

I COVENANTS E LE ALTRE GARANZIE ATIPICHE NEL PRIVATE EQUITY E NEI FINANZIAMENTI BANCARI.

SOMMARIO: 1. Garanzie reali e contrattuali. – 2. *Covenants* legali e convenzionali. – 3. La funzione economica e l'efficienza delle *covenants*. - 4. Il contenuto tipico delle *covenants*. – 5. Il LBO. – 6. Il finanziamento rilevante nel LBO. – 7. L'acquisto del controllo nel LBO. – 8. Le fattispecie di confine: LBO con scissione, asset based LBO. – 9. La patologia: violazione dell'art. 2501bis, responsabilità degli amministratori della target e acquisizioni “di gruppo”. – 10. I rischi del finanziamento bancario dell'impresa in crisi. -11. Il possibile coinvolgimento nelle responsabilità di impresa. - 12. Il rischio di inadempimento verso le controparti contrattuali. -

1. *Garanzie reali e contrattuali*. – Questo studio si occupa delle garanzie che possono accompagnare l'emissione di *corporate bonds* destinati alla collocazione fra il pubblico oppure di finanziamenti bancari rivolti ad imprese in fase di sviluppo.

Il significato di “garanzia” viene assunto in senso ampio, come *qualsiasi dispositivo giuridico volto a diminuire il rischio dell'insolvenza dell'emittente*.

L'espressione “rischio di insolvenza” è anch'essa da intendersi in senso molto ampio, siccome riferita tanto al rischio c.d. di primo livello del finanziamento (c.d. *default risk*), ossia relativo all'eventualità che il debitore non paghi, per qualsiasi motivo, alla scadenza, quanto a quello di secondo livello (c.d. *recovery risk*), che indica la percentuale di soddisfazione, attraverso l'utilizzo degli strumenti legali di recupero coattivo del credito ⁽¹⁾.

Saranno tuttavia presi in considerazione soprattutto quei meccanismi, come i *covenants* che, benché noti da tempo alla prassi internazionale, non sono stati invece sinora oggetto di molta attenzione da parte della letteratura giuridica nel nostro paese.

In particolare, non ci occuperemo delle garanzie reali, già oggetto di una mole significativa di studi nel nostro sistema, caratterizzato notoriamente da un'intensa debolezza del relativo comparto ⁽²⁾.

Non sarà oggetto di indagine nemmeno tutta la gamma dei prodotti finanziari, di varia struttura e denominazione, attraverso i quali l'emittente ottiene da terzi forme di garanzia che aumentano il valore dell'emissione, quali *letters of credit*, *credit insurances*, etc.: in sostanza tutti i vari sistemi di *credit enhancement* ⁽³⁾.

Per altri motivi, non vi è motivo di dedicare attenzione a quegli strumenti convenzionali che mirano non già a ridurre il rischio, ma ad espellerlo dall'area dell'impegno assunto nei confronti dei sottoscrittori.

Ci si riferisce a quelle emissioni obbligazionarie ove il corrispettivo sia ancorato ad elementi in buona misura aleatori, o perché riferiti al rendimento dell'emittente,

⁽¹⁾ Cfr. in argomento G. DE LAURENTIS, *Il rischio di credito*, Milano, Egea, 1994, pp. 35 ss.; R. BARONTINI, *La valutazione del rischio di credito*, Bologna, Mulino, 2000, spec. pp. 205 ss.

⁽²⁾ Cfr. per tutti nella letteratura giuridica ALB. CANDIAN, *Le garanzie mobiliari*, Milano, Giuffrè, 2001; in ambito economico AA.VV., *Le garanzie nel credito alle imprese*, a cura di L. Caprio e G. Presti, Torino, Giappichelli, 2001.

⁽³⁾ Cui fanno riferimento ad es. le Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia in ordine all'emissione di cambiali finanziarie e certificati di investimento.

oppure di un affare specifico (c.d. obbligazioni partecipanti)⁽⁴⁾, od ancora di un gruppo omogeneo di operatori economici (*stock index*, c.d. obbligazioni strutturate), o più semplicemente al fatto per cui un altro soggetto (o più) paghi un certo debito.

Nell'ultimo caso il riferimento tipico è alle ABS (*asset backed securities*), emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione (*securitization*), che soprattutto nei paesi anglosassoni presentano spesso la clausola *with limited recourse*, per sottolineare che i rendimenti sono ancorati ai flussi di cassa rivenienti dalla riscossione dei crediti ceduti, e negli esatti limiti in cui questi sussistano.

Come si è già avuto modo di asserire in altra occasione, e proprio a proposito delle ABS, il rapporto deve in questi casi qualificarsi come associazione in partecipazione, *rectius* cointeressenza impropria, almeno quando la riscossione dei crediti possa considerarsi una vera e propria attività economica, così come avviene infatti nelle operazioni di cartolarizzazione ⁽⁵⁾. Analoga qualificazione spetta alle obbligazioni c.d. partecipanti ⁽⁶⁾.

In tutte queste ipotesi il rischio è assunto dal prenditore solo in senso economico, laddove in senso giuridico non si può parlarne negli stessi termini; i portatori dei titoli infatti non assumono il rischio della mancata restituzione della provvista erogata, così come della corresponsione dei rendimenti attesi.

Solo se, in caso di mancata verifica della situazione attesa, residui un debito dell'emittente verso i prenditori, infatti, si verifica il rischio del quale si indagano in questo scritto i possibili ammortizzatori.

2. *Covenants* legali e convenzionali. – Per *covenant* si intende una pattuizione, accessoria ad un contratto di finanziamento, colla quale il finanziato assume espliciti impegni, direttamente od indirettamente correlati alla garanzia della restituzione della somma erogata.

In particolare, il finanziato si obbliga spesso con tali patti a mantenere una certa composizione del proprio patrimonio, dal punto di vista quantitativo o qualitativo.

Il *covenant* poi è strutturata di solito in modo da attribuire al finanziatore dei poteri informativi, così da consentire di verificare il rispetto degli impegni.

Infine, in caso di acclarata violazione delle obbligazioni, il patto in genere attribuisce al creditore poteri di reazione, che vanno dalla semplice esigibilità immediata del debito sino alla nomina di componenti degli organi societari del finanziato.

Nei sistemi anglosassoni la forma più tipica di *covenants* è quella della c.d. *acceleration clause* ⁽⁷⁾, mediante la quale la violazione di certi impegni determina l'esigibilità anticipata ed immediata dell'obbligazione. Spesso ciò si accoppia alla

⁽⁴⁾ E v. adesso l'art. 2411²⁻³ c.c.

⁽⁵⁾ Il rinvio è al nostro commento all'art. 5 della l. n. 130/1999, in *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, Commentario a cura di A. Maffei Alberti, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, pp. 1114 ss.

⁽⁶⁾ E si consenta ancora un rinvio ad "*Elasticità*" della *fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, pp. 261 ss.

⁽⁷⁾ Cfr. in argomento J. BOWERS, *Security interests, creditors' priorities and bankruptcy*, in *Encyclopedia of law and economics*, § 1500, pp. 103 s. (reperibile sul sito www.encyclo.findlaw.com).

concessione di una *floating charge*, ed allora la materializzazione del *default* convenzionale comporta altresì la cristallizzazione della garanzia “fluttuante” ⁽⁸⁾.

Nel diritto italiano l’esigenza di una *acceleration clause* non si manifesta negli stessi termini, almeno quanto al sopraggiungere dell’insolvenza del debitore, posto che l’art. 1186 c.c. svolge già una funzione analoga, provocando la scadenza immediata del debito.

La norma configura pertanto un’ipotesi di *covenant* di fonte legale, che assiste qualsiasi prestito, benché non pattuito espressamente, e riduce così i costi transattivi ⁽⁹⁾.

L’ordinamento conosce del resto altre ipotesi, in cui il deterioramento della garanzia, anche solo potenziale, abilita il creditore ad avvalersi di specifici rimedi (artt. 2743, 2764, 2795, 2813 c.c.).

L’accertamento dell’esistenza di *covenants* legali può essere molto importante ⁽¹⁰⁾, perché ciò parrebbe consentire, in astratto, di integrare le eventuali lacune di un regolamento contrattuale incompleto; impegni di contenuto simile, anche se non coincidente, con il precetto dell’art. 1186 c.c., infatti, potrebbero costituire fattispecie simili cui applicare la norma per analogia ⁽¹¹⁾.

L’art. 1186 c.c., infatti, assiste l’insolvenza del debitore; ma potrebbe essere esteso, comportando la scadenza del termine, anche a quelle situazioni ove il debitore abbia violato specifici impegni relativi alla composizione del suo patrimonio, senza tuttavia che lo stesso possa dirsi ancora “insolvente” nel senso del disposto codicistico, proprio per l’affinità di *ratio*.

E’ usuale al riguardo l’affermazione per cui il significato dell’insolvenza nell’art. 1186 c.c. sarebbe diverso rispetto a quello dell’art. 5 l.f., ed in particolare si

⁽⁸⁾ Cfr. E. GALANTI, *Garanzia non possessoria e controllo della crisi d’impresa: la floating charge e l’administrative receivership*, *Quaderni della ricerca giuridica*, n. 51, Roma, Banca d’Italia; G. GABRIELLI- G.A. DANESE, *Le garanzie sui beni dell’impresa: profili della floating charge nel diritto inglese*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, I, pp. 634 ss.; sulle garanzie c.d. fluttuanti v. A. VENEZIANO, *Le garanzie mobiliari non possessorie. Profili di diritto comparato e di diritto del commercio internazionale*, Milano, Giuffrè, 2000, *passim*; P. PISCITELLO, *Le garanzie bancarie flottanti*, Torino, Giappichelli, 1999, *passim*.

⁽⁹⁾ Quasi emblematicamente l’art. 1186 c.c. viene da sempre interpretata nel senso che la scadenza delle obbligazioni non è automatica (così come invece sancisce, anche se ai soli fini del concorso, l’art. 55 l.f.), ma richiede una precisa dichiarazione del creditore di volersene avvalere; la ricostruzione esegetica comprende allora, pur senza affermarlo *ex professo*, che occorre premiare il soggetto più attento alla tutela dei propri interessi, così disincentivando il *free riding* degli altri. E’ singolare però che questa funzione della norma non sembri esser mai stata illuminata espressamente dalla dottrina civilistica (e cfr. in argomento almeno M. BOCCHIOLA, *La nozione di “insolvenza” nell’art. 1186 c.c.*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, pp. 205 ss.; A. DI MAJO, *Dell’adempimento in generale*, in *Comm. del cod. civ.* a cura di Scialoja e Branca, Bologna- Roma, 1994, sub art. 1186, pp. 222 ss.; U. NATOLI, *L’attuazione del rapporto obbligatorio*, Milano, Giuffrè, 1966, pp. 146 ss.; L. BIGLIAZZI GERI, *Profili sistematici dell’autotutela privata*, I, Milano, Giuffrè, 1971, pp. 85 ss.)

⁽¹⁰⁾ Minore importanza assumono in questa fase quelle norme del c.c. ove effettivamente l’insolvenza viene utilizzata come condizione per poter aggredire una sfera giuridica estranea a quella del debitore che non può pagare (artt. 562, 1274, 1299, 1313, 1947, 1948, 1954, 2325, 2462 c.c.); funzione di queste norme non è in questi casi quella di “tutelare” la sfera giuridica su cui potrebbe altrimenti soddisfarsi alternativamente il creditore, come si dice tradizionalmente, poiché in alcuni casi non se ne comprenderebbe l’esigenza (perché “tutelare” il condebitore solidale di fronte all’azione di regresso di chi ha pagato l’intero debito, posto che tale soggetto rispondeva dell’obbligazione estinta nel proprio interesse, e correva interamente il rischio dell’insolvenza del coobbligato anche prima ?); piuttosto la legge vuole incentivare il creditore a monitorare principalmente il debitore “principale”, evitando che lo stesso si disinteressi delle sue condizioni, facendo invece affidamento su quelle del “garante” (affine è allora la *ratio* dell’art. 1957 c.c.).

⁽¹¹⁾ Per un’intuizione analoga cfr. G. PIEPOLI, *Le “garanzie negative”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, I, p. 431.

differenzierebbe per il funzionamento “statico” della formula, a dispetto del dinamismo connaturato con la nozione fallimentare ⁽¹²⁾.

Ma la comune affermazione per cui l’insolvenza di cui all’art. 1186 c.c. presupporrebbe un attivo inferiore alle passività, e quindi si differenzierebbe radicalmente da quella dell’art. 5 l.f., appare in realtà frutto di un vero e proprio abbaglio.

