>196</sup> Cfr. Goode Roy, *Principles of corporate insolvency law*, London, 2011, p. 343

sostanzialmente detenuta dai creditori e il controllo formalmente detenuto dagli amministratori<sup>197</sup>.

### **2.3 Il sostrato normativo italiano: criticità e contributi interpretativi**

Passando dal diritto comparato al diritto italiano, occorre adesso valutare approfonditamente le possibili basi legislative eventualmente presenti (o meno) all'interno del nostro ordinamento giuridico.

Sia detto sin da subito che non giova, ai fini qui proposti, la presenza di un ostacolo al quanto significativo posto dalla legge italiana, ovvero il fatto che attualmente non sono fornite indicazioni univoche circa i criteri da adottare nella qualificazione del fenomeno in esame.

In questo senso, si consideri innanzitutto il profilo del controllo esercitato a fini imprenditoriali (eterodirezione creditoria). A tal proposito, è nota la presenza di una molteplicità di nozioni dello stesso all'interno della nostra legislazione (il che evidentemente non va in direzione di una facilitazione dell'opera interpretativa), tuttavia si ritiene che la nozione di controllo cui fare riferimento rispetto alla presente analisi sia senz'altro quella contenuta

---

<sup>197</sup> Cfr. Harner Michelle M., The corporate governance and public policy implications of activist distressed debt investing, in *Fordham Law Review*, 2008, p. 160 ss.

nell'art. 2359 c.c., cioè l'unica norma espressamente volta a definire la fattispecie del controllo all'interno del codice civile<sup>198</sup>.

A tal proposito merita segnalare fin d'ora che, nella normativa recata dall'art. 2497-*sexies* c.c., tesa cioè ad instaurare presunzioni di direzione e coordinamento di società in relazione a fattispecie di controllo societario, il richiamo operato dal legislatore risulta inequivocabilmente a favore proprio all'art. 2359 c.c., con ciò testimoniando una volta di più la centralità di tale definizione codicistica ai fini della disciplina societaria<sup>199</sup>.

Inoltre, e non secondariamente, è da tenere presente che la norma definitoria della fattispecie del controllo societario (art. 2359 c.c. appunto), pur ammettendo il controllo derivante da contratti di scambio (art. 2359, comma 1, n.3, c.c.), non sembra dare indicazioni sufficientemente chiare e precise circa la tipologia di clausole di per se idonee ad attestare formalmente la ricorrenza di un potere di influenza dominante in capo al creditore, presumibilmente destinato a sfociare in una attività di eterodirezione (creditoria)<sup>200</sup>.

Più in dettaglio, merita segnalare che il legislatore ha effettivamente fornito alcune indicazioni relativamente a fattispecie di controllo societario, ma ciò solo in riferimento a

---

<sup>198</sup> In merito al rapporto tra controllo creditorio e fattispecie del controllo contrattuale *ex* art. 2359, comma 1, n. 3, c.c. si rimanda al cap. 3

<sup>199</sup> Sulla definizione *ex* art. 2359 c.c. come figura generale e di diritto comune: Notari Mario, La nozione di controllo nella disciplina antitrust, Milano, 1996, p. 182 ss.; Rondinone Nicola, I gruppi di imprese tra diritto comune e diritto speciale, Milano, 1999, p.118 ss; Rimini Emanuele, Il controllo contrattuale, Milano, 2002, p. 169 ss

<sup>200</sup> In termini generali, Spolidoro Massimo, Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust, in Riv. soc., 1995, p. 477 ss.

quelle che sono le c.d. fattispecie tipiche di attività di eterodirezione: vale a dire, il controllo partecipativo e il controllo contrattuale da contratto da dominio.

Infatti, mentre per queste fattispecie il legislatore nazionale stabilisce (quantomeno implicitamente) che il controllo rilevante presuppone la disponibilità della maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria o comunque di una quantità di diritti di voto sufficiente a dominare tale importantissimo organo (art. 2359, comma 1, nn.1 e 2, c.c.) o, rispettivamente, la stipula di un contratto avente ad oggetto il potere di impartire direttive o istruzioni vincolanti all'organo amministrativo (art. 2497-*septies* c.c.); nulla di paragonabile è invece previsto per il controllo da contratto di scambio<sup>201</sup>.

Né si può affermare che il problema della individuazione della fattispecie in questione abbia trovato adeguata soluzione a livello interpretativo; questo soprattutto a causa delle incertezze mostrate circa la possibile meritevolezza delle forme di organizzazione contrattuale in questione e della particolare (per non dire esclusiva) attenzione posta sulle esigenze di tutela della società controllata<sup>202</sup>.

Infatti, risulta tutt'ora controverso se il controllo da contratto di scambio richieda l'attribuzione al creditore di diritti e poteri di natura gestoria ovvero integri essenzialmente un fenomeno di dipendenza economica della controllata rispetto alla controllante.

---

<sup>201</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>202</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

Del resto per coloro che optano per la prima ipotesi, è controverso quale debba essere il meccanismo giuridico alla base dei poteri gestori del creditore: cioè se sia necessario configurare poteri aventi ad oggetto la struttura organizzativa oppure sia sufficiente il pieno coinvolgimento nelle scelte relative all'esercizio dell'attività d'impresa della società controllata<sup>203</sup>.

Particolarmente difficoltose paiono anche le considerazioni relative alla disciplina dell'attività di eterodirezione creditoria in considerazione del fatto che, ancora una volta, il legislatore si è reso protagonista di un silenzio, per così dire, assordante.

In particolare non sembra possibile rinvenire indicazioni normative in merito ai poteri e ai doveri del creditore nell'esercizio dell'attività di eterodirezione; né per quanto riguarda l'influenza propriamente gestionale, né sul piano del controllo sulla struttura finanziaria della società debitrice<sup>204</sup>.

Rispetto a tale problematica realtà normativa, ben diverso sembra l'orientamento mostrato dallo stesso legislatore relativamente alle figure tipiche di eterodirezione societaria.

Per queste ultime infatti è stato configurato un sistema di disciplina articolato in funzione del tipo di interesse imprenditoriale fatto valere dal soggetto di controllo nell'esercizio del proprio potere gestionale e finanziario: segnatamente, mentre per l'eterodirezione esercitata in funzione di interessi partecipativi si riconosce la liceità della stessa ma con

---

<sup>203</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>204</sup> Cfr. Codazzi Elisabetta, *L'ingerenza nella gestione delle società di capitali: tra atti e attività. Profili in tema di responsabilità*, Milano, 2012

il limite dell'importante divieto di porre in essere atti in conflitto di interesse o comunque manifestamente irragionevoli e quindi pregiudizievoli (art. 2476, comma 7; art. 2467 c.c.); nel caso dell'attività di controllo esercitata in funzione dell'interesse di gruppo si attribuisce efficacia vincolante alle direttive e alle istruzioni impartite dal soggetto di controllo, sottoponendolo in ogni caso al rigoroso rispetto dei principi di correttezza e al dovere di diligenza professionale nel perseguimento dell'interesse della società controllata (art. 2497 ss; 2497-*quinquies* c.c.)<sup>205</sup>.

Nulla di simile, invece, è previsto per l'attività di eterodirezione creditoria, benché lo si è detto, essa possa risultare meritevole di riconoscimento giuridico e di piena tutela in considerazione dei molteplici interessi giuridici sottesi.

Del resto, anche sul piano interpretativo il problema è stato quasi del tutto trascurato.

Gli sforzi maggiori sono confluiti da parte degli interpreti nella possibile individuazione dei potenziali titoli di responsabilità a carico del creditore per l'eventuale pregiudizievole ingerenza nell'attività della società debitrice; ciò, è appena il caso di ribadirlo, quale riflesso delle diffuse difficoltà ad ammettere la meritevolezza del fenomeno qui analizzato<sup>206</sup>. Alla luce di quanto appena detto si può allora affermare, senza tema di smentita, che

---

<sup>205</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013; nonché, Codazzi Elisabetta, *L'ingerenza nella gestione delle società di capitali: tra atti e attività. Profili in tema di responsabilità*, Milano, 2012

<sup>206</sup> In tal senso, Codazzi Elisabetta, *L'ingerenza nella gestione delle società di capitali: tra atti e attività. Profili in tema di responsabilità*, Milano, 2012, p. 120 ss.

il fenomeno del controllo derivante da contratti di finanziamento assistiti da *covenants*, e i problemi che evidentemente ne derivano, non hanno ricevuto (fino ad ora) una adeguata considerazione da parte del diritto italiano vigente. Tuttavia, a ben vedere, qualche spunto di soluzione, se non altro di natura interpretativa, è stato recentemente avanzato: si tratta della prospettazione di una possibile assimilazione del controllo societario da credito alle fattispecie tipiche di eterodirezione societaria<sup>207</sup>. Posto che il fenomeno qui analizzato non è riconducibile ad alcuna delle figure di controllo societario cui la legge riconnette una presunzione di esercizio dell'attività di eterodirezione (controllo partecipativo e controllo da contratto di dominio), è stata sostenuta la necessità di provare a stabilire se e in che termini la figura del controllo creditorio sia interpretabile analogamente a tali fattispecie tipiche di controllo, così da potervi riconnettere, sempre in via interpretativa, una presunzione di esercizio di attività di eterodirezione.

In effetti, sul fronte della fattispecie, tale approccio consentirebbe di ancorare l'attivazione di un possibile statuto (con le sue gravi

---

<sup>207</sup> Il riferimento va all'importante contributo offerto da Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, il quale sostiene che la fattispecie di controllo rilevante e la disciplina dell'esercizio del «controllo societario da credito» vengono ricavate muovendo dall'assimilazione, quantomeno tendenziale, tra l'attività di eterodirezione creditoria e le figure legalmente tipiche di eterodirezione societaria (e, in concreto, richiamando prevalentemente, in via estensiva o analogica, la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento di società *ex artt. 2497 ss. c.c.*). A conclusioni analoghe giungono, sostanzialmente, Abriani Niccolò, *La crisi dell'organizzazione societaria tra riforma delle società di capitali e riforma delle procedure concorsuali*, in *Fall.*, 2010, p. 392 ss.; Codazzi Elisabetta, *L'ingerenza nella gestione delle società di capitali: tra "atti" e "attività"*. Profili in tema di responsabilità, Milano, 2012, p. 57 ss. e 93 ss.

conseguenze e per la sovranità della società controllata e per l'autonomia del soggetto di controllo) ad una figura di controllo (sì contrattuale, ma) espressiva dell'iniziativa del creditore tesa ad alterare i meccanismi di funzionamento della sovranità della società debitrice, alla stregua di una valutazione oggettiva che metta al centro gli effetti sostanziali della fattispecie contrattuale. In questo modo (in concreto: mediante l'applicazione di una presunzione sostanzialmente simile a quella *ex art. 2497-septies c.c.*), si scongiurerebbero eventuali arbitrii in sede di qualificazione ai danni del creditore o della società debitrice<sup>208</sup>. Dal punto di vista della disciplina, l'impostazione indicata consentirebbe (attraverso l'applicazione, in via di *analogia juris*, della disciplina dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento) al finanziatore di controllo di vedere strutturata giuridicamente, e quindi migliorata in termini di effettività, la propria posizione di potere nei confronti della società finanziata, nel modo più efficace perché finirebbe con l'essere legittimato il ruolo apicale del creditore sul piano dell'organizzazione interna della società finanziata. Parallelamente, si renderebbe possibile colmare nel modo più pieno il deficit di tutela della società controllata rispetto alla eterodirezione creditoria, vincolando l'agire del finanziatore di controllo all'interesse sociale della eterodiretta. La fattispecie in esame, lo si vuol ribadire, potrebbe così beneficiare di uno statuto del controllo societario esercitato

---

<sup>208</sup> Per l'applicazione di tale impostazione all'analisi della fattispecie di controllo (contrattuale) rilevante ai fini della disciplina della eterodirezione da credito, v. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013. p. 138 ss.

per fini imprenditoriali ancorato all'iniziativa del creditore che sia finalizzata ad alterare i meccanismi di funzionamento della sovranità della società debitrice (il tutto, ovviamente, secondo una valutazione oggettiva focalizzata sugli effetti sostanziali della fattispecie contrattuale). Non solo, ma sarebbe indubbio il vantaggio di disporre, in questo modo, di una disciplina organica del fenomeno, la quale potrebbe consentire di evitare ambiguità e contraddizioni derivanti dall'applicazione concorrente di principi generali non pensati per la casistica in esame.

Naturalmente, un approccio equilibrato a tale problematica porta ad escludere interpretazioni che portino ad obliterare o sottovalutare la differenza causale (o di scopi finali) tra fattispecie di eterodirezione che (come quelle tipiche) si inseriscono all'interno di fenomeni associativi (tra controllata e controllante) e figure di eterodirezione che (come quella da credito) sono funzionali a fenomeni di scambio. A tal fine, però, non è necessario rinunciare all'impostazione societaria del problema per approdare a principi del diritto dei contratti<sup>209</sup>.

Si tratta, piuttosto, di puntare ad un'assimilazione tra i due fenomeni limitata a quegli aspetti della disciplina che si giustificano per l'impatto che il controllo e la eterodirezione

---

<sup>209</sup> È questa la preoccupazione di fondo alla base delle proposte di quanti puntano sul diritto dei contratti per legittimare il fenomeno in esame. Sul punto, si rimanda alle riflessioni di Mozzarelli Michele, *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, 2012, p. 40 ss.; nonché Picardi Lucia, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, p. 139 ss.

hanno sul fenomeno della impresa (collettiva) esercitata attraverso la struttura societaria controllata<sup>210</sup>.

Importanti indizi della evoluzione dell'ordinamento in tale direzione si ricavano, del resto, soprattutto dal nuovo diritto dell'insolvenza, nella misura in cui la regolamentazione del fenomeno del controllo creditorio si ispira agli schemi di disciplina tipici della società per azioni<sup>211</sup>.

Un'impostazione questa, che si lascerebbe preferire, non solo alla luce di una lettura in chiave oggettiva e funzionale del fenomeno qui analizzato, ma anche per il convincimento che tale orientamento consentirebbe pervenire a soluzioni adeguate ai problemi tipologici e normativi sollevati.

Dunque, in questo senso, una soluzione sostanzialmente simile a quelle già riscontrate in sede comparatistica. Una soluzione, peraltro, finalizzata a tutelare non tanto e non solo gli interessi individuali dei soggetti direttamente coinvolti in tali pattuizioni, quanto piuttosto gli interessi sociali e collettivi che ruotano attorno a tale fenomeno economico e sociale oggettivamente

---

<sup>210</sup> Sui problemi di adattamento che la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento solleva con riferimento alla fattispecie del «controllo societario da credito», in termini generali, Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 234 ss.; nonché, Picardi Lucia, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, p. 178 ss.

<sup>211</sup> Significativi in questo senso gli spunti apportati da, Libonati Berardino, *Prospettive di riforma sulla crisi d'impresa*, in *Giur. comm.*, 2001, p. 332; ID., *Crisi societarie e governo dei creditori*, in *Dir. e giur.*, 2007, p. 2 ss.; Stanghellini Lorenzo, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1031; ID., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, p. 35 ss.; nonché, Vigo Ruggero, *Un'occasione di confronto tra la riforma societaria e quella fallimentare. L'apologo del comitato dei creditori*, in *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, a cura di Di Marzio e Macario, Milano, 2010, p. 529.

inteso. In quest'ottica, poi, è stato prontamente affermato che la circostanza che i contratti di finanziamento assistiti da *covenants* siano costruiti per produrre effetti negoziali nei rapporti tra finanziatore e società debitrice (senza comportare quindi una partecipazione dello stesso finanziatore al contratto di società, né un suo coinvolgimento formale nella struttura organizzativa dell'impresa), non può essere in alcun modo di ostacolo alla estensione dei principi di diritto societario che delimitano il concetto di controllo rilevante ai fini della presunzione di eterodirezione<sup>212</sup> e che regolano altresì l'esercizio dell'attività di eterodirezione societaria<sup>213</sup>.

Infatti, è stato sostenuto che tali principi, essendo ispirati ad una valutazione prettamente sostanziale del fenomeno, sono tendenzialmente indifferenti alla veste giuridica che le parti (banca creditrice e società debitrice) prescelgono per regolare i propri rapporti: ciò che rileva invece, è l'impatto reale che il

---

<sup>212</sup> Il riferimento va, naturalmente, alla fondamentale opera di Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, il quale sottolinea che la disciplina civilistica della eterodirezione societaria deve far perno sulla fattispecie generale del controllo societario di cui all'art. 2359 c.c., ancorata ad un concetto statico di controllo, come potere di influenza dominante esercitabile in funzione di obbiettivi imprenditoriali ma anche, eventualmente, egoistici. Questo poiché tale norma funge sia da presupposto applicativo della disciplina generale di tutela della società controllata contro potenziali abusi di controllo commessi per fini egoistici, sia da fattispecie cui connettere una presunzione di esercizio di attività di eterodirezione ai fini dell'applicazione della disciplina speciale di organizzazione dell'esercizio del controllo ai fini d'impresa.

<sup>213</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013; Libertini Mario, *Autonomia individuale e autonomia d'impresa*, in *I contratti per l'impresa, Produzione, circolazione, gestione, garanzia*, Bologna, 2013, p. 35 ss.; Mozzarelli Michele, *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, 2012

controllo creditorio può avere sull'organizzazione e sull'attività dell'impresa finanziata<sup>214</sup>.

Anche da un punto di vista giuspolitico, poi, l'orientamento qui proposto consentirebbe di pervenire a soluzioni più adeguate rispetto anche alle problematiche precedentemente esplicitate (v. *supra*).

---

<sup>214</sup> In tal senso soprattutto, Libertini Mario, *Autonomia individuale e autonomia d'impresa*, in *I contratti per l'impresa*, Produzione, circolazione, gestione, garanzia, Bologna, 2013

## **CAPITOLO 3**

### **CONTROLLO CREDITARIO VEICOLATO DA COVENANTS: UN POSSIBILE INQUADRAMENTO**

#### **3.1 Ipotesi di soluzione**

Alla luce di quanto fin qui esposto, pare evidente che il trattamento normativo di questo fenomeno sia fortemente condizionato dalle premesse giuspolitiche che si vogliano accogliere in merito al rapporto tra impresa e creditori. In tal senso, si è segnalata da subito la sempre più diffusa convinzione che l'assunzione di un ruolo determinante, sul piano finanziario e manageriale, da parte del creditore (o dei principali creditori) dell'impresa – tipico delle situazioni di crisi – possa e debba essere (a certe condizioni) valutato positivamente. Da qui, evidentemente, la presa di posizione che vede il controllo creditorio veicolato da *covenants* un fenomeno meritevole di tutela, sia in quanto strumento di garanzia atipica dell'interesse creditorio del finanziatore, sia in quanto fattore funzionale alla efficienza della società finanziata come organizzazione imprenditoriale (sul piano del finanziamento e sul piano della gestione).

Su tali basi, il controllo creditorio si è visto riservare una posizione speciale all'interno del tema generale del rapporto tra

banca e creditori<sup>215</sup>. Infatti, il fenomeno qui esposto è stato dogmaticamente descritto come una fattispecie di società eterodiretta, in cui la società debitrice viene legittimamente organizzata in modo da attribuire ad uno o più creditori il potere di indirizzarne l'attività in vista dell'obbiettivo imprenditoriale di preservarne o recuperarne la solvibilità, anziché di massimizzare l'utile da distribuire ai soci<sup>216</sup>. Viene così delineata una figura di eterodirezione societaria che, secondo l'orientamento preferibile, non è perfettamente assimilabile alle fattispecie di eterodirezione tipizzate dal legislatore<sup>217</sup>, in quanto l'azione imprenditoriale del finanziatore in posizione di controllo non è funzionale ad un rapporto societario né ad un rapporto associativo di gruppo, bensì ad un rapporto di scambio. Ciò che emerge allora, è proprio una fattispecie atipica (giacché legittima) di eterodirezione societaria. Tale opzione comporta, evidentemente, specifiche conseguenze sul piano degli obbiettivi di fondo della disciplina del fenomeno. Detto diversamente, il problema principale diviene quello di agevolarne lo svolgimento, sia pure nel rispetto delle esigenze di tutela e degli interessi eventualmente messi a rischio dallo stesso.

---

<sup>215</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>216</sup> Cfr. Picardi Lucia, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, p. 139 ss.; Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 61 ss.; Pennisi Roberto, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 629 ss.

<sup>217</sup> Vale a dire, quella esercitata dal socio in quanto tale, parzialmente disciplinata nel contesto della s.r.l., agli artt. 2476, comma 7 e 2467 c.c.; quella esercitata dalla società o ente capogruppo, cui è dedicata la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento, agli artt. 2497 ss., e 2497-quinquies c.c.

Da qui – in assenza di una disciplina apposita – si è tentato di ricostruire, almeno a livello interpretativo, una possibile ipotesi di soluzione che potesse portare alla configurazione di uno statuto organico del controllo societario da credito, efficacemente operativo dalla sua costituzione al suo fisiologico svolgimento<sup>218</sup>. Seguendo proprio questo approccio (che pare qui meritevole di riconoscimento), occorre adesso interrogarsi su quale situazione di controllo contrattuale (art. 2359, comma 1, n.3, c.c.) possa consentire di presumere la sussistenza di una virtuosa attività di eterodirezione da credito, per poi cercare di chiarire quali siano i poteri e i doveri del creditore nell'esercizio dell'attività di eterodirezione sulla società debitrice. Dunque, non diversamente da quanto (esplicitamente o implicitamente) previsto per le figure tipiche di eterodirezione societaria.

---

<sup>218</sup> Si rimanda in termini generali a, Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013; analogo percorso si rinviene, per un verso, in Mozzarelli Michele, *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, 2012, il quale pone e affronta il problema (più ampio) di individuare il discrimine fra esercizio delle prerogative contrattuali del creditore e l'inizio dell'eterodirezione sulla società debitrice; per l'altro, in Picardi Lucia, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, che si sofferma sulle ricadute organizzative dell'esercizio dell'attività di eterodirezione creditoria sulla società finanziata.

### 3.1.1 Il controllo contrattuale e la presunzione di attività di eterodirezione creditoria

Tenuto conto, lo si è detto, che il controllo creditorio (come qui descritto) non è direttamente riconducibile ad alcuna delle fattispecie di controllo alle quali il legislatore riconnette una presunzione di attività di eterodirezione<sup>219</sup>, occorre allora stabilire, primariamente, se e in quali casi il controllo da contratto di scambio sia riconducibile al sistema del controllo codicistico rilevante ai fini della attività di eterodirezione<sup>220</sup>.

Dunque, si cercherà di seguito di enucleare i possibili requisiti sufficienti e necessari affinché un contratto di finanziamento assistito da *covenants* sia riconducibile alla fattispecie del controllo contrattuale *ex art. 2359, comma 1, n.3, c.c.* (“*le società*

---

<sup>219</sup> Le figure concrete di controllo che il legislatore considera rilevanti ai fini dell’attività di eterodirezione si distinguono, sostanzialmente, in funzione dell’interesse imprenditoriale che tipicamente esprimono. In particolare, a seconda che l’interesse sia di tipo partecipativo (art. 2359, comma 1, n. 1 e 2, c.c.) o di gruppo (c.d. contratto da dominio art. 2497-*septies*, c.c.). Peraltro merita sottolineare che, secondo autorevole dottrina, il fenomeno in esame non è riconducibile al contratto di dominazione, nemmeno nelle sue manifestazioni atipiche o mascherate. Ciò non tanto perché i contratti di finanziamento assistiti da *covenants* difficilmente conferiscono formalmente al creditore poteri direttivi sull’impresa della società debitrice, quanto perché non sono funzionali ad obiettivi di integrazione o coordinamento inter-imprenditoriale, ma piuttosto alla efficace attuazione di un contratto di finanziamento. Inoltre si tenga presente che il contratto di dominio non comporta la sostituzione degli amministratori della controllata poiché da un punto di vista formale, la capogruppo vanta pretese dirette non già verso questi ultimi, ma soltanto nei riguardi della società con cui ha contratto il rapporto di dominio.