In realtà l’asserto, se portato alle sue estreme conseguenze, imporrebbe di dichiarare insolvente un soggetto che in un momento t^0 possieda € 10, ma sia debitore di € 20, con scadenza in t^2 , anche se nel momento intermedio t^1 acquisterà € 15, e non siano prevedibili altre spese.

Si stenta a comprendere quale sia l’utilità, nella fattispecie, del consentire di azionare l’art. 1186 c.c., così rendendo esigibile immediatamente l’obbligazione: è evidente infatti che un creditore *razionale* non si avvarrà comunque della facoltà, preferendo attendere che nel patrimonio del debitore entri la somma di € 10.

Ma se i creditori sono più di uno (sempre con sommatoria dei crediti pari a € 10), tutti con scadenze posticipate, allora la situazione descritta ricreerà i presupposti del “dilemma del prigioniero”: poiché tutti i creditori corrono sempre il rischio che il debitore, per cause non prevedibili, divenga comunque insolvente prima di t^2 , e ciascuno non sa cosa faranno gli altri in ordine alla decadenza dal beneficio del termine, il risultato subottimale sarà che tutti probabilmente eserciteranno il potere *ex art. 1186 c.c.* prima di t^1 , così impedendo che nel patrimonio del debitore entri € 15 ⁽¹³⁾, sopportando una perdita del 50% rispetto alla *best solution*.

L’interpretazione della norma così prospettata non sembra meritare ulteriori considerazioni, se non per rilevare che corrisponde in realtà ad una concezione dell’economia del tutto statica, ove il patrimonio del debitore al momento della contrazione dell’obbligazione costituisce la garanzia “generica” del creditore.

Ma già l’art. 2740 c.c. manifesta la consapevolezza del legislatore del 1942 di una realtà diversa, dove i beni (e, verrebbe da dire piuttosto, i diritti) futuri entrano nella considerazione delle parti e della legge, nonostante la concezione “classica” del patrimonio osti alla loro ricomprensione.

⁽¹²⁾ Cfr. sul punto, oltre agli aa. già citati, U. NATOLI, *L’attuazione del rapporto obbligatorio*, cit., pp. 146 ss.

⁽¹³⁾ Si potrebbe dire: i creditori, attivandosi prima di t^1 , potranno comunque espropriare il credito del debitore per € 10: ma non è detto che la somma sia oggetto di una situazione giuridica soggettiva perfetta del debitore, che potrebbe anche essere titolare di una mera aspettativa non espropriabile. L’osservazione aiuta fra l’altro anche a comprendere perché il modello prospettato non tenga conto della possibilità per il creditore a termine di partecipare alla distribuzione del ricavato nell’espropriazione promossa dai creditori con ragioni già maturate, così come consente invece il diritto processuale civile in Italia (artt. 499, 525, 563 c.p.c.); l’iniziativa esecutiva infatti comporterà in molti casi la perdita dell’aspettativa, a causa dell’incentivo presente al debitore a distrarre i suoi beni futuri per sottrarli all’aggressione dei creditori *ex art. 2740 c.c.* Inoltre solo il creditore con titolo ha possibilità di compiere atti di impulso della procedura espropriativa (con l’eccezione dell’esecuzione immobiliare), per cui è elevato il rischio che l’esecutante ponga in essere accordi fraudolenti col debitore, in danno degli altri, lasciando poi perimere la procedura; l’estinzione del processo esecutivo comporterà allora l’inefficacia di tutti gli atti precedenti, ivi compreso il pignoramento (art. 632 c.p.c.: cfr. in argomento Cass., 14 dicembre 1992, n. 13164, in *Giur. it.*, 1993, I, 1, c. 1446); con ciò verrà meno anche l’indisponibilità del bene staggito connessa al pignoramento, in favore del creditore precedente e di quelli intervenuti (artt. 2913 ss. c.c.). Prende in esame, ai fini della valutazione del pregiudizio nella revocatoria ordinaria, l’incidenza della partecipazione dei creditori al ricavato dell’esecuzione E. LUCCHINI GUASTALLA, *Danno e frode nella revocatoria ordinaria*, Milano, 1995, pp. 136 ss.

Di ciò il legislatore non può non aver tenuto conto quando ha dettato le discipline sulla conservazione del credito.

Introducendo il fattore- *tempo* la funzione dell'art. 1186 in effetti si trasforma: il creditore non può più appiattare a suo uso e consumo il piano delle scadenze che regolano le entrate del debitore; per avvalersi del beneficio della decadenza del termine dovrà provare fondatamente che alla scadenza del debito il patrimonio non sarà "sufficiente".

In tal modo la norma comincia a rispondere alle esigenze di un moderno diritto civile delle obbligazioni, fornendo un incentivo al creditore "a lungo termine", ossia a quello che sopporta il rischio più elevato ⁽¹⁴⁾, a monitorare continuamente le condizioni del finanziato.

Ma immaginiamo adesso che il debitore nel momento t^0 possieda € 10, nel momento t^1 scada un debito per € 15, in t^2 divenga percettore di € 10, ed in t^3 scada un altro debito per € 5.

E' manifesto che la sommatoria delle entrate nell'arco di tempo è idonea a coprire le passività che diverranno esigibili: ciononostante fra t^1 e t^2 l'attivo del debitore non è sufficiente a soddisfare l'obbligazione in scadenza; se il debito che matura in t^1 fa capo ad un solo soggetto, ci sarà da aspettarsi che questi attenda prima di intervenire esecutivamente; ma se i creditori sono più di uno, è alto il rischio di una soluzione subottimale.

Ciononostante, le astratte prospettive circa la sufficienza dell'attivo in t^3 sono positive, ed il creditore con obbligazione in scadenza in quel momento non sembrerebbe poter affermare l'insolvenza del debitore, al fine di considerare scaduto il proprio diritto.

L'affermazione potrebbe riuscire avvalorata dal fatto che l'art. 1186 c.c. costituisce uno strumento di tutela dell'obbligazione *del titolare*, per cui quest'ultimo non potrebbe affermare l'insolvenza in relazione ad un credito diverso dal suo ⁽¹⁵⁾.

Ma in realtà il fatto che il creditore affermi l'insolvenza del debitore rispetto ad un'altra obbligazione in scadenza non costituisce domanda di tutela per un diritto altrui, bensì semplicemente richiesta di avvalersi di uno strumento di tutela per il *proprio* credito, che così sarà considerato scaduto, e legittimerà il titolare ad agire per ottenere un titolo esecutivo ⁽¹⁶⁾.

Il creditore allora si avvarrà dell'art. 1186 c.c., altrimenti essendo costretto ad attendere inutilmente che le condizioni del debitore peggiorino ulteriormente, sino a mettere in pericolo anche la possibilità di trovare capienza quando l'obbligazione sarà scaduta.

⁽¹⁴⁾ In considerazione del pericolo che il debitore, dopo la percezione del finanziamento, venga distolto dalla funzione di restituire il capitale dal conflitto di interessi: è la situazione che gli economisti chiamano *asset substitution*.

⁽¹⁵⁾ E cfr., a proposito dell'analogo problema del pregiudizio nella pauliana, E. LUCCHINI GUASTALLA, *op. cit.*, pp. 130 ss.; nella revocatoria ordinaria (al di fuori del fallimento) addirittura gli altri creditori, benché muniti di titolo esecutivo, non possono concorrere sul bene nell'espropriazione attivata dal revocante, in forza dell'inefficacia soltanto relativa del trasferimento; dunque il creditore revocante può agire solo e soltanto per ottenere la rimozione del *suo* pregiudizio.

⁽¹⁶⁾ Anche monitorio, atteso che l'interpretazione corrente ritiene che la decadenza *ex art. 1186 c.c.* non sia oggetto di un accertamento costitutivo, ma soltanto di un accertamento che il Giudice può operare anche in sede di emissione del decreto ingiuntivo.

Solo in tal modo fra l'altro si asseconda la funzione della norma di incentivare la concessione di credito a lungo termine, stimolando al contempo il *monitoring* del debitore.

La ricostruzione dell'art. 1186 c.c. così si completa con la prospettiva *diacronica*.

Perciò non è conforme alla realtà l'affermazione per cui l'accertamento dell'insolvenza "civilistica" si muoverebbe in una prospettiva statica, di contro alla naturale dinamicità dell'omologa fattispecie del diritto fallimentare.

Ed infatti aspetti di dinamismo possono essere ben percepiti anche all'interno di patrimoni nella titolarità di soggetti non fallibili, e per i quali dunque non sia giuridicamente configurabile un'insolvenza "fallimentare": si pensi agli imprenditori agricoli, che possono raggiungere organizzazioni anche di notevoli dimensioni e complessità, oppure ai professionisti intellettuali.

Tali soggetti presentano flussi continui in entrata ed in uscita qualitativamente non dissimili dagli imprenditori commerciali; perché dovrebbero essere assoggettati ad una valutazione *ex art. 1186* "statica" (non emergendo infatti un problema di compatibilità con il presupposto oggettivo delle procedure concorsuali) appare arduo da comprendere, tantopiù che questi soggetti si troverebbero allora gravemente pregiudicati nelle possibilità di finanziamento, se dotati di attivo non "sufficiente", ma di buone prospettive reddituali.

Ma è la stessa analisi economica del credito al consumo che lascia intendere come ormai la valutazione del merito creditizio persino delle persone fisiche si basi non tanto sulla consistenza patrimoniale al momento del finanziamento, quanto sulla capacità di reddito e di risparmio del debitore, attraverso la propria attività lavorativa o professionale.

E cade così anche il rischio paventato rispetto all'interpretazione tradizionale, ossia quello di condurre irrazionalmente a considerare "insolvente" rispetto al diritto civile l'imprenditore che si trovi semplicemente in situazione di sbilancio patrimoniale.

E' evidente infatti che, se così fosse, praticamente ogni imprenditore, nell'economia moderna, dovrebbe considerarsi insolvente *ex art. 1186 c.c.*, poste le normali condizioni di leva finanziaria in cui si opera.

Addirittura, sarebbero proprio le imprese più "efficienti", che hanno immobilizzato risorse nella misura minima indispensabile, siccome dotate di un ottimo rapporto di *leverage*, e così da assicurare buone condizioni di redditività, ad essere pregiudicate ⁽¹⁷⁾: infatti il titolare di ragioni creditorie non scadute potrebbe avvalersi sistematicamente dell'art. 1186 c.c. al fine di ottenere la rinegoziazione del credito, estraendo dall'imprenditore profitti illeciti, a danno degli altri creditori ⁽¹⁸⁾.

Sarebbe sconvolta inoltre proprio la pianificazione finanziaria dell'impresa, posto che ciascun creditore potrebbe esigere la prestazione a prescindere dalla

⁽¹⁷⁾ Sull'utilità della leva finanziaria, se contenuta entro limiti accettabili, per il sistema economico cfr. in ambito giuridico F. D'ALESSANDRO, *La crisi d'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur. comm.*, 2001, I, pp. 414 ss.

⁽¹⁸⁾ E paradossalmente proprio il creditore a lungo termine, in genere sfavorito rispetto a quello a breve dal rischio di *moral hazard* del debitore, sarebbe privilegiato.

scadenza dell'obbligazione; è manifesta allora la irrazionalità in cui l'ordinamento si porrebbe.

La soluzione a quest'*impasse* teorico non va pertanto ricercata nella differenziazione delle modalità applicative dell'art. 1186 c.c., a seconda della natura "statica" o "dinamica" del patrimonio di riferimento, ma nella interpretazione evolutiva della stessa norma codicistica.

Dunque non potrà mai dirsi "insolvente" *ex art. 1186 c.c.* l'imprenditore che possa pagare alle scadenze i propri debiti (¹⁹).

Ma resta da vedere se valga la reciproca, e possa altresì dirsi che in tutti i casi in cui il debitore è insolvente *ex art. 5 l.f.*, lo sia anche ai fini della decadenza dal beneficio del termine; se così fosse, infatti, potrebbe dirsi conclusa l'indagine, con l'affermazione della coincidenza dell'insolvenza concorsuale con quella presupposta dall'art. 1186 c.c.

Ma così non è.

Immaginiamo infatti un imprenditore commerciale, non piccolo, con un patrimonio di € 100, e debiti per € 50; se l'attivo è costituito esclusivamente da immobilizzazioni materiali che al momento non sono per nulla facilmente liquidabili, tutti sanno che questo soggetto fallirà, se qualcuno dei suoi creditori farà istanza.