<sup>220</sup> Relativamente ai tratti generali del modello di controllo societario accolto dal legislatore codicistico si rimanda a Scongnamiglio Giuliana, *Clausole generali, principi di diritto e disciplina dei gruppi di società*, Milano, 2011, p. 586

*che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa*”), cercando di stabilire in particolare in che termini tale figura di controllo sia interpretabile analogamente alle figure tipiche già presenti, in modo così da poter poi fondare una presunzione di attività di eterodirezione (creditoria).

Si tratta di un passaggio fondamentale, finalizzato a rispondere a problematiche normalmente avvertite nella prassi dei finanziamenti bancari alle imprese<sup>221</sup>.

A tal proposito, giova ribadire che non sembrano esservi né ostacoli metodologici né impedimenti giuspolitici di alcun tipo che possano finire per inficiare un'operazione del genere.

In particolare, da un punto di vista concettuale, non è di impedimento la finalità di scambio che presiede alle operazioni economiche sottese a simili fattispecie di controllo poiché, come detto, gli scopi economici perseguiti non esercitano alcuna influenza sui requisiti tipologici del fenomeno.

Orbene, occorre tenere subito presente che secondo l'orientamento tradizionale tutt'ora largamente diffuso, la fattispecie del controllo contrattuale *ex art. 2359, comma 1, n.3, c.c.* ruota attorno all'elemento della dipendenza economica di una società rispetto ad un'altra, quale elemento necessario e

---

<sup>221</sup> Il riferimento va a quei contratti di finanziamento che non sanciscono formalmente una vera e propria sottomissione globale della società debitrice al potere direttivo e all'interesse imprenditoriale facente capo alla banca finanziatrice, limitandosi piuttosto ad introdurre delle condizioni risolutive del finanziamento legate alla mancata conservazione dell'efficienza della società debitrice a garanzia dell'interesse creditorio della banca finanziatrice.

sufficiente a costituire una posizione di controllo contrattuale<sup>222</sup>. Ciò significherebbe, per l'analisi qui intrapresa, che un contratto di finanziamento sarebbe da qualificare come fonte di controllo sostanzialmente solo in base alla situazione di dipendenza finanziaria in cui si venisse a trovare la società finanziata; ciò quand'anche il contratto non contenesse alcun *covenant*.

Un approccio di questo tipo però, lo si intuisce, finirebbe con il limitare fortemente le garanzie a beneficio del creditore, specialmente nell'ottica della soggezione dello stesso alla disciplina della eterodirezione<sup>223</sup>. Di contro, va tenuto presente che tale interpretazione consentirebbe di assicurare un elevato grado di tutela verso la società controllata contro eventuali abusi di controllo, arrivando a contrastare in modo rigoroso soprattutto eventuali tentativi del soggetto di controllo di eludere le proprie responsabilità mascherando la propria condizione<sup>224</sup>.

Ma la tutela contro gli abusi nella attività di eterodirezione non può tradursi in una protezione statale contro le conseguenze negative degli errori di valutazione o dei rischi imputabili alla società dipendente. Inoltre, si sottolinea che la tutela della società controllata non può oggi considerarsi l'obiettivo primario o esclusivo dell'istituto della eterodirezione societaria, e questo

---

<sup>222</sup> Si rimanda in questo senso soprattutto all'opera di Ferri Giuseppe, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, Torino, 1987, p. 1009 ss; in giurisprudenza, v. Trib. Milano, 28 aprile 1994

<sup>223</sup> Cfr. Tombari Umberto, *I gruppi di società*, in *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2010, p. 49, il quale sottolinea l'incertezza che a causa di questo approccio si verrebbe a creare proprio nella determinazione del momento oltre il quale il creditore sia da considerare sottoposto alla disciplina della eterodirezione societaria; nonché sul punto anche Ferraro Pietro, *L'impresa dipendente*, Napoli, 2004, p. 275 ss.

<sup>224</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

nemmeno nei contesti di controllo creditorio (perlomeno ove si condividano le impostazioni di meritevolezza e legittimità di tale fenomeno). Dunque, una ricostruzione della fattispecie del controllo contrattuale come mera dipendenza economica risulterebbe incongrua nella misura in cui non si consideri anche il coinvolgimento organizzativo del soggetto controllante<sup>225</sup>.

Sul punto, è stato fatto giustamente notare, non si può allora ricorrere sbrigativamente a tale elemento della dipendenza economica (che pure risulta necessario), bensì occorre andare oltre, indagando anche la stipula di quelle clausole che sono considerate idonee ad attestare formalmente l'assunzione di un ruolo lato *sensu gestorio* da parte del creditore. Anche perché, altrimenti, sarebbe alto il rischio di disincentivare la partecipazione finanziaria e organizzativa dei creditori all'impresa<sup>226</sup>. Del resto le indicazioni rinvenibili dall'esegesi dell'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c., paiano indirizzare proprio verso questa possibile impostazione<sup>227</sup>.

---

<sup>225</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>226</sup> Cfr. Rimini Emanuele, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2003, p. 65 ss.; Galgano Francesco, *Commento all'art. 2497-sexies c.c.*, in *Direzione e coordinamento di società*, di Galgano Francesco, in *Commentario del codice civile Scajola-Branca*, Bologna, 2005, p. 180 ss.; Libertini Mario, *La responsabilità per abuso da dipendenza economica: la fattispecie*, in *Contr. e impr.*, 2013, p. 1 ss.

<sup>227</sup> Si rimanda ancora una volta a, Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, il quale rileva che la formulazione testuale della norma in questione contiene diverse indicazioni coerenti con l'assunto che il controllo da contratto commerciale non si riduce esclusivamente ai contratti che si poggiano sulla mera dipendenza economica, ma ammette anche altre figure contrattuali. L'autore sottolinea che nel testo della norma, l'influenza dominante è una situazione che si viene a verificare in virtù dei particolari vincoli contrattuali: tale formula suggerisce che nella concezione del legislatore, la prova del controllo contrattuale possa ravvisarsi non solo,

Seguendo questa direzione interpretativa, una buona parte della dottrina ha guardato anche all'apparente indeterminatezza di tale dato normativo come un chiaro indice di volontà legislativa volta ad assicurare nella più ampia misura le esigenze di elasticità della fattispecie, così da scongiurare eventuali manovre elusive da parte del soggetto di controllo<sup>228</sup>. Non solo, con tale architettura normativa sarebbe stata presa in considerazione (sempre dal legislatore) anche l'esigenza di adattare il modello organizzativo di controllo alla estrema varietà empirica delle pattuizioni accessorie ai contratti di scambio (idonee a produrre un vincolo di controllo), di guisa che l'elasticità della fattispecie in commento finirebbe con l'essere necessaria anche per tutelare appieno l'iniziativa economica e la libertà organizzativa del soggetto di controllo (sia sotto il profilo del *quantum* sia sotto il profilo del *quomodo* dell'assunzione del potere gestorio)<sup>229</sup>. Che questa sia la soluzione più corretta è peraltro confermato, sul piano sistematico, dalla legislazione speciale: l'art. 71 della legge in materia di tutela della concorrenza e del mercato contempla, oltre alla fattispecie del controllo *ex. art. 2359 c.c.*, anche altre

---

genericamente, nel contratto, ma anche, più specificamente, nel suo contenuto di alcune sue clausole. Detto diversamente, sembrerebbe che tali clausole siano autonomamente idonee a generare una situazione di influenza dominante. Diversamente non si spiegherebbe l'utilizzo del plurale "vincoli contrattuali" in luogo del singolare (vincolo contrattuale).

<sup>228</sup> Occorre tuttavia precisare che in realtà la tendenza della prassi giurisprudenziale va nella direzione di applicare restrittivamente tale fattispecie, soprattutto quando chiamata a decidere questioni di abuso dell'attività di eterodirezione; v. in proposito Cass., 13 marzo 2003, n. 3722; Cass., 27 settembre 2001, n. 12094; nonché, Trib. Pescara, 16 gennaio 2009.

<sup>229</sup> V. per tutti, Scognamiglio Giuliana, Gruppo e controllo: tipologia dei gruppi di imprese, in *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, p. 94 ss.

ulteriori ipotesi di influenza contrattuale connotate da poteri gestori del terzo; dunque tale articolazione normativa non sarebbe coerente ove la nozione di controllo contrattuale codicistica non contemplasse anche figure contrattuali caratterizzate dal ruolo gestorio del terzo<sup>230</sup>. Da quanto appena detto ne consegue allora che non pare azzardato considerare fondata la prospettata ipotesi per cui la fattispecie da controllo contrattuale *ex. art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.* possa contemplare anche ulteriori casi concreti in cui il potere di influenza dominante emerga dal contenuto organizzativo di clausole presenti nel contratto (di finanziamento). Dunque, detto altrimenti, si può legittimamente ritenere che la qualificazione del controllo creditorio alla stregua dell'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c., sia potenzialmente idonea a far presumere l'esercizio di un'attività di etero direzione da parte del/dei principali creditori (della società debitrice). Ciò significa, per quanto attiene al requisito della dipendenza economica, che lo stesso è da ritenersi necessario (ai fini della riconducibilità dei fenomeni di controllo creditorio nell'alveo della fattispecie di cui all'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.), anche se non sufficiente (poiché non considerato come indispensabile nell'assicurare, da solo, la necessaria stabilità all'influenza dominante del creditore bancario)<sup>231</sup>.

---

<sup>230</sup> Cfr. Spolidoro Massimo, Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust, in Riv. soc., 1995, p. 503 ss.

<sup>231</sup> Cfr. Cuomo Paolo, Il controllo societario da credito, Milano, 2013; Tombari Umberto, I gruppi di società, in Le nuove s.p.a., Bologna, 2010; Ferraro Pietro, L'impresa dipendente, Napoli, 2004; Scognamiglio Giuliana, Gruppo e controllo: tipologia dei gruppi di imprese, in Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società, Torino, 1996

A questo punto, compreso che la qualificazione del controllo creditorio ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c. ai fini della disciplina della eterodirezione richiede (anche) il positivo riscontro di una posizione di influenza dominante derivante da clausole (*covenants*) aventi natura organizzativa, occorre allora stabilire sul piano contenutistico la tipologia delle clausole organizzative ritenute rilevanti ai fini qualificatori appena descritti. In questo senso, tenuto conto della (ben nota) vaghezza del dato normativo, buona parte della dottrina ha cercato di andare oltre una prima lettura più restrittiva della fattispecie del controllo contrattuale, incentrata sull'elemento dell'attribuzione al terzo di poteri gestori formali, per giungere ad una operazione di *analogia juris* con la figura del controllo partecipativo<sup>232</sup>.

Da questo punto di vista, tali impostazioni portano a ritenere che le prerogative organizzative idonee a generare il controllo *ex art.* 2359, comma 1, n. 3, c.c. (rilevanti ai fini della disciplina della eterodirezione) debbano collocarsi sul piano della struttura societaria attraverso la quale si esercita l'attività d'impresa<sup>233</sup>.

---

<sup>232</sup> Tuttavia, non si può omettere di riportare la posizione di quanti, a contrario, ritengono che il controllo da contratto commerciale, quand'anche esercitato per fini d'impresa, non sia sottoponibile alla disciplina di diritto societario applicabile alla eterodirezione da controllo partecipativo o da contratto di dominio. In questo senso, si guarda, quindi, all'attribuzione al terzo di poteri aventi ad oggetto l'esercizio dell'impresa, finanche a clausole organizzative che incidano sulle modalità di svolgimento del processo produttivo oppure sull'assetto proprietario dell'impresa. V. per tutti, Scognamiglio Giuliana, I gruppi, in *Diritto Commerciale*, Milano, 2010, p. 480 ss.

<sup>233</sup> Cfr. Angiolini Francesca, *Abuso di dipendenza ed eterodirezione contrattuale*, Milano, 2012, p. 94 ss.; Galgano Francesco, *Commento all'art. 2497-sexies c.c.*, in *Direzione e coordinamento di società*, di Galgano Francesco, in *Commentario del codice civile Scajola-Branca*, Bologna, 2005, p. 180 ss.