Ma potrà dirsi altresì che l'imprenditore sia insolvente *ex art. 1186 c.c.* ? Evidentemente no, perché ha beni largamente sufficienti ad assicurare la soddisfazione per tutti i suoi creditori; basterà solo che questi si attivino in sede esecutiva.

Certo si dirà che sarà ben difficile che un creditore tenti la strada della decadenza dal beneficio del termine potendo chiedere il fallimento; ma non è questo il punto.

Il fatto è che la prospettiva della norma codicistica è diversa da quella della l.f., non in ordine alla natura "statica" o "dinamica" della valutazione, quanto per in relazione al rischio specifico del quale viene effettuata la ripartizione giuridica, alterando lo stato di fatto preesistente.

Se non esistesse l'art. 1186 c.c., solo una clausola contrattuale (c.d. *acceleration clause*) potrebbe consentire al creditore a lungo termine di esigere il dovuto prima della scadenza; allo stesso quindi sarebbe allocato dalla legge interamente il rischio dell'insolvenza del debitore, rischio contro il quale l'unica difesa sarebbe la contrattazione preventiva, che si è già visto essere in molti casi inidonea a prevenire efficacemente la verifica della situazione subottimale.

Ma l'analisi sistematica dell'art. 1186 c.c. porta alla luce che questo rischio non riguarda l'eventualità che il debitore alla scadenza non paghi volontariamente,

(¹⁹) Né potrà dirsi "pregiudizievole" l'atto che modifichi qualitativamente il patrimonio dell'imprenditore, se situato all'interno di un disegno pianificato di ristrutturazione dell'azienda, anche se il denaro ricavato ad es. dalla vendita di un impianto non sia direttamente impiegato per soddisfare crediti scaduti, ma reinvestito nel processo produttivo, al fine di sostenere il risultato operativo; in caso contrario un'impresa che operi nel settore delle compravendite immobiliari dovrebbe ritenersi aver "pregiudicato" i creditori ogni volta che alieni un immobile senza impiegare il prezzo per estinguere passività esigibili, a meno che non abbia altri beni immobili in grado di coprire tutte le passività. Sul pregiudizio "qualitativo" cfr. le riflessioni di E. LUCCHINI GUASTALLA, *op. cit.*, spec. pp. 179 ss.

bensi quello che non ci sia capienza nella garanzia patrimoniale, tanto generica quanto specifica.

La stessa norma infatti regola esplicitamente l'ipotesi in cui il debitore diminuisca, *per fatto proprio* ⁽²⁰⁾, le garanzie che aveva dato, oppure non le presti del tutto come promesse.

Perciò l'interpretazione sistematica della norma rivela che la sua funzione non è tanto quella di indurre il debitore a pagare, né di accelerare l'adempimento ⁽²¹⁾, ma di rendere piuttosto proficua l'esecuzione forzata ⁽²²⁾⁽²³⁾.

In termini economici, secondo la teoria del prestito, l'istituto della decadenza dal termine modifica la ripartizione del *rischio c.d. di secondo livello*, laddove il trattamento concorsuale opera piuttosto sul *rischio c.d. di primo livello*.

La differenza si coglie bene sul piano letterale, ove l'art. 5 l.f. qualifica l'insolvenza dell'imprenditore per la carenza dell'attributo della "regolarità" dei pagamenti, laddove il requisito non è ovviamente richiesto nell'art. 1186 c.c., ove anche la prospettiva di un adempimento "coatto", e perciò pur patologico rispetto alle previsioni contrattuali, soddisfa la valutazione, ostando all'applicazione della decadenza.

L'interpretazione complessiva della norma, così ottenuta, dimostra che l'istituto può essere utilizzato anche in funzione dinamica, e mira a tutelare il creditore proprio rispetto al mantenimento di una determinata qualità del patrimonio del debitore.

Ciò confermerebbe l'idoneità del disposto a rafforzare la portata convenzionale di *covenants*, che così non rimarranno confinati ad un ruolo meramente obbligatorio e relativo, ma assumeranno l'attitudine a produrre effetti in qualche modo "reali", posto che l'anticipata scadenza dell'obbligazione, e la maturata esigibilità del debito, costituiscono effetti che incidono altresì nelle sfere giuridiche degli altri finanziatori dello stesso emittente, che devono subire così il concorso "anticipato" dei primi.

Un discorso analogo parrebbe potersi fare per la seconda parte dell'art. 1186 c.c., ove sembrerebbe che la violazione di determinate *covenants*, in particolare di quelli del tipo *negative pledge*, che vincolino il debitore a prestare al titolare del diritto garanzie equivalenti a quelle che ha rilasciato a terzi, oppure a prestare un'idonea garanzia in seguito alla violazione di un impegno assunto, costituirà una

⁽²⁰⁾ Il punto nodale della previsione non è costituita dalla necessità del fatto proprio (che riecheggia l'art. 1218 c.c., così lasciando supporre l'esistenza di un obbligo contrattuale a prestare la garanzia) che del resto, quanto alle garanzie "reali", è superato dall'art. 2743 c.c., ma dal riferimento a particolari garanzie "promesse"; la norma non sembra avere un campo di applicazione ristretto alle garanzie reali (per le quali opera l'art. 2743), ma pare suscettibile di estendersi a tutte le soluzioni di *credit enhancement* (garanzie personali varie, lettere di credito, *performance bid*).

⁽²¹⁾ L'accelerazione si misura sulla scadenza del termine; ma se il creditore deve poi attivare gli strumenti esecutivi, non v'è alcuna garanzia sui tempi di soddisfazione.

⁽²²⁾ Come si vede, si tratta di una situazione assai simile a quella della revocatoria ordinaria, che mira appunto a ristabilire la garanzia pregiudicata al fine di rendere proficua l'esecuzione.

⁽²³⁾ Non sembra possa dirsi che se il creditore ha interamente capienza in una garanzia specifica, ed il debitore diviene insolvente (evidentemente rispetto alle altre passività), il primo non possa chiedere la decadenza dal beneficio del termine per difetto di interesse ad agire; l'accelerazione della scadenza consente infatti al creditore di azionare la garanzia (e lo *ius vendendi*), anche se dovrà rispettare le regole di priorità previste dall'art. 2911 c.c. In tal modo fra l'altro l'esistenza della garanzia specifica non elide del tutto l'interesse del creditore a monitorare il debitore.

situazione simile a quella della diminuzione delle garanzie date o promesse “per fatto proprio”.

Occorrerà attenzione invece nel predicare l’applicazione analogica degli artt. 2743 o 2813 c.c., ad es. al caso del deterioramento qualitativo dell’eventuale *credit enhancer* dell’emittente, posto che qui l’interferenza con le sfere esterne al rapporto di prestito sembra legata alla concessione di una garanzia reale, assistita quindi da una certa evidenza esterna (spossessamento od iscrizione nei RR.II.).

3. *La funzione economica e l’efficienza dei covenants*. – Tradizionalmente l’esistenza del *covenant* viene giustificata colla riduzione del rischio di insolvenza sopportato dal finanziatore, così da consentire a quest’ultimo di esigere un tasso di interesse inferiore.

L’esistenza del conflitto di interessi, infatti, tale per cui il creditore rischia che il debitore peggiori la composizione del proprio patrimonio, finanziandosi da altri prestatori a tassi inferiori ed a condizioni migliori (c.d. *asset substitution*), e contando sul fatto che le conseguenze saranno sopportate soprattutto dal primo creditore (c.d. *moral hazard*), costituisce il problema tipico della relazione d’agenzia fra finanziato e finanziatore⁽²⁴⁾.

I *covenants* in teoria possono essere pattuiti tanto nei prestiti c.d. privati (*private loans*), ove la controparte è una banca od un altro finanziatore professionale, quanto nei prestiti collettivi, caratteristici delle emissioni di *bonds*.

Nel primo caso tuttavia il contenuto delle clausole in questione tende ad essere molto più complesso e stringente.

Infatti la stipulazione di *covenants* accessori ad emissioni di titoli di massa comporta fondamentalmente due ordini di problemi: la natura frazionata e “dispersa” dei prenditori dei titoli infatti genera un forte problema di coordinamento dell’azione collettiva, e con ciò la estrema difficoltà di rinegoziare le condizioni dell’accordo. Elevato è poi, ed in parte per lo stesso motivo, il rischio del comportamento opportunistico dei finanziatori, poco inclini del resto a considerare l’eventuale ricaduta reputazionale⁽²⁵⁾ di una scelta non “etica”⁽²⁶⁾.

⁽²⁴⁾ Cfr. in argomento M. JENSEN- C. SMITH jr, *Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory*, 1985, in M. JENSEN, *A theory of the firm: governance, residual claimant organizational forms*, Harvard, 2000 (reperibile anche in www.hupress.harvard.edu.com); per un’analisi degli effetti positivi delle *covenants* cfr. anche i “classici” saggi di C. SMITH- J. WARNER, *On financial contracting*, in *Journal of fin. econ.*, 1979, pp. 117 ss.; R. RAJAN- A. WINTON, *Covenants and collateral as incentives to monitor*, in *Journal of finance*, 1995, pp. 1113 ss.

⁽²⁵⁾ Ciononostante la letteratura economica evidenzia altresì il rischio del comportamento opportunistico della banca verso il finanziato, soprattutto quando il rapporto è di natura “specificata”: cfr. i lavori di S. SHARPE, *Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: a stylized model of customer relationship*, in *Journal of finance*, 1990, pp. 1069 ss.; R. RAJAN, *Insiders and outsiders: the choice between informed and arm’s-length debt*, ivi, 1992, pp. 1367 ss.; M. PETERSEN- R. RAJAN, *The benefit of lending relationships: evidence from small business data*, ivi, 1994, pp. 1367 ss. (ove però un’analisi empirica dissonante rispetto al modello teorico); A. PADILLA- M. PAGANO, *Endogenous communication among lenders and entrepreneurial incentives*, in *Rev. fin. studies*, 1997, n. 10, pp. 205 ss. L’analisi empirica condotta sulle operazioni di estinzione del debito bancario e sulla sua sostituzione con l’emissione di *bonds* non sembra però confermare l’ipotesi dell’abuso della relazione “specificata” della banca: spesso infatti il prenditore torna al mercato del credito bancario, dopo qualche anno: cfr. S. GILSON- J. WARNER, *Private versus public debt: evidence from firms that replace bank loans with junk bonds*, in <http://paper.ssrn.com> (anche se i due aa. si occupano di aziende di una certa dimensione, ove la possibilità per il debitore di comunicare informazioni rilevanti al mercato è più elevata, e dunque minori i rischi dell’“abuso”)

In alcune raffigurazioni la stipulazione di *convenants* da parte di alcuni finanziatori professionali costituirebbe uno strumento utile e capace di produrre altresì esternalità positive a vantaggio di tutti gli altri creditori, anche di quelli inconsapevoli, i quali ultimi beneficerebbero dell'attività di *monitoring* svolta dai primi ⁽²⁷⁾.

Certo in un mondo ideale, privo di costi transattivi, non vi sarebbe bisogno di alcun monitoraggio, perché il creditore potrebbe agevolmente conoscere in ogni momento le condizioni del suo debitore; ma probabilmente allora non esisterebbero nemmeno le imprese.

Facendo uno sforzo di immaginazione in più, e mettendo a fuoco una realtà in cui il creditore non può conoscere e prevedere completamente il comportamento del debitore, e le sue obiettive capacità reddituali, tanto quando inizia la relazione, quanto nel suo sviluppo, il discorso si complica.

Il creditore infatti non è in grado di valutare le condizioni di rischio in modo obiettivo, e di “condensare” nel tasso d’interesse l’insieme delle informazioni che gli occorrerebbero: tutta la letteratura dedicata al prestito è incentrata su questo problema, costituito dall’asimmetria informativa fra finanziato e finanziatore, ciò che determina, sulla base di elementari principi economici, un generalizzato posizionamento dei tassi medi su valori superiori rispetto a quelli idonei a rappresentare le condizioni dei migliori debitori ⁽²⁸⁾: il creditore, infatti, non potendo discriminare i prezzi in relazione alla qualità effettiva del debitore, applicherà tendenzialmente a tutti lo stesso tasso. Questa situazione è chiaramente subottimale, in quanto condurrebbe paradossalmente a pregiudicare proprio i progetti migliori, caratterizzati da VAN positivo; ed in tal modo la qualità media dei progetti si abbasserebbe progressivamente.