Il riferimento va, in particolare, a quei vincoli organizzativi che incidono su aspetti strutturali dell'impresa societaria, come la designazione dei relativi vertici manageriali o l'attribuzione (diretta o indiretta) di poteri di indirizzo sulla gestione dell'impresa globalmente considerata. Si tratta, cioè, di quei *covenants* che, come già detto, vincolano l'autonomia operativa della società finanziata attribuendo poteri di *voice* alla banca finanziatrice, al fine ovviamente di assicurare le condizioni più utili ad una corretta attuazione degli scopi del contratto (di finanziamento) e prevenire contestualmente anche eventuali comportamenti ostruzionistici da parte dei relativi organi manageriali in contrasto con le esigenze di efficiente conduzione dell'impresa nel suo complesso<sup>234</sup>.

In casi simili, emergono quindi esigenze di legittimazione dell'assetto (atipico) del governo societario così instaurato, nonché di regolamentazione del potere del finanziatore, al fine anche di scongiurare eventuali abusi di controllo a danno dell'interesse sociale. Esigenze che, peraltro, una nozione di controllo incentrata sul coinvolgimento del terzo nel solo

---

<sup>234</sup> Di contro, i c.d. *covenants informativi* non sono di per sé sufficienti a generare una fattispecie di controllo contrattuale rilevante, e ciò quand'anche ricorra una situazione di dipendenza finanziaria della società debitrice, poiché tali clausole non presentano un contenuto organizzativo significativo. Parimenti insufficienti saranno, di norma, i *covenants* con i quali la società finanziata si obbliga al pagamento dei propri debiti (*cross default clauses*), come pure i *covenants* che impegnano la società debitrice al mantenimento in efficienza dell'organizzazione aziendale, alla conservazione di licenze, brevetti, ecc., necessari per l'attività. Saranno insufficienti anche i *financial covenants* attraverso i quali la società finanziata si obbliga ad osservare prefissati parametri aziendali, quali, ad esempio, una determinata misura di indebitamento o di liquidità.

esercizio dell'attività produttiva non è in grado di intercettare efficacemente<sup>235</sup>.

In punto di diritto positivo, poi, l'equiparazione del controllo contrattuale alle fattispecie di controllo codicistico rilevante ai fini dell'attività di eterodirezione non sembra trovare ostacoli nel dato normativo<sup>236</sup>. Per quanto riguarda invece la meritevolezza delle clausole organizzative in questione, secondo la dottrina più recente esse sono da considerarsi pienamente valide ed efficaci<sup>237</sup>, quando inserite all'interno di un contratto di scambio, fino al punto almeno in cui le stesse non finiscano per comportare una eccessiva compressione della libertà di iniziativa economica della società controllata e/o un'eccessiva alterazione del rapporto tra potere e rischio d'impresa<sup>238</sup>. Ma vi è di più, giacché tali vincoli sono stati messi in relazione anche con il c.d.

---

<sup>235</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>236</sup> Si rimanda in proposito a Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, il quale sostiene che l'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c. si limiterebbe a stabilire che mentre il controllo partecipativo incide sull'assemblea ordinaria, il controllo contrattuale si incentra su un'influenza dominante sulla società debitrice.

<sup>237</sup> In tal senso, Lamandini Marco, *Il controllo. Nozione e "tipo" nella legislazione economica*, Milano, 1995, p. 164 ss.; Scognamiglio Giuliana, *Gruppo e controllo: tipologia dei gruppi di imprese*, in *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, p. 664 ss.; Rimini Emanuele, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 46 ss.

<sup>238</sup> L'interpretazione più tradizionale (quale, peraltro, quella che fonda sulla dipendenza economica il controllo contrattuale *ex art.* 2359, comma 1, n. 3, c.c.) non considera meritevoli di tutela le clausole contrattuali volte ad imporre vincoli di eterodirezione a carico di una società di capitali, sul presupposto della presunta pericolosità degli stessi in virtù del fatto che non verrebbero utilizzati per perseguire intenti di integrazione inter-imprenditoriale. Così, soprattutto, Rondinone Nicola, *I gruppi di imprese tra diritto comune e diritto speciale*, Milano, 1999, p. 460

principio di sovranità societaria<sup>239</sup>, al fine di comprendere i limiti entro i quali possa ritenersi comunque ammissibile un'apertura dell'autonomia privata rispetto al controllo da contratto di finanziamento e l'incidenza societaria che inevitabilmente da questo deriva. In questo senso, si segnala soprattutto quel filone interpretativo che riconosce centralità preminente agli interessi economici degli azionisti rispetto all'azione degli organi sociali, quale prioritario criterio valutativo del corretto funzionamento dell'impresa. Tale interpretazione in chiave imprenditoriale del principio di sovranità societaria, è fortemente orientata all'interesse alla produzione di valore per gli azionisti (nel medio-lungo termine), di guisa che lo stesso debba finire per rivestire un significato prettamente strumentale rispetto alle esigenze dell'impresa, soprattutto di carattere finanziario (come appunto nel caso di specie)<sup>240</sup>.

Conferme in tal senso, del resto, sono rinvenibili là dove si guardi alla riforma organica del diritto societario del 2003, giacché importanti fattispecie limitative della sovranità societaria

---

<sup>239</sup> Il principio di sovranità societaria viene inteso qui come espressivo sia del vincolo per gli organi sociali di perseguire l'interesse sociale nello svolgimento dell'attività d'impresa, sia come principio di indipendenza degli organi stessi. V. sul punto, Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 132.

<sup>240</sup> Cfr. Ferrarini Guido, *Shareholder value and the modernisation of european corporate law*, Centre for law finance, Working paper series, 2001, p. 1 ss.; Libertini Mario, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003*, *Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, p. 230 ss.; nonché, Denozza Francesco, *L'interesse sociale tra coordinamento e cooperazione*, In *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale sociale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010, p. 9 ss.

(funzionali anche alle esigenze di finanziamento dell'impresa) sono state pienamente legittimate sul piano legislativo<sup>241</sup>.

Dunque, non pare azzardato ritenere compatibili i vincoli organizzativi di eterodirezione accessori a contratti di scambio con il c.d. principio di sovranità societaria: gli stessi saranno da ritenere nulli solo quando se ne accerti, in concreto, la loro contrarietà ai principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale. Sul piano più squisitamente applicativo, ciò significa che non ogni clausola di natura organizzativa sarà idonea a generare una situazione di controllo rilevante ai fini della disciplina della eterodirezione. A tal fine, occorrerà infatti che le clausole in commento abbiano ad oggetto proprio i profili di organizzazione societaria. Ed allora sembra veramente potersi affermare che il c.d. principio di sovranità societaria non sia in realtà di ostacolo ad accogliere una interpretazione della fattispecie di controllo da contratto di scambio coerente con i principi generali di controllo civilistico, e segnatamente anche sotto il profilo della incidenza societaria dei meccanismi giuridici di controllo di pertinenza della banca creditrice<sup>242</sup>.

Sotto altro punto di vista, è stata sollevata la questione relativa a quale possa essere, effettivamente, l'ambito di gestione societaria

---

<sup>241</sup> Il riferimento va al già citato contratto di dominio (art. 2497-*septies*, c.c.) nonché alle nuove fattispecie di strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), le quali consentono a terzi creditori di concorrere in misura significativa alla produzione dell'attività sociale. Ma si considerino in questo senso, anche le nuove possibilità aperte all'autonomia statutaria in punto di creazione di categorie di azioni con voto escluso o limitato (art. 2351, c.c.), finalizzate ad intercettare possibili opportunità offerte dal mercato dei capitali.

<sup>242</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

investito dalle clausole contrattuali in commento: se, cioè, l'influenza dominante sia da considerarsi estendibile sino al c.d. *day to day management* oppure possa arrestarsi alle principali funzioni operative dell'impresa debitrice. Si tratta di una problematica non secondaria, giacché pone l'esigenza di un accurato bilanciamento fra le istanze di certezza e controllabilità proprie del finanziatore di controllo, e la difesa della società finanziata contro eventuali manovre elusive da parte di quest'ultimo. Ebbene, indagando le analisi interpretative più recenti, sembra emergere con chiarezza la soluzione che vede non necessario un possibile coinvolgimento della banca creditrice nelle scelte di gestione quotidiana dell'impresa; dunque, e specialmente per fini di qualificazione *ex art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.*, non occorrerà che il potere direttivo del terzo si estenda alla totalità delle funzioni operative principali<sup>243</sup>.

Peraltro, un potere esteso alla gestione globale può, di fatto, conseguirsi anche limitando il vincolo contrattuale ad uno o più aspetti chiave della gestione societaria. Del resto, se un livello di coinvolgimento così intenso non è richiesto per il controllo prodromico a fenomeni di integrazione inter-imprenditoriale (come, ad esempio, nel caso del c.d. contratto da dominio), non

---

<sup>243</sup> Si veda in proposito Rimini Emanuele, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 80 ss., il quale trae spunto dagli orientamenti della giurisprudenza tedesca in materia di gruppi di fatto; nonché particolarmente interessanti sono le riflessioni sul punto anche di, Galletti Danilo, *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, Milano, 2010, p. 329, il quale sostiene l'equiparazione dei principali finanziatori alla figura degli amministratori di fatto, proprio nel caso essi si rendano protagonisti di interventi gestori che finiscano per ricadere capillarmente sulla maggior parte delle funzioni aziendali, sino ad estendersi quasi al *day to day management*.

sarebbe allora certamente coerente richiederlo per un controllo, come quello qui in commento, che risulta avere il meno ambizioso scopo imprenditoriale di garantire la corretta attuazione di un contratto (di finanziamento)<sup>244</sup>.

Sulla base di quanto detto fin qui, sembrano allora chiariti i presupposti necessari affinché un contratto di finanziamento possa generare una fattispecie di controllo *ex art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.* (rilevante ai fini della presunzione di attività di eterodirezione).

Per rendere compiuta l'analisi qui condotta occorre però soffermarsi su un ulteriore importante quesito: cioè, se i requisiti fin qui individuati siano altresì sufficienti al fine di ritenere provato (o se non altro a far presumere) l'esercizio effettivo del potere di influenza dominante e dell'attività di eterodirezione. Più precisamente, si tratta di stabilire se ai fini qualificatori qui proposti, basti riscontrare la presenza di *covenants* rispondenti alla tipologia qui ricostruita (oltre, ovviamente, ad una situazione di dipendenza finanziaria), oppure occorra anche che tali clausole siano concretamente utilizzate al fine di esercitare un'influenza dominante di tipo imprenditoriale sulla società finanziata. Infatti, si deve tener presente che la tipologia di *covenants* in questione può attestare, in sé per sé, tutt'al più una probabilità di eterodirezione; ma alla quale però potrebbe non corrispondere un concreto esercizio del controllo da parte della banca finanziatrice. Si tratta, a bene vedere, di una questione la cui soluzione va ad

---

<sup>244</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

incidere sulla ripartizione dell'onere probatorio circa l'esistenza dell'attività di eterodirezione.

Orbene, guardando, ad esempio, alla già richiamata fattispecie del contratto di dominio, tale problema è stato risolto assai celermente dal legislatore, poiché l'attribuzione di poteri direttivi finalizzati all'attuazione di interessi imprenditoriali alieni è stata considerata come chiaro indice di un esercizio effettivo di controllo, e in particolare di attività di direzione e coordinamento (v. artt. 2497-*sexies* e 2497-*septies*, c.c.). Ma non sembra che tale soluzione possa essere generalizzabile ad ogni fattispecie di controllo contrattuale<sup>245</sup>.