Ma in realtà anche queste condizioni sono troppo semplificate per verificarsi di frequente: in effetti non tutti i creditori sono disposti a correre rischi oltre una certa soglia di probabilità, accontentandosi della tutela costituita dal tasso di interesse; la situazione è alterata dall’esistenza di creditori avversi al rischio, per indole personale o per l’esistenza di costrizioni normative (es. tecniche giuridiche di vigilanza c.d. prudenziale).

Il rischio può essere ridotto dalla presenza di strumenti di informazione “pubblica”, largamente accessibili ed a basso costo: capitale sociale, bilanci depositati in CCIAA ^[29] ed altri dati pubblicati nel Registro delle Imprese, dati

⁽²⁶⁾ Cfr. Y. AMIHUD- K. GARBADE- M. KAHAN, *An institutional innovation to reduce the agency costs of public corporate bonds*, in <http://papers.ssrn.com>.

⁽²⁷⁾ V. L. ENRIQUES- J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 107 ss.; G. SANSONE, *Le garanzie del credito nelle procedure concorsuali e nella fase esecutiva*, relazione all’incontro di studi organizzato dal Csm sul ruolo delle garanzie reali, Roma, settembre 2002.

⁽²⁸⁾ C.d. selezione avversa: cfr. il “classico” lavoro di G. AKERLOF, *The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism*, in *Quarterly journal of economics*, 1970, pp. 488 ss.; per applicazioni nel settore del mercato del credito cfr. H. LELAND- D. PYLE, *Information asymmetries, financial structure and financial intermediaries*, in *Journal of finance*, 1977, n. 2; J. STIGLIZ- A. WEISS, *Credit rationing in market with imperfect information*, in *American econ. rev.*, 1981, n. 3.

⁽²⁹⁾ Grave al riguardo è l’aumento dei costi per il finanziatore “professionale”, soprattutto bancario, legato alla sempre maggiore diffusione, consentita dall’evoluzione normativa comunitaria, dei bilanci redatti in forma “abbreviata”; tale

raccolti nella Centrale dei Rischi, od in altri *credit bureaux* privati (EURISC, etc.) rispetto ai soggetti aderenti.

Ma la scarsità di tali informazioni, causa ed effetto della carenza di mercati del credito davvero efficienti, e l'ambiguità del loro effetto sul comportamento competitivo degli operatori ⁽³⁰⁾, determinano l'insufficienza di questa prospettiva.

Per il creditore avverso al rischio, allora, l'insufficienza e la scarsità di informazione "pubblica" possono rendere necessario organizzare la produzione di informazione "privata".

Uno degli accorgimenti più comuni per ridurre il rischio è infatti costituito dall'acquisizione di informazioni sulle capacità imprenditoriali dell'aspirante finanziato, al fine di valutarne *ex ante* la meritevolezza creditizia (c.d. *screening*), e dall'esercizio di un'efficace sorveglianza sul debitore durante lo svolgimento del rapporto (c.d. *monitoring*), al fine di poter intervenire tempestivamente quando si manifesti l'insolvenza, od i comportamenti di questi denotino una propensione a cedere al conflitto di interessi in cui tipicamente versa.

Il costo del monitoraggio allora sarà addebitato al finanziato, attraverso la determinazione del tasso di interesse (e la pressione concorrenziale dovrebbe consentire la formazione di un mercato efficiente).

È presumibile d'altro canto che il debitore consapevole di non possedere un'elevata qualità creditizia abbia difficoltà ad aderire a questa proposta, poiché dovrebbe rinunciare alla prospettiva di estrarre profitti "privati" dall'impresa (che diventerebbero, per effetto del *monitoring*, "osservabili").

I debitori "cattivi", allora, dovranno finanziarsi con altri strumenti, inevitabilmente più costosi; invece i debitori con elevate capacità di *standing* beneficeranno del meccanismo, e potranno ottenere presumibilmente tassi inferiori a quelli tipici delle situazioni in cui opera massicciamente la selezione avversa.

Ma di certo le *covenants* non possono risolvere tutti i problemi, in particolare quello del conflitto d'interessi fra creditore in possesso di informazioni "privilegiate" e altri finanziatori, soprattutto se "involontari", o comunque impossibilitati a svolgere un proprio *monitoring*.

Evidentemente la situazione "ideale" è quella in cui il debitore ha di fronte a sé *un solo creditore*; e già sappiamo che la relazione, così semplificata, manifesta meno

modalità è stata estesa anche ad imprese di dimensioni consistenti, proprio là dove il contributo dell'analisi contabile non poteva dirsi del tutto insignificante; e la forma "abbreviata" consente ora scarse possibilità di effettiva valutazione prospettica, al di là della mera esposizione del "risultato" di periodo.

⁽³⁰⁾ È diffusa infatti fra gli economisti l'opinione per cui l'eccessiva disponibilità di informazioni "pubbliche", condivise da tutti gli operatori che operano in un certo settore, potrebbe determinare un comportamento troppo "imitativo" degli stessi, i quali si limiterebbero in sostanza a verificare i dati generalmente disponibili, osservando ed imitando le reazioni degli altri; ciò produrrebbe un'eccessiva "apatia" degli analisti, i quali diverrebbero incapaci di produrre autonomamente informazione, incrementando, anziché ridurre, i problemi di selezione avversa (cfr. F. DE LAURENTIS, *Il rischio di credito*, Milano, Egea, 1994, pp. 90 ss.; G. DE LAURENTIS- A. SIRONI, *Dalla selezione del credito al credit risk management: opportunità e cautele per le banche italiane*, in *Bancaria*, 1998, pp. 66 ss.). Quest'analisi teoretica è però contrastata da quanti invece rilevano come l'aumento dell'informazione pubblica, se i dati condivisi sono selezionati alla fonte in modo razionale per la loro importanza, determini un miglioramento del funzionamento del mercato del credito, così come avviene nei mercati mobiliari (incentivando anche l'elaborazione teorica, su basi empiriche, di nuovi modelli analitici e predittivi): v. ad es. A. CARRETTA, *Evoluzione dei modelli di intermediazione finanziaria, cambiamento della cultura bancaria e ruolo delle centrali dei rischi*, in *La centrale dei rischi nella gestione del credito: esperienze e prospettive*, a c. della Banca d'Italia, Roma, 2002, pp. 40 ss., 48 s.

problemi, poiché non c'è un'azione collettiva da coordinare; per cui si potrebbe anche mettere in discussione l'utilità di prenderla qui in esame, non avendo una rilevanza diretta nel tema affrontato.

Ma in realtà il creditore potrebbe non avere interesse ad un'immediata iniziativa liquidatoria, condotta attraverso azioni esecutive individuali, oppure un'istanza fallimentare: ciò si verificherà ad es. se l'attivo non è attualmente capiente, ma è prevedibile che futuri contatti commerciali incrementeranno le disponibilità del debitore ⁽³¹⁾.

Si pensi ad un debitore insolvente (D) che in t^0 abbia un attivo (A) pari a € 50,00, e debba fronteggiare un unico creditore (C^1) per l'importo di € 100,00; se C^1 espropriasse gli *assets* di D, otterrebbe non più di € 50,00 – K ⁽³²⁾; fra D e C^1 non sussistono asimmetrie informative, e dunque C^1 sa che D, in t^1 , entrerà in contatto con C^2 , ricavando un incremento di attivo di € 20,00, ed una passività aggiuntiva corrispondente ⁽³³⁾.

Immaginiamo adesso che, in t^1 , C^1 aggredisca D, provocandone il fallimento, o comunque espropriandone i beni: si instaurerà prevedibilmente una situazione concorsuale ⁽³⁴⁾.

Se la matematica non è un'opinione, C^1 ricaverà un riparto pari ad € 58,33 ⁽³⁵⁾, anziché € 50,00; la natura non paretiana della situazione emerge anche dal considerare la quota che spetterà a C^2 , il quale non otterrà più di € 11,66.

Questo extra- profitto che C^1 consegue scaturisce esclusivamente dal fatto che lo stesso, per effetto del proprio *monitoring*, scopre un'informazione di rilevanza fondamentale sul debitore, e proprio per la natura "privata" di tale informazione, la mantiene occulta a C^2 .

Si noti che C^1 non compensa in nessun modo C^2 per la perdita subita, e dunque non sono integrate neppure le condizioni del teorema di *Kaldor Hicks*, in qualunque versione.

⁽³¹⁾ Oppure il finanziatore "professionale" può trovarsi in conflitto d'interessi, in quanto l'aver sovvenzionato un debitore che poi si rivela insolvente può generare per lui una perdita di capitale "reputazionale"; la banca allora potrebbe essere indotta ad assumere una condotta non necessariamente corrispondente all'interesse degli altri operatori, ad es. aderendo ad iniziative ristrutturative non del tutto congrue; l'osservazione vale anche a smitizzare le analisi teoriche volte ad enfatizzare la funzione di *signalling* dell'erogazione "professionale" del credito; in ogni caso i soggetti che erogano il credito, e sono assoggettati a forme di vigilanza prudenziale, possono decidere di operare al fine di mitigare gli effetti della crisi sulla propria economia individuale, assumendo iniziative che potrebbero espropriare gli altri creditori, *pur rispettando perfettamente le norme sul contenimento del rischio*; il fatto è che scopo della disciplina di vigilanza è la tutela della stabilità dell'operatore e del comparto nel suo complesso, non del settore merceologico in cui opera il debitore o gli altri creditori; per alcune interessanti riflessioni sul senso della politica "liquidatoria" delle banche rispetto alle imprese in crisi, che in alcuni casi può risultare socialmente subottimale, cfr. N. HUYGHEBAERT- L. VAN de GUCHT, C. VAN HULLE, *The demand for debt finance by entrepreneurial firms*, s.d., in <http://papers.ssrn.com>.

⁽³²⁾ Dove K è il costo delle procedure esecutive, che assumiamo per semplicità essere neutro rispetto alla soluzione rispettivamente concorsuale od individuale.

⁽³³⁾ Si noti che il modello assume per semplicità che la transazione fra D e C^2 sia neutra per entrambi, nel senso che non comporti rischi sperequativi: è chiaro però che l'ipotesi reale è ben differente, ed il danno per C^2 sarà tanto più grande quanto più l'affare sia per lui svantaggioso; da qui il chiaro incentivo di C^1 a spingerete D ad incrementare la rischiosità dei propri progetti (e si ricordi che D è insolvente, e quindi versa già in una situazione di endemico *moral hazard*, con valore della propria opzione *call* azzerato, e propensione spinta all'*overinvestment*): ogni unità di attivo che entrerà nel patrimonio di D, oltre una certa soglia di rischio, costituirà per lui un beneficio "privato", poiché egli corre il rischio in misura non piena, ma ridotta in proporzione del rapporto fra la propria esposizione creditizia e quella di C^2 .

⁽³⁴⁾ Fallimentare od all'interno di una procedura esecutiva individuale, in cui comunque C^2 potrà intervenire.

⁽³⁵⁾ Per semplicità sono stati elisi i costi di recupero, che del resto dovrebbero essere neutri.

La riservatezza dell'insolvenza del debitore trova del resto condizioni favorevoli, nel modello "ideale", proprio grazie all'azzardo morale di quest'ultimo, che non ha interesse a manifestare la propria condizione di impotenza finanziaria, speculando sulla possibilità che il protrarsi dell'attività consenta di riequilibrare la situazione, e di conservare l'investimento.

La situazione è ancora più complessa nel mondo reale, posto che qui nel passivo dell'imprenditore insolvente trovano posto anche soggetti che già sono creditori, ma o non hanno potuto contrattare la propria posizione col debitore (c.d. creditori involontari)⁽³⁶⁾, oppure non sono interessati a fare *monitoring*, se non in misura rudimentale⁽³⁷⁾, data l'esposizione minima nei confronti del debitore (si pensi ai creditori "commerciali", *rectius* i piccoli fornitori), e l'elevato costo che ciò comporterebbe per un soggetto non attrezzato per esercitare questa funzione "professionalmente".

Il fatto è che non bisogna commettere l'errore di sovrapporre le due diverse funzioni, rispettivamente di *screening* e di *monitorino*, nell'accesso al credito.

Quando ci sono più creditori, ed assumendo che solo uno faccia *monitoring*, il rischio che questi faccia dell'informazione "privata" autoprodotta un uso lesivo degli interessi degli altri è ancora più alto.

L'ipotesi più probabile è che il creditore informato ritardi la manifestazione esteriore dell'insolvenza (mantenendo la notizia "occulta"), e nel frattempo tenti di precostituirsi vantaggi preferenziali nel successivo prevedibile fallimento.

La vita quotidiana insegna molto circa il braccio di ferro fra banca e Giudice fallimentare a proposito dell'ammissione al passivo con privilegio di crediti "novati" in condizioni di già manifesta insolvenza del debitore.

La presenza di questo conflitto di interessi fra creditore che effettua *monitoring* ed altri colleghi "distratti" lascia ben poche speranze alla tesi, abbastanza ottimistica, per cui l'attività del creditore consapevole ed "informato" andrebbe a vantaggio anche degli altri, così abilitati a fare tranquillamente *free riding*⁽³⁸⁾.

⁽³⁶⁾ Sui quali cfr., per tutti, nella letteratura anglosassone, H. HANSMANN- R. KRAAKMAN, *Toward unlimited liability for corporate torts*, in *Yale l. journ.*, 1991, pp. 1879 ss; in Italia v. adesso il lavoro di C. AMATUCCI, *Fatto illecito della società e responsabilità "proporzionata" dei soci*, Milano, Giuffrè, 2002, *passim*; e cfr. anche F. DENOZZA, *Analisi economica e diritto delle società per azioni*, in *Analisi economica del diritto privato*, a cura di G. Alpa, P. Chiassoni, A. Pericu, F. Pulinari, S. Rodotà, F. Romani, Milano, Giuffrè, 1998, pp. 320 ss.; IDEM, *Norme efficienti*, cit., p. 57. Si noti che la situazione dei creditori c.d. involontari non è sempre tale da rendere improbabile il monitoraggio del debitore: questi soggetti non possono contrattare per "entrare" nel passivo del debitore, ma quando divengono consapevoli del loro ruolo, la presenza o meno di incentivi a monitorare la situazione non si presenta diversamente, almeno in astratto, dagli altri creditori che hanno prestato invece un consenso negoziale.

⁽³⁷⁾ I creditori commerciali si limitano in genere a verificare se l'andamento dei pagamenti è "regolare": talvolta però, e neanche troppo raramente, i sistemi contabili elettronici disponibili sono dotati di meccanismi di controllo automatico, che "bloccano" gli ordini dei clienti in ritardo nei pagamenti, consentendo solo al *manager* di grado sufficientemente elevato nell'organigramma aziendale di "gestire" direttamente la situazione, eventualmente acquisendo le opportune garanzie, oppure contrattando condizioni di pagamento differenti per il futuro (interessi moratori più elevati, consegna solo per contanti o dietro consegna di titoli di credito, eventualmente emessi da terzi affidabili, etc.); si vede bene in questo caso come il problema del *monitoring* sia soprattutto un problema di costi, che possono essere abbattuti dall'evoluzione tecnologica.

⁽³⁸⁾ Cfr. ad es. il lavoro ormai "classico" di S. LEVMORE, *Monitors and freeriders in commercial and corporate settings*, in *Yale l. journ.*, 1982, pp. 52 ss.

Il fatto è che la natura, l'intensità, ed il tipo di *monitoring* variano in relazione ai fini dell'agente, sicché non può considerarsi mai fungibile l'identità dell'operatore che concretamente lo pone in essere.

Pertanto la “delega” del controllo dai creditori “distratti” a quello “attivo” non è necessariamente un sostitutivo perfetto dell'esercizio di un potere diretto ⁽³⁹⁾; nella relazione di agenzia che si instaura fra delegante e delegato la possibilità che il secondo abusi della propria posizione, cedendo al conflitto di interessi, è infatti notoriamente assai elevata ⁽⁴⁰⁾.

Analogo scetticismo dovrebbe a mio avviso accompagnare l'esposizione delle opinioni secondo le quali i *covenants* potrebbero assumere un ruolo sostitutivo di quello delle procedure concorsuali, consentendo un coordinamento *ex ante* dell'azione collettiva dei creditori ⁽⁴¹⁾.

Anche la contrattazione preventiva, infatti, risulta incapace di svolgersi in condizioni di efficienza, atteso l'elevato numero di creditori coinvolti, le asimmetrie informative, e l'incidenza del *free riding*, che in questo contesto, a prescindere dalla scarsa capacità segnaletica dei comportamenti adottati dai creditori “informati”, opera disincentivando la spontanea predisposizione di clausole destinate a vincolare il proprio comportamento in caso di *default* ⁽⁴²⁾. L'analisi empirica, a proposito dei *covenants*, mostra poi come gli stessi siano probabilmente sopravvalutati dalla riflessione scientifica, dato che la convenienza economica (ossia, l'assenza di costi eccessivi) ad introdurli nei contratti sorge proprio quando non servono, perché i creditori si coordinerebbero spontaneamente *ex post*, e viceversa ⁽⁴³⁾.

Il fatto è che la negoziazione di un *covenant* costituisce un costo, tanto per il primo creditore, il quale deve ottenere l'impegno *credibile* del debitore a richiedere l'inserimento di una clausola “di coordinazione” nei contratti di finanziamento con i successivi creditori, quanto per il debitore, e per i finanziatori successivi, che non sono obbligati a vincolare il proprio comportamento in modo da armonizzarlo con chi li ha preceduti (ed anzi, possono essere indotti a sfruttare l'incentivo del debitore a concedere loro condizioni più favorevoli, in conseguenza del *moral hazard*); per i creditori “minimi”, poi, naturalmente avversi al rischio, ed indotti pertanto a sfruttare il *free riding*, la coordinazione *ex ante* è un costo insostenibile; inoltre vi sono creditori che non possono assolutamente coordinare la loro azione contrattualmente (c.d. creditori inconsapevoli).

Queste due ultime categorie (soprattutto gli “involontari”, che non necessariamente divengono portatori di obbligazioni di scarso valore) possono poi

⁽³⁹⁾ Cfr. in tal senso, anche per alcune interessanti implicazioni sul piano generale della *games theory*, M. BAGNOLI- S. WATTS, *Allocating monitoring effort*, 1996, in <http://papers.ssrn.com>.

⁽⁴⁰⁾ Cfr. per tutti D. DIAMOND, *Financial intermediation as delegated monitoring: a simple example*, in *Federal Reserve bank of Richmond economic Quarterly*, 1996, n. 82/3, pp. 59 s. (reperibile anche in www.ideas.repec.org).

⁽⁴¹⁾ Cfr. per tutti M. JENSEN, *Active investors, LBO's, and the privatization of bankruptcy*, in *Journal of applied corporate finance*, Vol. 2, n. 1, 1989, pp. 35 ss. (ora reperibile anche in <http://papers.ssrn.com>, ed in www.hupress.harvard.edu.com); IDEM, *Corporate control and the politics of finance*, ivi, 1991, vol. 4, pp. 13 ss.; M. JENSEN- C. SMITH jr, *Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory*, loc. cit.

⁽⁴²⁾ Cfr. S. ROSS- R. WESTERFIELD- J. JAFFE, *Corporate finance*, Boston, 1993, spec. p. 881

⁽⁴³⁾ Cfr. sul punto S. LONGHOFFER- S. PETERS, *Protection for whom ? Creditor conflicts in bankruptcy*, 1999, reperibile in <http://papers.ssrn.com>

assumere condotte opportunistiche ed ostruzionistiche in caso di *default*, vanificando la cooperazione degli altri; anche la consapevolezza di questo pericolo disincentiva la stipulazione di *covenants*, diminuendone i benefici prospettici.

Occorre differenziare nettamente allora le vicende dei *covenants* stipulati da quei soggetti che possono avere interesse ad effettuare un efficace *monitoring* sul comportamento del debitore (così da rilevare tempestivamente eventuali violazioni del patto), da quelle dei creditori non egualmente incentivati: in questi ultimi casi infatti i *covenants* o non vengono stipulati (poiché il costo supererebbe il beneficio soggettivo), oppure assumono un carattere molto più “tenue”.

Ciò è precisamente quanto accade tipicamente per le emissioni obbligazionarie, e sembra confermare lo scetticismo dimostrato.

4. *Il contenuto tipico dei covenants.* – Un *covenant* può vincolare l'emittente a mantenere determinati livelli di *ratios*, individuati appositamente nel regolamento del prestito.

Un'altra clausola del *covenant* poi, in questi casi, attribuirà obblighi strumentali di *disclosure*, al fine di mettere a disposizione dei prenditori i dati, anche ma non solo contabili, necessari per verificare che effettivamente l'emittente non si sia discostando dai parametri concordati.

I *ratios* in questione possono riguardare appositi indici relativi al profilo patrimoniale, economico o finanziario della società.

Non è da escludere, anche se non si tratta di una prassi diffusa, che il regolamento del prestito possa individuare un apposito indicatore sintetico, secondo i criteri dell'analisi discriminativa multivariata⁽⁴⁴⁾, al fine di semplificare il monitoraggio, rendendolo trasparente anche per i prenditori *non expert*.

Possono del resto essere presi in considerazione altresì parametri qualitativi relativi agli investimenti, alla loro differenziazione, così da influire sulle scelte imprenditoriali e produttive dell'emittente, in ordine ai settori merceologici ove operare, etc. Ad es. può essere imposto di non disinvestire rispetto a certi settori, mantenendo un certo rapporto fra investimenti, oppure di non cedere determinati *assets* strategici.

Allo stesso modo, il *covenant* può porre limiti alla politica dei dividendi dell'emittente (*dividend payout*), vietando eccessive distribuzioni in pendenza del prestito.

Le clausole più diffuse riguardano tuttavia i tempi di pagamento delle *tranches*, ossia dei tempi di riscatto dei titoli, nonché di maturazione delle cedole, per i titoli non *zero coupon*; il regolamento del prestito individua così spesso il ritardo oltre il

⁽⁴⁴⁾ Cfr. per tutti R. BARONTINI, *La valutazione del rischio di credito*, cit., *passim*; M. ANOLLI- P. GUALTIERI, *La misurazione del rischio di credito nella gestione delle banche*, Bologna, Mulino, 1999, *passim*; S. LAVIOLA- M. TRAPANESE, *Previsione delle insolvenze delle imprese e qualità del credito bancario: un'analisi statistica*, Roma, 1997, *passim*; nella letteratura sul prestito bancario v. AA.VV., *Il rischio di credito*, a cura di S. Ecchia, Torino, Giappichelli, 1996; AA.VV., *Rischio di credito e pricing dei prestiti bancari*, a cura di R. Corigliano, Roma, Bancaria ed., 1996; per una voce critica, tesa ad evidenziare la imperfezione di tali modelli, l'inosservabilità della loro efficienza quando sono applicati al *risk management*, ed i potenziali effetti indotti, che modificano le condizioni di liquidità proprio nei periodi di crisi, v. però ad es. J. DANIELSSON, *The emperor has no clothes: limits to risk modelling*, in *Journal of finance*, 2002, pp. 1273 ss. (reperibile anche in www.riskresearch.org).

quale l'emittente può considerarsi in *default*, disciplinando altresì le procedure attraverso le quali un soggetto a ciò espressamente abilitato (in genere un *trustee*) è legittimato a dichiararlo, ed a intervenire nell'interesse dei sottoscrittori (ad es. attivando le procedure concorsuali, e cristallizzando le eventuali garanzie).

Frequenti sono tuttavia anche le clausole che limitano la capacità di indebitamento dell'emittente, vincolandolo a mantenere una certa *qualità* del patrimonio.

Ad es., i creditori possono essere garantiti contro il rischio dell'*asset substitution* attraverso una clausola che vieti al debitore di assumere successivamente debiti meglio garantiti, soprattutto da garanzie reali su beni della società (c.d. *negative pledge*)⁽⁴⁵⁾, come pure di prestare garanzie per debiti altrui.

In caso di violazione del patto, si pone ovviamente il problema delle possibilità di tutela concesse ai beneficiari.

Al riguardo il risarcimento del danno appare una forma di tutela inevitabilmente debole, soprattutto nel nostro sistema, ove il risarcimento è ancorato saldamente al danno effettivo. Infatti quando è possibile stimare il danno in concreto, ossia quando la degradazione qualitativa del patrimonio dell'emittente si è già concretizzata nell'insolvenza dello stesso, ormai è troppo tardi, e difficilmente l'azione risarcitoria può conseguire effetti utili⁽⁴⁶⁾. Sarà pertanto utile intervenire con clausole penali, o meccanismi *ad hoc*, che ad es. rendano automaticamente più onerose le condizioni del prestito, oppure che concedano ai *bondholders* il diritto di voto in assemblea al verificarsi del *default* programmato⁽⁴⁷⁾.

Per questo è importante che il regolamento del prestito appresti idonei strumenti di reazione; diversamente potrà soltanto ipotizzarsi un'applicazione analogica dell'art. 1186 c.c., secondo le linee del ragionamento già esposto in precedenza.