Pur tuttavia, pare difficile negare che *covenants* pervasivi al punto di vincolare al *placet* del creditore (sia pure indirettamente) aspetti significativi della stessa organizzazione societaria, portino di norma, all'esercizio effettivo di un'attività di eterodirezione da

---

<sup>245</sup> Buona parte della dottrina sembra propendere, a riguardo, per una interpretazione restrittiva, per cui il controllo contrattuale, a differenza di quello partecipativo, sarebbe connotato in termini "effettivi" anziché "potenziali". In tal senso, la rilevanza dell'effettivo esercizio dell'attività di eterodirezione nel controllo contrattuale si giustificerebbe in virtù del fatto che, a differenza della partecipazione sociale, il contratto di scambio non è uno strumento normalmente utilizzato a fini di acquisizione del controllo societario e soprattutto perché non può contare su meccanismi formali di condizionamento dell'organizzazione societaria. Alla luce di questo, la concezione restrittiva assolverebbe il compito di scongiurare il rischio di una qualificazione non corrispondente al reale assetto degli interessi in gioco. Dunque, un contratto di finanziamento sarebbe da qualificare come fonte presuntiva di eterodirezione solo nel caso in cui dovesse contenere clausole organizzative particolarmente stringenti, tali da risultare anomale rispetto alla prassi consolidata nel settore cui afferisce il contratto di scambio considerato. Di tale avviso, Lamandini Marco, *Controllo di società*, in *Diritto commerciale*, in *Dizionario del diritto privato*, Milano, 2011, p. 316 ss.; Rimini Emanuele, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 30 ss.; nonché Rondinone Nicola, *I gruppi di imprese tra diritto comune e diritto speciale*, Milano, 1999, p. 462

parte del creditore. In realtà, la situazione non sembra essenzialmente diversa da quella del socio di controllo: sebbene non possa escludersi che chi acquista un quantitativo di capitale sociale sufficiente a condizionare l'operato degli amministratori poi non si avvalga effettivamente del potere acquisito, è chiaro che di norma probabilmente questo sarà il fine operativo perseguito. La ragione di ciò è (in entrambi i casi) che l'acquisto di poteri stringenti di condizionamento dell'organizzazione societaria comporta, inevitabilmente, notevoli costi a carico di chi lo effettua, per cui è ragionevole presumere che tali investimenti trovino il loro contrappunto nei vantaggi ritraibili dall'esercizio del potere gestorio<sup>246</sup>. Ora, convenire con questa accezione "potenziale" del controllo contrattuale rilevante ai fini della disciplina della eterodirezione non vuol dire, però, che la prova di tali prerogative di potere sia quindi concettualmente sufficiente per considerare applicabili le regole in questione. Il punto è, piuttosto, che una volta dimostrati i presupposti per il controllo potenziale, l'esercizio effettivo di questo ai fini di un'attività di etero direzione dovrà presumersi *juris tantum*, così che sarà il soggetto controllante ad avere l'onere di fornire elementi di prova sufficienti a superare detta presunzione<sup>247</sup>.

---

<sup>246</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>247</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *op. cit.*, il quale, a tal riguardo argomenta che, il controllo e l'eterodirezione in quanto fenomeni essenzialmente economici, non possono come tali essere oggetto di vera e propria definizione normativa. Piuttosto risulta necessario fissare degli indici presuntivi che consentano di approssimare nella misura più corretta la fattispecie normativa alla fattispecie concreta, in funzione degli interessi in gioco.

Anche nella prospettiva qui adottata, insomma, l'applicazione della disciplina della eterodirezione presuppone che il controllo sia effettivamente esercitato (a fini di impresa). Dunque, alla luce dei rilievi qui esposti, sembra potersi concludere che ai fini della prova di un'attività di eterodirezione creditoria sarà sufficiente, di norma, il riscontro di presupposti fenomenologici e contrattuali (quali quelli appena descritti), mentre non sarà necessario provare l'esercizio concreto dell'influenza dominante a fini di impresa da parte del finanziatore. Sempre che, e questo è il punto, il finanziatore stesso non riesca a dimostrare che tale situazione non si sia verificata in concreto, nonostante il contratto di credito comporti una dipendenza finanziaria della società debitrice e sia altresì supportato da penetranti *covenants* normalmente sufficienti ad esercitare il controllo e l'eterodirezione.

### **3.1.2 L'esercizio della eterodirezione creditoria: le prerogative del finanziatore di controllo**

Ricostruiti i termini del rapporto fra controllo creditorio e fattispecie del controllo contrattuale (*ex art. 2359, comma 1, n.3, c.c.*) idonea a fondare una presunzione di una virtuosa attività di eterodirezione da credito, si tratta ora di approfondire le implicazioni del fenomeno in commento sotto il profilo della *disciplina* del controllo creditorio.

In particolare, si cercherà di chiarire quali siano i poteri e i doveri del creditore nell'esercizio dell'attività di eterodirezione sulla

società debitrice. Al riguardo, si tenga presente che le direttive del principale creditore si proiettano (direttamente o indirettamente) sull'attività della società controllata per il tramite, ovviamente, degli organi che formalmente la dirigono. Pertanto, il problema della delimitazione del *quantum* di potere spettante alla banca creditrice si traduce, da un punto di vista giuridico, nel quesito relativo alla individuazione delle ripercussioni direttamente conseguenti alle direttive o alle istruzioni creditorie sui poteri e doveri dei componenti degli organi della società controllata<sup>248</sup>.

Ora, seguendo l'approccio fin qui segnalato, sembra corretto partire dal rilievo che, in linea di principio, gli organi della società soggetta a eterodirezione creditoria, siano non solo autorizzati ma anche (e soprattutto) obbligati a cooperare con il creditore affinché l'eterodirezione da questi posta in essere possa

---

<sup>248</sup> Peraltro, un problema del tutto peculiare è posto da quelle situazioni eterocreditorie che hanno ad oggetto anche società che non siano parti del rapporto di finanziamento. Si tratta di una questione attuale ed importante, giacché frequenti sono i contesti di eterodirezione da credito verso società di gruppo, in special modo quando la società controllata sia la capogruppo. In tali casi si pone, infatti, un delicato problema di determinazione dei confini tra i poteri direttivi del creditore e i poteri di direzione e coordinamento spettanti alla capogruppo; problema che, attualmente, non ha ancora ricevuto adeguata soluzione nel nostro Paese, né tanto meno sul piano comparato. A riguardo, si riporta la prospettazione di Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, il quale sembra riconoscere al creditore il potere di estendere la propria attività di eterodirezione anche nei confronti delle società del gruppo non direttamente finanziate; giacché nella misura in cui la capogruppo sia tenuta ad attuare le direttive della banca finanziatrice che abbiano ad oggetto (anche) l'attività di una o più società controllate, queste ultime saranno (indirettamente) tenute ad adempiere quanto stabilito dalla banca. Ciò, soprattutto qualora una società del gruppo si trovi (anch'essa) in una situazione di crisi.

svolgersi efficacemente<sup>249</sup>. Pertanto, di seguito, si proverà a declinare i principali risvolti applicativi di tali delicate dinamiche, con particolare attenzione ai possibili conflitti d'interesse che dovessero rilevare in conseguenza di tale attività eterocreditaria. Ebbene, quale punto di partenza si argomenterà, di seguito, distinguendo la posizione degli amministratori della società eterodiretta da quella dei soci della medesima. Quanto ai primi, è evidente che l'efficacia dell'obbligo di cooperazione degli amministratori con il principale creditore nell'attuazione delle relative istruzioni o direttive dipende, fondamentalmente, da due fattori: da un lato, dalla diligenza e perizia con la quale le dette direttive vengano recepite e successivamente attuate dagli stessi amministratori della società eterodiretta; dall'altro, e a monte, dall'adeguatezza delle informazioni sulla situazione della società delle quali disponga il creditore al fine di meglio elaborare il proprio programma di azione (informazioni che, inizialmente, sono solo nella disponibilità degli amministratori della società controllata. Da qui, evidentemente, l'importanza di stabilire quale sia il concreto contenuto dell'obbligo di collaborazione degli amministratori.

---

<sup>249</sup> Ne consegue che le persone che rivestono ruoli organici all'interno della società controllata non potranno essere sanzionate per il fatto di aver dato seguito alle direttive e alle istruzioni del creditore di controllo: ad esempio, gli amministratori non potranno essere revocati per giusta causa, né potranno essere chiamati a rispondere per eventuali danni subiti dalla società per effetto di tali azioni. Di tale avviso, Santorusso Daniele, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, in Riv. dir. soc., 2009, p. 642 ss.; nonché, Mozzarelli Michele, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, Torino, 2007, p. 240 ss.

Cercando in proposito un parallelismo con il diritto dei gruppi<sup>250</sup>, si può notare piuttosto chiaramente che in tali contesti, gli amministratori della società eterodiretta siano obbligati ad attuare con diligenza e perizia le direttive e/o istruzioni provenienti dalla capogruppo, cooperando in tal modo per un'efficace realizzazione delle relative strategie. Al contempo, e propedeuticamente, tali amministratori debbono però informare la capogruppo di tutto quanto possa essere necessario a consentirle di programmare le linee strategiche della controllata; ciò, si tenga presente, nei limiti in cui la capogruppo abbia deciso di avocare a sé le funzioni aziendali dell'impresa controllata<sup>251</sup>. Analoga soluzione sembra essere preferibile in materia di esercizio di eterodirezione creditoria<sup>252</sup>.

In tal senso, si può argomentare dal fatto che l'obbligo di cooperazione degli amministratori nelle dinamiche di gruppo discende dal vincolo posto a tutela dell'interesse della società eterodiretta, vincolo che per gli amministratori si traduce, appunto, nell'obbligo di attuare con diligenza e perizia l'interesse della società e altresì di cooperare efficacemente per l'elaborazione delle direttive e nell'attuazione delle stesse. Ebbene, pare ragionevole ritenere che anche nella fattispecie oggetto di questa analisi, il vincolo di collaborazione degli

---

<sup>250</sup> Si vuole cercare, cioè, una possibile analogia con l'esercizio di attività di direzione e coordinamento verso società per azioni organizzate secondo il modello tradizionale.

<sup>251</sup> Cfr. Tombari Umberto, *Il gruppo di società*, Torino, 1997, p. 232 ss.; nonché, Mozzarelli Michele, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, Torino, 2007, p. 226 ss.

<sup>252</sup> Cfr. Rimini Emanuele, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 299 ss.

amministratori debba strutturarsi nel modo indicato<sup>253</sup>. Peraltro, tale obbligo di cooperazione rileva, soprattutto, quando è ragionevole ritenere che la mancata o non tempestiva conformità alle richieste del creditore possa esporre la società ad una reazione pregiudizievole dell'interesse sociale da parte di quest'ultimo; sotto il profilo della continuità aziendale questo può significare, ad esempio, la chiusura del rapporto di finanziamento con conseguente rischio di insolvenza e di apertura di una procedura concorsuale, oppure la drastica riduzione delle risorse messe a disposizione dal finanziatore con conseguente scioglimento e liquidazione della società. Detto in altri termini, la minaccia potenzialmente paventata dal finanziatore pare idonea, di per sé, ad attivare con estrema efficacia l'obbligo di collaborazione da parte degli amministratori della società debitrice<sup>254</sup>. Inoltre, non sembra banale precisare che l'obbligo informativo ha ad oggetto soprattutto il concretizzarsi di uno o più *defaults* rispetto ai

---

<sup>253</sup> Questo ordine di conseguenze derivante dall'obbligo di perizia e diligenza degli amministratori, sembra confermato dalla disciplina propria dell'amministrazione delegata, la dove questa impone all'A.D. di cooperare all'attuazione delle direttive gestorie eventualmente impartite dal consiglio di amministrazione, nonché di instaurare un adeguato ed efficiente flusso informativo su tutta quanta l'attività svolta (art. 2381, comma 3 e 5, c.c.). Dunque, detto altrimenti, da tale disciplina sembra derivare inequivocabilmente un principio generale di cooperazione degli amministratori con l'organo dotato di competenza sulla gestione dell'impresa. Si veda in proposito, Libertini Mario, Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003, Appunti per un corso di diritto commerciale, in Riv. dir. soc., 2008, p. 225; nonché, Tombari Umberto, Sistema dualistico e potere di alta amministrazione del consiglio di sorveglianza, in Banca borsa, 2008, p. 719 ss.