Così come sarà fondamentale che il patto precisi se la costituzione di garanzie in favore di terzi debba conseguire al comportamento consapevole del debitore, oppure possa scaturire direttamente da un effetto legale, come ben può accadere (si pensi alle ipoteche legali o giudiziali)⁽⁴⁸⁾.

I *covenants* noti alla prassi sanciscono a volte l'obbligo, per l'emittente che violi la clausola negativa, di concedere garanzie equivalenti ai prenditori (c.d. *pari passu*), oppure una garanzia idonea, nelle forme individuate dal patto o richieste dal creditore.

⁽⁴⁵⁾ Nella letteratura italiana cfr. G. PIEPOLI, *op. loc. cit.*

⁽⁴⁶⁾ Non a caso si tende in questi casi ad aggredire piuttosto le istituzioni bancarie e finanziarie, o per la violazione degli obblighi di diligenza tipici nella fase di collocamento dei titoli, o di esecuzione dei contratti di gestione patrimoniale, oppure per abusiva concessione di credito all'emittente insolvente: cfr. in argomento B. INZITARI, *Le responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione e rottura del credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, I, pp. 265 ss.; e di recente, anche per riferimenti, F. BENEDETTO, *Approfondimenti sul tema dell'erogazione "abusiva" del credito*, in *Giur. comm.*, 2004, II, pp. 344 ss.

⁽⁴⁷⁾ L'effetto sarà raggiungibile nel nuovo diritto societario italiano configurando i *bonds* come "strumenti finanziari" (art. 2346 c.c.), nonostante l'esistenza del limite, poco chiaro, del divieto di votare nell'assemblea generale degli azionisti.

⁽⁴⁸⁾ Reputa immeritevole di tutela un patto che regoli espressamente garanzie non volontarie G. PIEPOLI, *op. cit.*, p. 424; ma la tesi sembra non condivisibile, ben potendo il debitore garantire i prenditori anche dal verificarsi di eventi che sfuggano al suo controllo (arg. ex art. 1381 c.c.).

Solo l'interpretazione del *covenant* può dire se con ciò si sia data all'emittente una vera e propria facoltà alternativa, con diritto di scelta ⁽⁴⁹⁾, oppure se la concessione della garanzia costituisca una forma atipica di clausola penale, che scaturisce all'inadempimento.

Nel primo caso il debitore dovrà subire la concessione della garanzia, accontentandosi del surrogato; nell'altro invece potrà rifiutare il sostitutivo, ed agire direttamente contro l'emittente facendo valere l'inadempimento.

La globalizzazione dei mercati, e la normale operatività transfrontaliera degli emittenti potrà comunque creare problemi, di fronte all'insolvenza del debitore, circa la reale portata della garanzia sostitutiva concessa.

Il Regolamento UE sulle insolvenze transfrontaliere infatti (art. 4), sancisce il dominio della legge dello Stato ove si apre la procedura principale altresì sul “*grado dei crediti*”.

La norma non sembra riguardare solo eventuali sistemi concorsuali che assoggettino a modifiche la disciplina dei privilegi civilistici in caso di insolvenza, per fini redistributivi, o di incentivazione *ex ante* ⁽⁵⁰⁾, ma anche la regolamentazione stessa del privilegio, nella sua attuazione esecutiva.

Dunque la graduazione dei crediti avverrà sulla base dei criteri stabiliti nello Stato ove è attivata la procedura principale, e tale conclusione, per quanto forse inevitabile in termini pratici (come assoggettare altrimenti a graduazione ad es. privilegi francesi e tedeschi ?), suscita qualche riflessione sistematica.

In sostanza la procedura dovrà procedere ad una “riclassificazione” dei vari diritti di preferenza, sforzandosi di incasellare il diritto straniero, attribuito dalla *lex causae*, nell'istituto nazionale che più ne rispecchi la *ratio* e a struttura. Dato l'elevatissimo livello di entropia raggiunto nell'ambito dei paesi occidentali nel settore dei privilegi, ed agli scenari nazionali diversissimi gli uni dagli altri ⁽⁵¹⁾, l'operazione sarà spesso di rilevante difficoltà pratica, e provocherà problemi non indifferenti già nella fase di verifica del passivo ⁽⁵²⁾, e poi in fase di riparto.

Il finanziatore di uno Stato membro, poi, che finanzia un emittente che ha il proprio “oggetto principale dell'attività” altrove, dovrà considerare altresì la prospettiva per cui il suo credito, in caso di insolvenza, sarà “riclassificato” secondo i criteri dello Stato della procedura principale, e dovrà subire il concorso di titolari di ragioni potenzialmente provenienti da tutto il territorio comunitario, ed assoggettati anch'essi alla stessa riclassificazione, con esiti finali spesso imprevedibili.

Al contempo, però, la procedura unitaria comporterà il vantaggio di concorrere su tutti i beni del debitore, e non solo su quelli presenti *in loco*.

⁽⁴⁹⁾ Art. 1285 c.c.: la circostanza per cui l'obbligazione principale è comunque negativa rende sterile l'interrogativo circa la natura alternativa o piuttosto facoltativa dell'obbligazione.

⁽⁵⁰⁾ Cfr. ad es. i lavori di L. BEBCHUK- J. FRIED, *The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy*, in *Yale l. journ.*, 1995, pp. 857 ss.; ID., *The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy: further thoughts and a reply to critics*, in *Cornell l. rev.*, 1997, pp. 1279 ss.; ID., *A new approach to valuing secured claims in bankruptcy*, 2001, in www.law.harvard.edu.com.

⁽⁵¹⁾ Cfr. per tutti J.M. GARRIDO, *Preferenza e proporzionalità nella tutela del credito*, Milano, Giuffrè, 1998, *passim*.

⁽⁵²⁾ Ove ad es. un privilegio nazionale non fosse riconosciuto, o fosse “classato” in modo non soddisfacente, con notevoli oneri di approfondimento del diritto dello Stato d'origine per il creditore straniero.

Come si vede, l'assetto potrebbe rivelarsi vantaggioso per chi non è avvezzo ad effettuare *monitoring* sul proprio debitore, neanche in via residuale, limitandosi a valutarne la rischiosità all'inizio del rapporto, e potenzialmente troppo dispendioso per gli altri, a causa dell'incremento enorme dei costi transattivi.

Ciò produrrà probabilmente una concentrazione dei diritti preferenziali su quelli più probabilmente destinati a prevalere comunque su tutti gli altri, a prescindere da ogni riclassificazione.

In considerazione di ciò che si è appena detto, la redazione di un *covenant* costituirà un'operazione tecnica assai delicata e complessa, tale da richiedere una mole assai corposa di informazioni.

Già si è visto che in genere le pattuizioni accessorie ad un prestito collettivo sono più semplici ed elementari di quelle che riguardano contratti di finanziamento con singoli intermediari professionali; ma nel futuro, dopo i grandi scandali finanziari, la predisposizione di un'emissione di *bonds* dovrà necessariamente essere fatta con maggiore attenzione, propria da parte degli emittenti, al fine di rendere il prestito realmente appetibile ad un mercato diventato sempre più "difficile" e sospettoso.

L'unica strada alternativa, del resto, è quella della garanzia collettiva, costituita in sede consortile, mediante l'istituzione di fondi di garanzia degli investitori⁽⁵³⁾, il cui costo può tuttavia essere molto più elevato della redazione di un buon *covenant*, e conseguire fra l'altro effetti deleteri, disincentivando l'attività di *screening* e di *monitoring*. Il fatto di confidare nell'intervento del fondo infatti può indurre gli investitori ad aderire ad iniziative rischiose, senza adeguata ponderazione, e generare alla fine il collasso anche del sistema di garanzia, con un ritorno massiccio in termini di selezione avversa, tale da pregiudicare soprattutto gli emittenti di migliore qualità.

2. *Il LBO* – Il LBO, regolato adesso per certi aspetti dall'art. 2501bis c.c., costituisce una tipica operazione di finanziamento destinata ad essere garantita mediante una forma di cautela "atipica", costituita dalla valutazione dei flussi finanziari attesi dalla società oggetto finale dell'operazione.

Ciò non vuol dire ovviamente che l'operazione non possa essere assistita anche da altre garanzie più "classiche", né che non vi siano limiti impliciti che possano compromettere la liceità del finanziamento.

La scelta pianificatoria, su cui si incentra la nuova disciplina, non è così lungimirante come potrebbe sembrare: già l'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale, poco prima della Riforma del 2003, aveva rinvenuto proprio nella presenza di un piano industriale e soprattutto di un piano finanziario idonei ad evitare l'insorgere dell'insolvenza, la cartina di tornasole per discriminare, nell'ambito del LBO, lecito ed illecito⁽⁵⁴⁾.

⁽⁵³⁾ Ciò aiuta a spiegare anche la recente nascita del Fondo di Garanzia Istituzionale del Credito cooperativo (FGI), cui dovrebbe aderire la maggior parte delle BCC; così come i numerosi progetti di legge, non sempre tecnicamente soddisfacenti.

⁽⁵⁴⁾ Le citazioni paiono superflue, e basti per tutti il rinvio a MONTALENTI, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 791 ss.

Il punto di riferimento era allora, come oggi, l'art. 2358 c.c., e la proiezione italiana del divieto anglosassone di *financial assistance*: *ratio* della norma non è la mera tutela del capitale sociale ⁽⁵⁵⁾, né dei rapporti di forza all'interno della compagine (altrimenti l'acquisto del 100% del capitale sociale potrebbe essere sempre garantito), ma piuttosto del patrimonio sociale ⁽⁵⁶⁾, contro il rischio che gli amministratori, utilizzando gli *assets* sociali al fine di diminuire il costo per l'acquisizione delle azioni da parte di chiunque, possano pregiudicarne l'integrità, allineando il rischio di insolvenza dell'acquirente con quello della società, senza apportare alcun beneficio all'impresa.

E qui si misura appunto la portata preventiva della norma codicistica rispetto al rischio tipico del LBO, e si rivela anche la fallacia degli argomenti più comuni utilizzati in dottrina al fine di opporsi alla sua applicazione: poco rilevante è infatti la circostanza per cui gli amministratori della *target*, nel LBO, non sarebbero soggetti attivi del divieto, atteso che gli stessi non presterebbero direttamente alcuna garanzia in favore della società – *raider*.

In effetti, scarsa importanza riveste, ai fini della violazione dell'art. 2358, il fatto che le garanzie siano prestate dagli amministratori della *target* prima del completamento dell'operazione, oppure piuttosto dopo, una volta che l'acquisto è stato perfezionato, la *raider* ha acquisito il controllo assoluto, ed è libera di deliberare la fusione in assemblea.

La violazione dell'art. 2358 c.c., infatti, al di fuori del LBO, sarebbe concretizzata anche se gli amministratori della società, dopo che l'acquirente ha perfezionato l'acquisto, prestassero fideiussione per l'obbligazione assunta da quest'ultimo verso il cedente, per il pagamento differito del prezzo, se tale promessa fosse stata fornita dall'acquirente sin dall'inizio, andando così a connotare il profilo funzionale dell'operazione e del negozio ⁽⁵⁷⁾.

Ciò che conta infatti, ai fini dell'art. 2358 c.c., è l'effetto che la norma vuol prevenire, a prescindere dallo strumento mediante il quale esso si realizza; se l'effetto vietato è oggetto di un disegno unitario, allora la “causa in concreto” del negozio è viziata, e la conseguenza non può che essere la nullità, per la violazione del disposto imperativo.

Il fatto che siano gli amministratori attuali della società, o quelli futuri, a porre in essere il comportamento vietato, nel frangente attuativo del disegno unitario pianificato *ab origine*, non muta la sostanza del fenomeno, perché l'art. 2358 presuppone appunto che gli amministratori della società siano strumento dell'acquirente, a prescindere dal rapporto che lega i primi a quest'ultimo, e dall'interesse che li muove.

Il rischio contemplato è allora proprio quello dell'abuso del controllo che l'acquirente ha sui gestori (e la cui fonte non interessa il legislatore), che può indurre tutti gli attori dell'operazione a cedere all'azzardo morale, ed a porre il patrimonio

⁽⁵⁵⁾ Diversamente, basterebbe consentire che si prestino garanzie per l'acquisto di azioni della società nei limiti dell'utile distribuibile: conf. MONTALENTI, op. cit., 797.

⁽⁵⁶⁾ Cfr. ancora MONTALENTI, op. loc. cit.

⁽⁵⁷⁾ In tal senso v. Cass., 14 maggio 2004, n. 9194, in *Società*, 2004, 1110.

della società in pericolo. L'acquirente infatti sa che, collo strumentalizzare il patrimonio sociale, non rischia nulla di più che di non poter pagare il venditore delle azioni, relativamente ad un debito che ha già contratto.

E di nessun rilievo è anche il fatto che la "garanzia" prestata sia costituita dalla concessione di un diritto di pegno, di ipoteca, oppure dall'accollo del debito contratto per finanziare l'acquisto delle azioni che consegue al perfezionamento della fusione, od ancora dalla mera previsione dei flussi di cassa programmati attraverso l'esercizio dell'impresa.

Nulla esclude infatti che l'interpretazione estensiva dell'espressione "garanzia" contenuta nell'art. 2358 c.c. debba condurre allo stesso risultato ermeneutico cui approda la letteratura finanziaria, ove il *cash flow* atteso di un'attività economica costituisce uno strumento di mitigazione del rischio talvolta migliore della titolarità statica di un diritto reale (di garanzia)⁽⁵⁸⁾.

Dunque, se un soggetto si limita a pianificare di utilizzare, in qualsiasi modo, il patrimonio sociale come garanzia, al fine di ridurre il proprio costo per il finanziamento dell'acquisto delle azioni, la fattispecie dell'art. 2358 c.c. è integrata, e la struttura formale dell'operazione, LBO o meno, non può modificare tale conclusione.

Diversa è la situazione se quel disegno unitario è strutturato in modo tale da escludere il rischio dell'abuso del controllo che l'acquirente ha sugli amministratori, ossia se, appunto, l'operazione è pianificata in termini tali da escludere il pericolo per la stabilità finanziaria della società.

Tale verifica di assenza di rischi di abuso⁽⁵⁹⁾ era quella che la giurisprudenza, supportata dalla migliore dottrina, faceva prima della Riforma; e la stessa verifica è alla base della nuova norma dell'art. 2501**bis** c.c., che dunque si caratterizza per il fatto di cristallizzare i requisiti di liceità di una particolare operazione potenzialmente rientrante nell'ambito di applicazione dell'art. 2358 c.c.⁽⁶⁰⁾

Ciò non vuol dire che non siano possibili altre forme di acquisizione finanziate mediante il ricorso al patrimonio sociale, non rientranti nell'art. 2501**bis**, le quali possano collidere ugualmente con il divieto di cui all'art. 2358 c.c. Si tratterà però in questi casi di esaminare caso per caso le singole fattispecie, indagando circa l'esistenza dei pericoli presupposti (e prevenuti) dal divieto codicistico.

Ed egualmente, non sarà necessario, a legittimare l'operazione stessa, la dimostrazione di un *quid pluris*, al di là della dimostrazione dell'assenza di rischi per l'equilibrio finanziario della *target*, concepito ora come pianificazione di sinergie

⁽⁵⁸⁾ L'art. 2501**bis** qualifica il patrimonio della società come "*garanzie generica o fonte di rimborso*" dei debiti assunti dall'acquirente: le due espressioni non sono sinonime, come pur spesso si ritiene in dottrina, ma sembrano puntualizzare come quel patrimonio possa costituire, a seconda delle situazioni concrete, garanzia statica o piuttosto dinamica per il finanziatore, a seconda se quest'ultimo confidi nella sua consistenza attuale, oppure nel realizzo futuro di flussi finanziari e/o economici.

⁽⁵⁹⁾ A dire il vero non estranee, nella struttura, al diritto commerciale: si pensi ad es. alla disciplina degli acquisti pericolosi di cui all'art. 2343**bis** oppure, nel diritto civile, alla predeterminazione del contenuto del negozio che anestetizza il conflitto d'interesse del rappresentante quanto agli artt. 1394 e 1395 c.c.

⁽⁶⁰⁾ Sembra da escludere, pertanto, che un eventuale ruolo "attivo" degli amministratori della *target* possa condurre egualmente all'applicazione dell'art. 2358 c.c., e dunque a sanzionare l'operazione, pur se tutti i requisiti della norma siano integrati, come invece prospetta ARDIZZONE, *Commento all'art. 2501bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, Egea, 2006, 517 ss.,

industriali ed economiche fra *raider* e *target* (ciò che, a ben vedere, comporterebbe l'impossibilità di portare a termine un LBO finanziario "puro")⁽⁶¹⁾, ora come mera attitudine a creare "valore" per l'impresa ⁽⁶²⁾.

E ciò nonostante la lettera equivoca della norma, che apparentemente potrebbe presupporre tale *quid pluris* là dove discorre di esposizione nel piano delle "ragioni" e soprattutto degli "obiettivi" dell'operazione.

Presupposto del nuovo art. 2501bis è pertanto il rischio per la stabilità finanziaria della società insito nella circostanza per cui l'acquirente delle quote ed il finanziatore di questi confidano nella possibilità per il primo, una volta effettuato l'acquisto, di asservire senza costi ulteriori il patrimonio della società al rimborso del debito contratto, deliberando la sua fusione con la società *raider*.

Si tratta in sostanza di una norma che mira a prevenire energicamente la produzione di un danno scaturente da un conflitto di interessi potenziale, vietando persino la sua pianificazione (o meglio, di stipulare negozi che presuppongano quella pianificazione).

Soggetti tutelati sono pertanto i creditori (ed gli eventuali soci di minoranza) della società *target*.

Come si chiarirà subito, sono invece estranei alle esigenze di tutela fatte proprie dalla norma tanto i finanziatori dell'acquirente, quanto i creditori di questo.

6. *Il finanziamento rilevante nel LBO.* – Acclarata la *ratio* della norma, diventa agevole anche la ricognizione degli elementi della fattispecie che l'art. 2501bis c.c. tratteggia, in modo a dir poco sintetico.

In dottrina si è discusso dell'opportunità di fare applicazione del disposto in situazioni ove la società *raider* non contraesse appositamente il finanziamento necessario per conseguire il controllo della *target*, ma utilizzasse piuttosto una provvista finanziaria già acquisita in precedenza, in via del tutto autonoma ⁽⁶³⁾, a titolo di mutuo, affidamenti bancari, anticipazione, etc.

Si è offerta la soluzione ermeneutica positiva, basata essenzialmente sulla considerazione per cui si tratterebbe pur sempre di somme qualificabili come indebitamento, idonee pertanto ad incrementare le passività (ed a peggiorare la posizione finanziaria netta) della società *target* dopo la fusione ⁽⁶⁴⁾.

In realtà, sembra che per l'individuazione dei confini della fattispecie abbia poca importanza la nozione contabile od anche finanziaria di "indebitamento", così come inutili sarebbero le possibili elucubrazioni in tema di "finanziamento".

⁽⁶¹⁾ Così PERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. soc.*, 2003, 531.

⁽⁶²⁾ Cfr. invece ARDIZZONE, op. cit., 500.

⁽⁶³⁾ Situazione forse non tanto comune alla prassi dei LBO, ove si è soliti costituire appositamente una società *newco* sottopatrimonializzata (talvolta definita *shell*), ma che comunque potrebbe realizzarsi accollando alla *newco* passività preesistenti del *raider*, e trasferendole la relativa liquidità.

⁽⁶⁴⁾ In termini TAMBURINI, *Commento all'art. 2501bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2006, 2523 ss.

La risposta va invece cercata sul piano della funzione della norma, ed allora non può passare in secondo piano come il finanziamento in questione debba essere contratto “*per*”⁽⁶⁵⁾ acquisire il controllo della *target*.

L’art. 2501*bis* tutela come si è visto i creditori di quest’ultima contro il pericolo costituito dall’azzardo morale del *raider* e del suo finanziatore, il primo consapevole di non rischiare, nel momento in cui indebita la *target*, più dell’inadempimento dell’obbligazione già contratta, il secondo indotto a concedere la provvista sulla base delle previsioni di cassa formulate dal primo, e sulla base dell’unica (o comunque, principale) garanzia costituita dalla stima degli *assets* della società, anche (e soprattutto) nella proiezione prospettica del *cash flow* prodotto da questa.

Anche se il finanziatore non è apparentemente nominato dalla norma, esso è elemento necessario della fattispecie⁽⁶⁶⁾, perché è il pericolo insito nello *screening* particolare effettuato da questi a connotare la *ratio: screening* costituito non già dalla solidità patrimoniale, economica e finanziaria del finanziato, bensì dalla attendibilità della scommessa formulata dal *raider*, che mira a rimborsare il prestito avvalendosi – appunto – non già e non tanto delle sinergie economiche ed industriali che pensa di ottenere con l’integrazione, bensì dei flussi di cassa che la *target* sarà in grado di produrre, anche al limite disgregandone il patrimonio e liquidandolo.

Dunque se il *raider* utilizza nell’operazione esclusivamente liquidità preesistente, conseguita anche tramite il ricorso all’indebitamento, non è integrato il rischio tipico presupposto dalla norma, perché il finanziatore ha concesso il prestito avvalendosi delle normali tecniche di copertura e valutazione del rischio di credito, non confidando nei risultati prospettici di un’operazione di LBO. Le passività così contratte aggraveranno senz’altro ugualmente la posizione finanziaria netta della *target*, dopo la fusione, ma non diversamente da qualsiasi altro debito contratto in precedenza da chi gestiva la stessa, e così i creditori di questa non hanno titolo per dolersene, e per aspirare all’utilizzo dei poteri attribuiti dall’art. 2501*bis*.

Dunque si dovrà esaminare la funzione economica del finanziamento concesso, risalendo alla valutazione del rischio dell’operazione assunto dal finanziatore, ed escludendo quelle situazioni in cui quest’ultimo abbia finanziato il *raider* alla luce dei normali canoni imprenditoriali in uso nel settore del credito; ed anche il tempo trascorso fra l’erogazione ed il suo utilizzo sarà una variabile utile, anche se non dirimente.

Al limite, anche la rinegoziazione di un rapporto di credito preesistente potrà integrare gli estremi del finanziamento *ex art. 2501bis*, qualora la novazione o la modifica del prestito siano avvenuti facendo espressamente affidamento sui risultati attesi dell’operazione di LBO.

In tal modo, probabilmente, si può avere l’impressione di indebolire la portata della norma, e di agevolare l’elusione della stessa; ma in caso contrario essa diverrebbe applicabile ad un numero di situazioni troppo elevato, che sicuramente

⁽⁶⁵⁾ Anche in questo caso, allora, così come all’interno dell’art. 2082 c.c., la preposizione “*per*” racchiude e raffigura la vocazione funzionale dell’attività al conseguimento degli obiettivi pianificati dell’attività stessa: cfr. ancora *La trasformazione dell’impresa*, cit., 685.

⁽⁶⁶⁾ Concepito in sostanza come un illecito plurisoggettivo di pericolo.

evaderebbero dalla sua *ratio*, così disincentivando le acquisizioni societarie, in chiaro contrasto con i fini del legislatore.

D'altro canto, il legislatore non ha in alcun modo connotato il finanziatore dal punto di vista delle qualità soggettive: la legge insomma qualifica il rischio particolare insito in tale operazione, a prescindere dall'organizzazione e dalla stessa specializzazione del prestatore, che può anche essere "professionale" (banca d'affari, fondo) ed istituzionalmente avverso al rischio (come appartenente al ceto bancario), senza per questo escludere l'applicazione delle guarentigie legali.

Qualsiasi operazione di finanziamento che comporti il "differimento" della prestazione, basata sulla valutazione prognostica dei flussi di cassa della *target* ⁽⁶⁷⁾, integrerà allora il finanziamento indagato, anche se si tratti soltanto della posticipazione dell'esazione del prezzo di acquisto delle azioni da parte del venditore ⁽⁶⁸⁾.

Quanto sin qui detto collima alla perfezione con il prestito- ponte (c.d. *bridge loan*) concesso alla società *raider*, solitamente da una banca d'affari o da un fondo, al fine di consentire l'acquisto del pacchetto di controllo.

Dubbi potrebbero invece sorgere a proposito degli eventuali finanziamenti concessi direttamente alla *target* (ma, al limite, anche alla *newco*), dopo l'acquisizione del controllo della stessa, al fine di consentire la prosecuzione dell'attività di quest'ultima.

In realtà, qualora sussista a monte un prestito- ponte, il problema non si porrà, posto che ciò basterà a rendere applicabile l'art. 2501*bis*, ove la considerazione nel piano dell'intera portata del passivo della società risultante dalla fusione, a prescindere dalla sua fonte, si imporrà comunque.