<sup>254</sup> Cfr. Cuomo Paolo, Il controllo societario da credito, Milano, 2013, p. 238

*covenants* inseriti nel contratto di finanziamento, e lo stesso sarà da qualificarsi come pienamente utile ai fini dell'attività d'impresa solo quando esso sia preventivo rispetto al verificarsi dell'evento, e non meramente successivo. Ad ogni modo, l'obbligo di cooperazione degli amministratori non si può definire “senza sé e senza ma”, giacché lo stesso può (e deve, in certi casi) conoscere la presenza di limiti oggettivi. In tal senso, si rifletta sul fatto che, l'attività di eterodirezione posta in essere dal creditore non è necessariamente sempre virtuosa: ben potendosi verificare scenari di pregiudizio all'integrità del patrimonio sociale (o comunque agli interessi degli *stakeholders* dell'impresa finanziata) derivanti dalle scelte prese dal creditore di controllo<sup>255</sup>.

Dunque, il problema qui verte sul fatto se e in che misura gli amministratori della società controllata abbiano il potere di resistere (preventivamente) ad eventuali iniziative “predatorie” del creditore di controllo<sup>256</sup>. Ancora una volta, la soluzione sembra reperibile tramite un confronto con la disciplina dei gruppi, giacché in tale contesto si ritiene che gli amministratori della controllata, pur non potendo sindacare le scelte gestorie della capogruppo, ben possano invece valutarne la legittimità, segnatamente sotto il profilo del rispetto dell'interesse sociale

---

<sup>255</sup> D'altra parte, se è vero che la disciplina di tali fenomeni è affidata in prima battuta agli obblighi di corretta gestione imprenditoriale gravanti sul creditore che eserciti effettivamente l'attività di eterodirezione, è altresì vero che tali obblighi presentano il limite oggettivo di intervenire solo *ex post* sull'azione pregiudizievole del creditore.

<sup>256</sup> Quanto al problema del controllo creditorio esercitato per fini egoistici o predatori, v. *infra*

della controllata<sup>257</sup>. Inoltre, si ritiene che gli amministratori della controllata conservino una competenza esclusiva nelle questioni amministrative non propriamente gestionali: in particolare, sulle decisioni concernenti la preparazione e le modalità tecniche di attuazione delle decisioni della capogruppo, nonché sugli atti di amministrazione c.d. corrente e sul funzionamento dell'organizzazione societaria<sup>258</sup>. Dunque, secondo autorevole dottrina, tale soluzione è certamente trasferibile nelle dinamiche del fenomeno qui analizzato<sup>259</sup>. Infatti, il punto focale del potere/dovere di resistenza degli amministratori, come pure di contro dell'obbligo di cooperazione, verte sul principio del perseguimento dell'interesse della società controllata. Pertanto, giacché anche l'obbligo degli amministratori della controllata a cooperare all'attività di eterodirezione creditoria discende dal vincolo al perseguimento dell'interesse sociale, è evidente allora che questo stesso principio obbligherà gli amministratori della controllata a resistere ad eventuali direttive o istruzioni creditorie che, a seguito di prudente valutazione, si pongano con ragionevole certezza in contrasto con l'interesse all'integrità imprenditoriale della società finanziata<sup>260</sup>. Sotto altro profilo,

---

<sup>257</sup> Cfr. Tombari Umberto, Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. di gruppo tra disciplina legale e autonomia privata: appunti in tema di corporate governance e gruppi di società, in Riv. soc., 2009, p. 130; Mozzarelli Michele, Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l., Torino, 2007, p. 228 ss.

<sup>258</sup> Cfr. Tombari Umberto, Il gruppo di società, Torino, 1997, p. 232

<sup>259</sup> V. per tutti, Rimini Emanuele, Il controllo contrattuale, Milano, 2002, p. 300

<sup>260</sup> Si pensi, ad esempio, ad una certa direttiva volta a forzare la liquidazione di fatto del patrimonio sociale a solo vantaggio del creditore di controllo e

poiché il vincolo di soggezione si giustifica alla luce dell'interesse imprenditoriale del creditore di controllo, gli amministratori della controllata dovranno allora opporsi con decisione a tutte quelle direttive o istruzioni che, sconfinando (più o meno apertamente) dall'ambito delle scelte propriamente gestionali, non possano essere ragionevolmente qualificate come scelte imprenditoriali del creditore di controllo<sup>261</sup>. Infine, per quanto riguarda le conseguenze di una eventuale violazione dell'obbligo di cooperazione o dei suoi limiti, si rimanda coerentemente a quanto previsto nel diritto dei gruppi, segnatamente alle sanzioni di tipo organizzativo: in particolare, la revoca per giusta causa dell'amministratore infedele, e l'azione di risarcimento del danno al patrimonio della società controllata<sup>262</sup>.

Con riguardo, invece, alla posizione dei soci della società controllata, è stata posta la questione se e in che termini un siffatto vincolo di cooperazione gravi anche su costoro.

---

in aperta violazione della disciplina della liquidazione societaria e concorsuale.

<sup>261</sup> Di guisa che, mentre il creditore potrà imporre una dismissione o un certo ordine di priorità nel pagamento dei debiti sociali, egli non avrà invece il potere di sostituirsi agli amministratori in una loro competenza tecnica come, ad esempio, la conduzione delle trattative in nome della società, né quello di impedire agli amministratori un'iniziativa spiccatamente societaria come la sottoposizione ai soci di una proposta di aumento del capitale idonea a sottrarre la società alla condizione di crisi che la vincola al creditore (Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 240)

<sup>262</sup> Cfr. Tombari Umberto, *Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. di gruppo tra disciplina legale e autonomia privata: appunti in tema di corporate governance e gruppi di società*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 131

Al riguardo, si è sostenuto (giustamente) che l'efficacia della eterodirezione creditoria passa, e non potrebbe essere diversamente, anche dalla leale cooperazione dei soci della società debitrice<sup>263</sup>. Basti pensare, ad esempio, alla comune esigenza del creditore di controllo di sostituire uno o più amministratori, i quali – a seguito dell'analisi effettuata da un incaricato del creditore, eventualmente insediato nel consiglio di amministrazione della società debitrice quale amministratore delegato (*chief restructuring officer*) – si siano rilevati di fatto responsabili delle difficoltà della società, o comunque siano stati valutati come non adatti ad amministrarla nella delicata fase di risanamento<sup>264</sup>. Ebbene, in tali contesti, è agevole riconoscere come centrale il ruolo ricoperto dai soci giacché, val bene ricordarlo, nel sistema tradizionale spetta proprio a loro il potere formale di provvedere in materia.

Certo questo non significa che gli stessi debbano necessariamente allinearsi (da subito) con le richieste del creditore, giacché potrebbero, in ultima analisi, voler conservare il proprio potere. Conflitti analoghi potrebbero emergere, inoltre, a proposito delle importanti delibere modificative dell'atto costitutivo (come ad esempio le delibere di riduzione e aumento del capitale sociale)<sup>265</sup>.

Tale problematica, peraltro, non può beneficiare di spunti parallelistici come quelli *supra* richiamati, poiché il diritto dei

---

<sup>263</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 240

<sup>264</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 242

<sup>265</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *op. cit.*

gruppi non fornisce alcun tipo di indicazione. Il motivo è facilmente intuibile: il vincolo di collaborazione precedentemente menzionato si colloca (come visto) sul piano del rapporto con gli amministratori della società controllata, e non anche a livello di rapporto con i soci della stessa. Ne consegue che, di seguito, si dovrà necessariamente guardare al principio della tutela dell'interesse sociale, in particolar modo verificando se questo possa tradursi anche per gli azionisti in un vincolo positivo avente ad oggetto il voto a favore delle proposte di delibera imposte dal creditore di controllo che eserciti l'attività di eterodirezione<sup>266</sup>.

Al riguardo, si da per acquisito che il vincolo al rispetto dell'interesse sociale – pur essendo rilevante anche per il comportamento dei soci (art. 2373, c.c.) – non equivale comunque per intensità all'analogo vincolo gravante sugli amministratori<sup>267</sup>. Il motivo è presto detto: i soci possono non avere interesse a prendere parte alle assemblee o a votare in una certa direzione, né soprattutto sono necessariamente in possesso

---

<sup>266</sup> Sia detto fin d'ora che il creditore che eserciti l'eterodirezione potrà legittimamente sacrificare l'interesse dei soci della società controllata al fine di massimizzare la redditività delle proprie partecipazioni in vista del mantenimento del supporto finanziario e quindi della continuità della relativa attività. In tal senso, si ravvisa che il sacrificio dell'interesse lucrativo dei soci in vista di esigenze imprenditoriali è pienamente consentito dal diritto societario, quantomeno nei limiti della ragionevolezza. V. in proposito, Mazzoni Alberto, La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale, in Amministrazione e controllo nel diritto delle società, Torino, 2010, p. 829 ss.

<sup>267</sup> Cfr. Tombari Umberto, Il gruppo di società, Torino, 1997, p. 232; Guerrera Fabrizio, Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare, in Riv. soc., 2002, p. 217

delle informazioni e/o delle adeguate competenze utili a deliberare ponderatamente su una certa materia<sup>268</sup>.

Di conseguenza sembra potersi affermare con un sufficiente grado di sicurezza che i soci in quanto tali non saranno tenuti a prendere parte all'assemblea sollecitata dal creditore o a votare le proposte di delibera da costui imposte, né saranno responsabili per eventuali scelte negligenti o condizionate da imperizia nell'assunzione dei provvedimenti sollecitati dal creditore<sup>269</sup>. Parimenti, si ritiene che vincoli più stringenti possano pretendersi dai soci di controllo o comunque più influenti: tali soggetti sono infatti tenuti ad un vincolo fiduciario qualificato nei confronti della società (art. 2476, comma 7, c.c.), specialmente durante le operazioni di voto in assemblea, ove questi possono esercitare proficuamente la loro influenza<sup>270</sup>. In particolare, e relativamente alle delibere aventi ad oggetto operazioni prettamente gestorie (c.d. delibere gestionali), pare certo che il voto da parte dei soci di controllo sia soggetto ad un controllo di correttezza teso a prevenire e a reprimere eventuali comportamenti irragionevoli in pregiudizio dell'interesse sociale<sup>271</sup>. E tale vincolo, pur strutturato come clausola generale, pare possa tradursi in

---

<sup>268</sup> Buona parte della dottrina ritiene che i soci in quanto tali non siano obbligati al voto, né ad esercitare con diligenza o perizia il diritto di voto (Cfr. Regoli Duccio, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 2006, p. 87 ss.)

<sup>269</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

<sup>270</sup> Cfr. Tombari Umberto, *La responsabilità dei soci nelle s.r.l. Commentario*, Milano, 2011, p. 717 ss.

<sup>271</sup> Cfr. Guerrera Fabrizio, *Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 217 ss.; Tombari Umberto, *La responsabilità dei soci nelle s.r.l. Commentario*, Milano, 2011, p. 717 ss.

circostanze del tutto eccezionali in un dovere positivo di voto verso una certa direzione: nello specifico, è stato segnalato che nelle situazioni di crisi della società il vincolo di correttezza suddetto può imporre al socio di votare a favore di operazioni straordinarie dalle quali dipenda la salvezza, e quindi la continuità, della società<sup>272</sup>. Conseguentemente, e per quello che interessa l'analisi qui condotta, le direttive o le istruzioni del creditore che eserciti l'eterodirezione (creditoria) ben potranno assumere efficacia vincolante per i soci più influenti della società debitrice, in quanto dalla loro effettiva collaborazione dipende il mantenimento del finanziamento vitale per l'impresa, e quindi in ultima analisi, la continuità dell'impresa stessa. Quanto invece alle delibere aventi ad oggetto provvedimenti necessari al funzionamento dell'organizzazione societaria, come nel caso ad esempio della nomina e revoca delle cariche sociali o relativamente alla destinazione degli utili (c.d. delibere funzionali), giacché queste siano in certa misura tipizzate dal legislatore, dottrina e giurisprudenza più autorevole ritengono – anche sulla scorta del diritto comparato – che un vincolo di correttezza sia comunque ammissibile, se non altro limitatamente al divieto di conflitto di interessi in danno alla società<sup>273</sup>.

---

<sup>272</sup> Cfr. Guerrera Fabrizio, *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, Torino, 2004, p. 188; nonché, Boggio Luca, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*. Milano, 2007, p. 374 ss.

<sup>273</sup> Si pensi all'ipotesi in cui il socio, nel tentativo di preservare o riconquistare il controllo della società, si rifiuti di collaborare o si attivi per contrastare con il proprio voto il recepimento delle direttive creditorie (ad esempio in materia di revoca e sostituzione degli amministratori), provocando così il fallimento della società o comunque aumentandone

Dunque, per concludere sul punto, non pare azzardato ritenere che in simili contesti sia del tutto legittimo per il creditore di controllo richiedere piena collaborazione ai soci in sede assembleare relativamente alla spendita di un loro voto favorevole rispetto ad eventuali proposte all'ordine del giorno. Del resto, ammettere nei termini suddetti il dovere di cooperazione degli azionisti influenti non vuol dire affatto conculcarne le prerogative in punto di disinvestimento dalla società, quanto piuttosto evitare che una possibile messa in liquidazione della stessa possa produrre conseguenze rovinose per l'integrità del patrimonio sociale, a danno anche dei terzi. Sotto altro profilo, e comunque doveroso sottolineare che il potere creditorio qui ricostruito non è privo di limiti sostanziali. Infatti, si esclude che il creditore che eserciti attività di eterodirezione possa imporre ai soci l'obbligo di effettuare versamenti aggiuntivi al patrimonio sociale, quand'anche ciò fosse motivato da ragionevoli argomentazioni<sup>274</sup>.

Analogamente, il potere creditorio troverà un sicuro limite nella facoltà dei soci di fornire alla società (ad esempio tramite una ricapitalizzazione) le risorse per poter pagare il creditore, emancipandosi in tal modo dal relativo potere di controllo,

---

sensibilmente il rischio di insolvenza. (Cfr. Guerrera Fabrizio, Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare, in Riv. soc., 2002, p. 230 ss.; Giannelli Gianvito, Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi, in Riv. dir. soc., 2009, p. 615; nonché Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151; Trib. Salerno, 9 marzo 2010)

<sup>274</sup> Il dovere fiduciario del socio infatti non può essere invocato al fine di imporgli versamenti aggiuntivi al patrimonio sociale, v. Guerrera Fabrizio, Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare, in Riv. soc., 2002

poiché in tali casi il recepimento della direttiva creditoria si porrebbe in contrasto con l'interesse sociale, giacché finirebbe per imporre un sacrificio all'interesse lucrativo dei soci non giustificato dall'esigenza di assicurare la continuità dell'impresa<sup>275</sup>.

Qualora comunque si registrasse una violazione del vincolo di collaborazione da parte dei soci (con le nefaste conseguenze sopra citate), si potrà allora ricorrere ad un'azione di risarcimento del danno al patrimonio sociale per violazione dell'obbligo di correttezza nel rapporto con la società; nonché, eventualmente, la possibilità di impugnare la delibera assunta in conflitto di interessi<sup>276</sup>.

### **3.2 Il controllo creditorio esercitato per fini non imprenditoriali**

La presente analisi non può concludersi senza un richiamo al problema della disciplina applicabile ai casi in cui il controllo creditorio sia esercitato per fini egoistici o predatori, quindi non imprenditoriali.

Il potere di controllo non necessariamente viene esercitato dal creditore nella sola prospettiva di promuovere la conservazione o il recupero dell'equilibrio economico-finanziario della società controllata. Infatti, è ben possibile che il creditore, per

---

<sup>275</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 249

<sup>276</sup> Cfr. Strampelli Giovanni, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto dell'IAS/IFRS*, Torino, 2009, p. 159 ss.

incompetenza o (soprattutto) per una precisa scelta “affaristica”, voglia esercitare l’influenza dominante sulla società debitrice al solo fine (esclusivamente egoistico) di soddisfare unilateralmente il proprio diritto di credito e/o allo scopo di appropriarsi indebitamente di importanti *assets* appartenenti alla società debitrice<sup>277</sup>. In tali casi, si pone allora il problema di poter approntare una specifica disciplina finalizzata ad assicurare alla società controllata una efficace tutela contro gli abusi di controllo eventualmente commessi dal soggetto creditore.

Problema, peraltro, particolarmente avvertito allorquando il creditore eserciti l’influenza dominante in termini sistematici e pervasivi, senza tuttavia sfociare in una vera e propria gestione sostitutiva dell’attività dell’organo amministrativo della società controllata<sup>278</sup>. In tali casi, ovviamente, non si può certo richiamare l’applicazione delle regole di favore individuate per l’esercizio dell’attività di eterodirezione creditoria<sup>279</sup>; al contrario, si pone un problema di responsabilità da abuso del

---

<sup>277</sup> L’ipotesi statisticamente più frequente è quella dei c.d. *hedge funds* (fondi speculativi), cioè fondi comuni di investimento, amministrati da una società di gestione professionale, spesso organizzati come società in accomandita semplice o società a responsabilità limitata, che hanno lo scopo di produrre rendimenti costanti nel tempo tramite investimenti ad alto rischio ma con possibilità di ritorni molto fruttuosi. In Italia sono rappresentati dai fondi comuni di investimento speculativi (decr. Min. Tesoro 228/1999) e possono essere istituiti dalle società di gestione del risparmio (SGR).

<sup>278</sup> Cfr. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 268

<sup>279</sup> Come visto *supra*, il giudizio di meritevolezza del fenomeno qui analizzato ha condotto alla ricostruzione di alcuni tratti tipici allegati ad una possibile disciplina del controllo creditorio coadiuvato da *covenants*: la liceità e vincolatività delle direttive creditorie, i doveri fiduciari correlati all’interesse creditorio legittimamente perseguito dal soggetto di controllo.

controllo ai danni della società controllata. Nel silenzio del legislatore, tale problematica è stata da tempo avvertita con riferimento al caso degli abusi di controllo commessi dal socio di società di capitali e/o nelle aggregazioni di società. In particolare, in ipotesi di abuso di controllo concretizzatosi in un comportamento tirannico ai danni della società controllata, autorevolissima dottrina ha proposto con forza la disapplicazione della relativa disciplina di riferimento per l'esercizio di attività di eterodirezione (artt. 2476, comma 7; 2497 c.c.) in favore di regimi sanzionatori altamente rigorosi, individuati nella imputazione al socio di controllo della responsabilità per debiti della controllata e/o in una applicazione della responsabilità da direzione e coordinamento configurata in termini oggettivi, nonché della disciplina di postergazione legale dei crediti (art. 2497-*quinquies*, c.c.)<sup>280</sup>.

Allora, nell'intento di un possibile confronto con le dinamiche proprie del controllo creditorio, sembrerebbe certo il rischio (forse persino più alto che nelle fattispecie di controllo partecipativo o da contratto di dominio) di simili comportamenti opportunistici, poiché il creditore in quanto tale non è formalmente coinvolto nel rischio d'impresa della controllata, e comunque non intrattiene rapporti di tipo associativo con quest'ultima. Quindi, si tratta allora di valutare l'applicabilità al

---

<sup>280</sup> Cfr. Garcea Maura, I gruppi finiti. Appunti in tema di gruppi di società e interposizione nell'esercizio dell'impresa, in Riv. soc., 2009, p. 214 ss.; Meli Vincenzo, La responsabilità dei soci nella s.r.l., in Il nuovo diritto delle società, Torino, 2007, p. 685 ss.; Marchisio Emiliano, La corretta gestione della società eterodiretta e il recepimento di direttive dannose, in Giur. comm., 2011, p. 932 ss.

caso in esame delle tecniche sanzionatorie appositamente elaborate per gli abusi di controllo societario (al di fuori, ovviamente, dei contesti di eterodirezione virtuosa). Ebbene, secondo un'interessante proposta interpretativa, non pare realisticamente perseguibile l'applicazione della responsabilità per debiti contratti dalla controllata a carico del creditore tiranno, come pure è stato affermato per quanto attiene gli abusi di controllo derivanti da contesti di controllo partecipativo e in linea con esperienze straniere<sup>281</sup>. Ciò perché tale misura risulterebbe recessiva, attualmente, anche nello stesso contesto degli abusi di controllo proprietario, giacché i più recenti sviluppi dottrinali starebbero dirigendosi verso l'applicazione di rimedi risarcitori più efficaci per contrastare l'utilizzo abusi del potere di controllo. Tali rimedi risarcitori avrebbero infatti l'indubbio vantaggio di godere di maggiore elasticità, commisurando l'esborso imposto al soggetto di controllo alla effettiva entità del danno da costui effettivamente cagionato; non solo, ma ripianando il danno attraverso dei versamenti al patrimonio sociale, assicurerebbero il pieno rispetto della parità di trattamento tra creditori e soci<sup>282</sup>. Quanto all'applicazione dei principi sottesi alla responsabilità da abuso nell'attività di direzione e coordinamento, non sembrano

---

<sup>281</sup> Il riferimento va alla giurisprudenza statunitense che ammette l'applicazione al creditore di controllo della disciplina legislativa in materia di *undisclosed agency* con la conseguenza di assoggettare il creditore a responsabilità per debiti dell'impresa controllata (il *leading case* in materia è *A. Gay Jenson Farms Co. Vs. Cargill, Inc.* - 1981)

<sup>282</sup> Cfr. Rescigno Matteo, La responsabilità per la gestione: profili generali, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, Padova, 2012, p. 183 ss.; Marchisio Emiliano, La corretta gestione della società eterodiretta e il recepimento di direttive dannose, in *Giur. comm.*, 2011, p. 933

esserci ostacoli particolari rispetto ad una possibile estensione degli stessi alle derive predatorie del fenomeno in esame. Anzi, a ben vedere, tale estensione si concilierebbe perfettamente con l'assunto per cui le norme di tutela della società eterodiretta si coordinano alla eterodirezione nella sua dimensione fattuale: sicché, non sembrerebbe incoerente prospettare l'applicazione in mancanza del presupposto organizzativo (cioè l'iniziativa imprenditoriale del soggetto di controllo) che attribuisce a tale fatto un valore tendenzialmente positivo<sup>283</sup>.

Altra parte della dottrina ricorre, sempre per rimediare alle pregiudizievoli conseguenze derivanti dall'esercizio opportunistico del controllo creditorio, all'istituto dell'amministrazione di fatto, anche in considerazione delle indicazioni ricavabili dal dato comparatistico (ove il problema qui trattato ha ricevuto una maggiore attenzione)<sup>284</sup>.

---

<sup>283</sup> Cfr. Garcea Maura, I gruppi finiti. Appunti in tema di gruppi di società e interposizione nell'esercizio dell'impresa, in Riv. soc., 2009

<sup>284</sup> Particolarmente interessante, in questo senso, risulta l'istituto tedesco del gruppo di fatto qualificato o *qualifiziert faktischen Konzern*, il quale si applica ad ogni forma di ingerenza sistematica del soggetto di controllo, quand'anche il relativo potere di influenza dominante origini da una situazione di controllo da mera dipendenza economica esistenziale. Non solo, ma l'applicazione di tale istituto finisce per alleviare sensibilmente l'onere probatorio gravante sulla società abusata (o più spesso sul curatore fallimentare), rendendo così ancora più efficace la tutela riconosciuta alla stessa. Al contempo, e in sede di qualificazione del danno, si ammette una liquidazione forfettaria del medesimo, commisurato alle perdite subite dal patrimonio sociale. V. Kästle, Martina, Rechtsfragen der Verwendung von Convenants in Kreditverträgen, Berlin, 2003, p. 209 ss.; nonché, Cuomo Paolo, Il controllo societario da credito, Milano, 2013, p. 271

Accreditando questa impostazione, troverebbe allora sostegno la paventata possibilità di ancorare alla fattispecie del controllo in sé una disciplina di tutela rafforzata della società controllata.

Il punto centrale di questo tipo di argomentazione sarebbe da ricercare, ancora una volta, nella figura del controllo del controllo contrattuale da mera dipendenza economica *ex art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.*: essa, se da un lato si è rivelata ampiamente utilizzabile quale perno per l'applicazione di un possibile statuto dell'attività di eterodirezione creditoria, ben potrebbe assolvere, dall'altro, il ruolo di presupposto applicativo anche di una disciplina generale di tutela della società controllata contro eventuali abusi da parte del creditore di controllo. Coerentemente (e conseguentemente), non parrebbe azzardato configurare il comportamento del creditore come una fattispecie di illecito in sé considerato, giacché questo ingerendosi sistematicamente e pervasivamente nell'esercizio delle funzioni degli organi della società di capitali non solo apporterebbe sicuro pregiudizio alla società medesima, ma altrettanto sicuramente finirebbe per porre in essere una condotta oggettivamente contraria ai ben noti principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale. A chiusura di questa possibile disciplina potrebbe allora trovarsi l'applicazione di una liquidazione forfettaria del danno patito dalla società controllata, nella misura ovviamente della perdita subita. Ipotesi questa, non problematica, giacché è noto come il nostro ordinamento ammetta, in casi in cui il danno risarcibile non possa essere precisamente

quantificato, il ricorso alla liquidazione equitativa del danno da parte del giudice (art. 1226, c.c.)<sup>285</sup>.

Infine, e per le stesse ragioni sopra esposte, sembra convenirsi che nella fattispecie qui in esame possa trovare applicazione anche la postergazione legale delle pretese vantate dal creditore in posizione di controllo<sup>286</sup>.

---

<sup>285</sup> Del resto, nel caso in cui l'ingerenza creditoria si configuri come un fenomeno sistematico e pervasivo, sarebbe di norma difficile determinare in modo esatto e preciso il pregiudizio riconducibile a ciascun atto di ingerenza, sicché sarebbe inevitabile il ricorso ad una liquidazione equitativa del danno da parte del giudice. Su tali basi poi, sarebbe ragionevole fare riferimento al saldo negativo registrato dall'attività sociale nel periodo durante il quale è stato posto in essere il dominio predatorio del creditore di controllo. V. Cuomo Paolo, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 273

<sup>286</sup> Anche sotto questo profilo, peraltro, la responsabilità sarebbe aggravata dalla carenza di interesse imprenditoriale nell'agire del creditore, per cui la violazione dei principi di corretta gestione imprenditoriale da parte di costui dovrebbe ritenersi *in re ipsa*.

## **BIBLIOGRAFIA**

Abbadessa P., *Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio*, in Dir. banc. merc. fin., 2005

Abriani N., *La crisi dell'organizzazione societaria tra riforma delle società di capitali e riforma delle procedure concorsuali*, in Fall., 2010

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

Angiolini F., *Abuso di dipendenza ed eterodirezione contrattuale*, Milano, 2012

Armour J. & Frisby S., *Rethinking receivership*, ERSC Centre of business and research, University of Cambridge, 2000

Baird D. G. & Rasmussen K. R., *Private debt and the missing lever of corporate governance*, in University of Pennsylvania Law Review, vol. 154, 2006

Benedetti L., *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziate: spunti comparatistici*, in Riv. dir. soc., 2011

Bratton W. W., *Bond covenants and creditor protection: Economics and law, theory and practice, substance and process*, Georgetown Business, Economics and Regulatory Law Research Paper No. 902910, Georgetown University Law Center, 2006

Bochmann C., *Covenants und die Verfassung der Aktiengesellschaft*, Tübingen, 2012

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

Bonelli F., *Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, Milano, 2011

Calandra Buonauro V., *Disomogeneità di interessi dei creditori concordatari e valutazione di convenienza del concordato*, in *Giur. comm.*, 2012

Cetra A., *L'impresa collettiva non societaria*, Torino, 2003

Codazzi E., *L'ingerenza nella gestione delle società di capitali: tra atti e attività*, Milano, 2012

Costi R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2006

Cuomo P., *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

Debrassi Prandi C., *Relationship e transactional banking models*, Paper No. 52, Università degli studi di Brescia, Dipartimento di Economia Aziendale, 2006

De Luca Picione A., *Operazioni finanziarie nell'attività di direzione e coordinamento*, Milano, 2008

Dembski J., *Gesellschaftrechtliche Treubindungen von Nichtmitgliedern, insbesondere nachmitgliedschaftliche Treubindungen*, Berlin, 2009

Demuro I., *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, Torino, 2010

Denozza F., *L'interesse sociale tra coordinamento e cooperazione, In L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale sociale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010

Denozza F., *La responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1977

De sensi V., *Convenzioni stragiudiziali per il salvataggio delle imprese e patti parasociali*, in *Dir. fall.*, 2005

Dierdoff J., *Herrschaft und Abhängigkeit einer Aktiengesellschaft auf schuldvertraglicher und tatsächlicher Grundlage*, Berlin, 1978

Emmerich V., *in Aktien und GmbH-Konzernrecht*, München 2010

Eugene F. F., *What's different about banks?*, *Journal of Monetary Economics*, 1985, Vol. 15

Ferrarini G., *Shareholder value and the modernisation of european corporate law*, Centre for law finance, Working paper series, 2001

Ferraro P., *L'impresa dipendente*, Napoli, 2004

Ferri G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, Torino, 1987

Ferri G. Jr., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2002

Ferro-Luzzi P. & Marchetti P., *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994

Frè G., *Commento agli artt. 2359-2359-bis*, in *Società per azioni*, 1997

Galardo M., *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Risanare l'impresa*, Milano, 2012

Galgano F., *Commento all'art. 2497-sexies c.c.*, in *Direzione e coordinamento di società*, di Galgano F., in *Commentario del codice civile Scajola-Branca*, Bologna, 2005

Galgano F., *L'imputazione dell'attività d'impresa*, in *L'impresa*, di Aa.Vv., in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova 1978

Galletti D., *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, Milano, 2010

Galletti D., *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, in *Convegno Paradigma Forum Garanzie*, ott.-nov. 2008 – Garanzie reali e personali nei rapporti bancari

Galletti D., *Elasticità della fattispecie obbligazionaria e profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in Banca borsa, 1997

Giannelli G., *I covenants finanziari e finanziamento dell'impresa in crisi*, in Riv. dir. soc., 2009

Goode R., *Principles of corporate insolvency law*, London, 2011

Guerrera F., *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, Torino, 2004

Guerrera F., *Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare*, in Riv. soc., 2002

Harner M. M., *The corporate governance and public policy implications of activist distressed debt investing*, in Fordham Law Review, 2008

Iman A. & Lynn S., *Fiduciary duties for activist shareholders*, in Stanford Law Review, 2008

Imbrenda M. & Carimini F., *Leasing e lease back*, Napoli, 2008

Jensen M. & Meckling W. H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in Journal of Financial Economics, 1976

Jorio A., *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa tra privatizzazione e tutela giudiziaria*, in Fallimento, 2005

Jorio A., *Le crisi di impresa*, in Fallimento, Milano, 2000

Koppensteiner H. G., *in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln, 2011

Lamandini M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna 2001

Lamandini M., *Il controllo. Nozione e “tipo” nella legislazione economica*, Milano, 1995

Libertini M., *Autonomia individuale e autonomia d’impresa, in I contratti per l’impresa, Produzione, circolazione, gestione, garanzia*, Bologna, 2013

Libertini M., *La responsabilità per abuso da dipendenza economica: la fattispecie*, in *Contr. e impr.*, 2013

Libertini M., *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003, Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008

Libonati B., *Crisi societarie e governo dei creditori*, in *Dir. e giur.*, 2007

Libonati B., *Prospettive di riforma sulla crisi d’impresa*, in *Giur. comm.*, 2001

Maccarone S. & Nigro A., *Funzione bancaria, rischio e responsabilità della banca*, Milano, 1981

Marabini A., *La gestione della crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi: il riequilibrio finanziario*, in Dir. fall., 2009

Marchisio E., *La corretta gestione della società eterodiretta e il recepimento di direttive dannose*, in Giur. comm., 2011

Mazzoni A., *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010

Mazzoni A., *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, Milano, 2007

Meli V., *La responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2007

Molinari U., *Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall.: i casi Gabetti Property Solution s.p.a. e Risanamento s.p.a.*, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, Milano, 2011

Mozzarelli M., *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, 2012

Mozzarelli M., *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, Torino, 2007

- Notari M., *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, Milano, 1996
- Palmieri M., *I bond covenants*, in Banca impresa soc., 2006
- Pennisi R., *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in Riv. Dir. soc. 2009
- Picardi L., *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013
- Piepoli G., *Profili civilistici dei covenants*, in Banca borsa, 2009;  
*Le garanzie negative*, in Banca borsa, 2001
- Poli S., *Commento all'art. 2352 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005
- Rampini F., *Banchieri*, Milano, 2013
- Regoli D., *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 2006
- Rescigno M., *La responsabilità per la gestione: profili generali*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, Padova, 2012
- Rimini E., *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002
- Rondinone N., *I gruppi di imprese tra diritto comune e diritto speciale*, Milano, 1999
- Rossi G. & Stabilini A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in Riv. soc., 2003

Runge J., *Covenants in Kreditverträgen: Grazen der Einflussnahme von Kreditinstituten*, Köln, 2010

Sacchi R., *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Fallimento*, 2009

Santorusso D., *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, in *Riv. dir. soc.*, 2009

Scano A., *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Il nuovo dir. soc.*, 2011

Scognamiglio G., *Clausole generali, principi di diritto e disciplina dei gruppi di società*, Milano, 2011

Scognamiglio G., *I gruppi*, in *Diritto Commerciale*, Milano, 2010

Scognamiglio G., *Gruppo e controllo: tipologia dei gruppi di imprese*, in *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996

Servatius W., *Gläubigereinfluss durch Covenants*, Tübingen, 2008

Smith C. Jr. & Warner J. B., *On financial contracting*, in *Journal of financial economics*, 1979

Spada P., *La provvista finanziaria tra destinazione e attribuzione*, in *Il diritto delle società oggi*, Torino, 2011

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

Spolidoro M., *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in Riv. soc., 1995

Stanghellini L., *Il ruolo dei finanziatori nella crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 2008

Stanghellini L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007

Stanghellini L., *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in Riv. soc., 2004

Strampelli G., *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto dell'IAS/IFRS*, Torino, 2009

Stupia V., *I covenants nei finanziamenti a medio e lungo termine*, in *Trust e attività fiduciarie*, Quaderni, Atti del V Congresso Nazionale dell'Associazione "Il trust in Italia", Sestri Levante, 2011

Tidona M., *Il cash pooling tra le società appartenenti ad un gruppo*, in *Magistra, Banca e Finanza*, 2000

Tombari U., *I gruppi di società*, in *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2010

Tombari U., *Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. di gruppo tra disciplina legale e autonomia privata: appunti in tema di corporate governance e gruppi di società*, in Riv. soc., 2009

Tombari U., *Sistema dualistico e potere di alta amministrazione del consiglio di sorveglianza*, in Banca borsa, 2008

Tombari U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in Riv. soc., 2004

Tombari U., *Il gruppo di società*, Torino, 1997

Triantis G. D. & Daniels R. J., *The role of debt in interactive corporate governance*, in California Law Review, 1995

Tung F., *Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance*, in UCLA Law Review, 2009

Università di Firenze e CNDCEC e Assonime, 2011

Vassalli F., *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione nelle società personali*, Milano, 1973

Veil R., *Unternehmensverträge*, Tübingen, 2003

Vigo R., *Un'occasione di confronto tra la riforma societaria e quella fallimentare. L'apologo del comitato dei creditori*, in *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, a cura di Di Marzio e Macario, Milano, 2010

## **GIURISPRUDENZA**

Cass., 13 marzo 2003, n. 3722, in Fallimento, 2013

Cass., 27 settembre 2001, n. 12094, in Società, 2003

Cass., 1 agosto 1996, n. 6969, in Giur. it., 1998

Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in Giur. comm., 1996

Cass. 5 gennaio 1984, n.32

Trib. Salerno, 9 marzo 2010, in Società, 2010

Trib. Pescara, 16 gennaio 2009, in Società, 2010

Trib. Milano, 28 aprile 1994, in Giur. comm., 1995

Anaconda-Ericsson Inc. v. Hessen

A. Gay Jenson Farms Co. Vs. Cargill, Inc.

Beneficial Commercial Corp. v. Murray Glick Datsun Inc.

Berquist v. First Nat'l Bank of St. Paul

Blackmore Partners v. Link Energy LLC

Credit Lyonnais Bank Nederland v. Pathe Commc'ns Corp.