Anche nel caso ove l'acquisto del controllo sia finanziato dal *raider* interamente con mezzi propri, tuttavia, il finanziamento successivo dell'attività corrente (e successivo anche alla fusione) imporrà l'applicazione della norma ove esso sia pianificato sin dall'inizio come ricorso all'indebitamento necessario per completare l'operazione, anche se in ipotesi l'erogazione della somma sia prevista per un periodo di tempo successivo alla fusione; in ogni caso infatti il prestito può dirsi contratto "per" l'acquisto del controllo, anche se il nesso avrà natura funzionale, e non già meramente cronologica.

Soltanto nel caso ove il finanziatore finanzia la società risultante dopo la fusione in modo autonomo, valutandone esclusivamente il rischio di credito specifico, a prescindere dall'operazione di LBO da cui è scaturito l'acquisto, non vi sarà motivo per discutere dell'applicazione dell'art. 2501*bis* c.c.

⁽⁶⁷⁾ Flussi di cassa da intendersi in senso ampio, non soltanto con riferimento ai proventi della gestione caratteristica della società, ma anche ad es. rispetto ai risultati sperati di una liquidazione "controllata" degli *assets* sociali.

⁽⁶⁸⁾ Né la situazione potrà variare a seconda della qualificazione formale del rapporto, che potrà anche assumere natura ibrida (ad es. quando il finanziamento sia postergato agli altri debiti della società *target*), oppure di destinazione (art. 2447*decies*), ma mai di capitale di rischio, in quei casi cioè ove difetti un'obbligazione di restituzione del capitale certa nell'*an*, come si verifica per l'associazione in partecipazione (art. 2549 c.c.), e per tutti i contratti così qualificabili conosciuti alla prassi ed alla letteratura finanziaria (si pensi alle obbligazioni "partecipanti", a "ricorso limitato", etc.): conf. TAMBURINI, op. cit., 2531.

Quanto appena discusso introduce il tema critico dell'utilizzo promiscuo, da parte del *raider*, di mezzi propri (o comunque di terzi, ma sulla base di valutazioni di credito autonome e non legate al LBO) e di finanziamenti contratti espressamente per acquisire il controllo della *target*, oppure (che è lo stesso, a ben vedere), dell'utilizzo in via esclusiva di capitali forniti da terzi a titolo di prestito, ma il cui rischio sia parzialmente attenuato da garanzie collaterali fornite dal *raider* stesso.

E' evidente infatti che se l'impiego di prestiti in minima proporzione rispetto all'autofinanziamento desse luogo sempre all'integrazione dei requisiti di cui all'art. 2501*bis*, praticamente ogni acquisizione azionaria seguita da una fusione sarebbe sottoposta al rispetto della norma.

In realtà, anche se la valutazione potrebbe non essere del tutto agevole, soprattutto nella prospettiva del contenzioso, deve ritenersi che l'erogazione del finanziamento, se comunque determinata anche solo in parte dalla prospettiva dell'alimentazione del rimborso attraverso i flussi dell'attività della *target*, renda necessaria l'adozione delle cautele dell'art. 2501*bis* c.c. ⁽⁶⁹⁾.

Soltanto se il rischio di credito del finanziatore sia interamente coperto da garanzie collaterali, secondo le regole tecniche che sovrintendono all'erogazione del credito, insomma, potrà escludersi il ricorso alla norma.

In tutti gli altri casi, invece, l'"aggravamento" del procedimento di fusione sarà indispensabile, salvo forse per il caso in cui, per la modesta entità del credito erogato, e per la sua scarsa influenza sulla situazione finanziaria della *target*, possa escludersi con sicurezza che sia integrato il pericolo per gli interessi tutelati dalla norma.

D'altro canto è essenziale perché sia integrata la fattispecie di cui all'art. 2501*bis* che il debito da restituzione del finanziamento sia destinato ad essere imputato alla *target*, dopo o prima della fusione,

Se invece il prestito sia erogato ad una terza società, la quale poi finanzia la *newco* (ad es. mediante conferimenti) destinata ad acquisire il controllo della *target*, e poi a fondersi con essa, si sarà sempre al di fuori dello schema della norma ⁽⁷⁰⁾, a meno che comunque l'onere economico relativo alla restituzione del prestito non sia comunque destinato ad essere imputato alla *target*, per un titolo giuridico stabile ⁽⁷¹⁾.

7. *L'acquisto del controllo nel LBO.* – La norma si limita a discorrere di acquisto del "controllo" della società *target*, senza fornire ulteriori precisazioni.

⁽⁶⁹⁾ Non troppo diverse sono le operazioni, non infrequenti, ove il *raider* si avvale di due distinti veicoli, i quali entrambi si indebitino per effettuare l'operazione, e procedano ad acquistare in proporzione le azioni della *target*, ma uno soltanto dei quali è destinato a fondersi con quest'ultima; se l'esistenza di un controllo comune consente di considerare integrata la norma (per le ragioni che si diranno subito), il fatto che comunque la società che si fonde si sia indebitata "per" ottenere il controllo sembra ragione sufficiente per predicare l'applicabilità dell'art. 2501*bis* c.c.

⁽⁷⁰⁾ Conff. MONTALENTI, op. cit., 813 s.; ARDIZZONE, op. cit., 483 ss.

⁽⁷¹⁾ Ad es. mediante accollo del debito, fideiussione, oppure tramite la stipulazione di un derivato di credito (*credit default swap*) da parte della *target* (*protection seller*) in favore del finanziatore (*protection buyer*). Di certo la gestione della *newco* prima e della *target* dopo la fusione sarà influenzata dalle esigenze finanziarie della società debitrice, che sarà sicuramente in posizione tale da controllare le prime due; ma ciò non è sufficiente per considerare integrato l'art. 2501*bis*, e la tutela andrà ricercata sul piano delle norme in tema di gruppi (artt. 2497 ss.c.c.).

La dottrina prevalente sembra dare per scontato che con ciò si operi un riferimento implicito all'art. 2359 c.c., cosicché il controllo rilevante sarebbe costituito dalla disponibilità della maggioranza dei voti in assemblea ordinaria ⁽⁷²⁾.

In realtà, la nozione di controllo deve essere ricavata dalla funzione dell'art. 2501*bis*, che non pare affatto omogenea a quella dell'art. 2359.

Il controllo codicistico mette a fuoco una situazione ove il titolare della partecipazione, in quanto in grado di approvare da solo il bilancio di esercizio e di nominare gli amministratori, è nelle condizioni di esercitare un'influenza appunto "dominante" sulla gestione dell'impresa.

Nella figura presupposta dall'art. 2501*bis*, invece, il pericolo di abuso da parte del *raider* è insito nel fatto specifico e non generico per cui questo ha la forza di deliberare la fusione con la *newco*, e così di imputare alla *target* il debito contratto per finanziare l'acquisto.

Il "controllo" rilevante andrà pertanto ricostruito in relazione alla situazione concreta, tenendo in considerazione anche eventuali *quorum* statuari rafforzati in materia di fusione (o di modificazioni statuarie), e sussisterà solo se la quota raggiunta dal *raider* (eventualmente sommata ad altre azioni già detenute in portafoglio, oppure detenute da fiduciari o società controllate) sia sufficiente a deliberare la fusione.

Non vi sono nemmeno motivi, del resto, per ritenere che non assumano rilevanza eventuali patti parasociali stipulati con soci di minoranza della *target*, alla luce dei quali il *raider* possa comunque ottenere che la fusione sia approvata dall'assemblea ⁽⁷³⁾. Il problema infatti non è costituito dalla rilevanza del controllo congiunto ai fini della ricostruzione della fattispecie di cui all'art. 2359 c.c., bensì piuttosto della nozione sussunta nell'art. 2501*bis*.

Allo stesso modo andranno considerate, nel calcolo della aliquota necessaria per ritenere raggiunto il controllo, anche partecipazioni comunque detenute da società controllanti, oppure soggette alla direzione e coordinamento dello stesso soggetto che controlla la società indebitata ⁽⁷⁴⁾, destinata a fondersi con la *target*.

Ciò che rileva, infatti, al di là delle forme, è l'identità del disegno pianificatorio da cui nasce il LBO, che ben può essere imputato (come di solito avviene) ad una società "terza" non formalmente partecipante all'operazione; società, esercente la direzione ed il coordinamento *ex art.* 2497 c.c., che può già detenere partecipazioni nella *target*, direttamente, oppure attraverso altre controllate.

E' il potere infatti, con il correlato pericolo di azzardo morale e di abuso, che fonda il rischio tipico del LBO, e che giustifica l'applicazione dell'art. 2501*bis*, che costituisce una tipica norma "materiale".

L'acquisto del potere pertanto imporrà l'adozione delle forme procedurali "aggravate" per la fusione, a prescindere dal fatto che il *raider* già disponga di un'aliquota significativa, se tale quota non è di per sé sufficiente al fine di deliberare

⁽⁷²⁾ Cfr. per tutti ARDIZZONE, op. cit., 476 ss.

⁽⁷³⁾ *Contra* ad es. ARDIZZONE, op. cit., 478.

⁽⁷⁴⁾ *Contra* ancora ARDIZZONE, op. cit., 478 s.; in senso estensivo della nozione di controllo invece PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr.*, 2003, 1418.

la fusione, ed al di là di ogni discussione sul controllo “di fatto” o “di diritto”: se il *raider* è già di fatto in grado di fare deliberare la fusione, non vi sarà spazio per l’acquisto di alcun controllo rilevante *ex art. 2501bis*, nemmeno incrementando la partecipazione.

Dunque la norma si applicherà ad ogni forma di finanziamento contratto al fine di acquisire il controllo, sotto qualsiasi forma, anche al limite al fine di corrispondere ad un socio di minoranza della *target* la somma di denaro necessaria per acquisire da questi l’impegno a votare la fusione, così raggiungendo l’aliquota sufficiente ⁽⁷⁵⁾.

Al contrario, non vi sarà motivo di ricorrere all’*art. 2501bis* qualora il finanziamento in realtà sia concesso ad una società del gruppo al fine di acquisire il pacco di maggioranza della *target* già detenuto dalla capogruppo, oppure da altra società assoggettata a comune controllo, atteso che non vi sarà alcuna modifica nell’ambito del “potere” di disporre circa l’operazione di fusione ⁽⁷⁶⁾.

8. *Le fattispecie di confine: LBO con scissione, asset based LBO.* – L’*art. 2501bis* c.c. descrive un’acquisizione azionaria seguita da fusione, e soltanto a quest’ipotesi esso può applicarsi direttamente.

Scartata come si è visto l’ipotesi di considerare applicabili congiuntamente l’*art. 2501bis* e l’*art. 2358* c.c., resta aperta la possibilità di procedere all’integrazione analogica della prima norma, qualora la fattispecie simile indagata presenti elementi tali da potersi discorrere di un’*eadem ratio*.

L’esempio più evidente sembra quello di un “LBO” ove la *target*, divenuta strumento del *raider*, non sia fusa con la *newco* indebitata, ma divenga piuttosto oggetto di una scissione parziale, con attribuzione dei suoi *assets* principali alla *newco*.

Anche in questo caso, che non a caso viene spesso indicato come scissione “per incorporazione”, viene integrato a mio avviso il medesimo rischio tipico del LBO, perché i creditori della *target* si ritrovano, per effetto di una radicale modificazione organizzativa, a concorrere su un patrimonio che deve comunque farsi carico del rimborso del finanziamento contratto dal *raider*.

Dunque sarà possibile applicare analogicamente l’*art. 2501bis*, ed anche il procedimento di scissione risulterà aggravato dal rispetto delle cautele previste dalla norma.

Diversa potrebbe sembrare l’operazione se sia la *newco* a scindere i suoi *assets* nella *target* (ammesso che ve ne siano, al di là dei rapporti finanziari accesi per completare l’operazione), oppure se la prima conferisca gli stessi nella seconda, pretendendo di qualificare tale operazione come un conferimento di azienda.

La società *target* verrebbe infatti così pure a rispondere dei debiti della *newco*, in forza degli artt. *2506bis* e *2560*² c.c., ed a seguito di un’operazione straordinaria che richiede pur sempre il controllo dei voti nell’assemblea straordinaria.

⁽⁷⁵⁾ Ovviamente, soltanto nel caso in cui tale patto, assai contiguo alla “vendita del voto”, sia ritenuto valido e praticabile: cfr. per tutti SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2003, *passim*.

⁽⁷⁶⁾ *Contra* ancora ARDIZZONE, *op.cit.*, 481.

Riterrei però che soltanto nel primo caso si possa applicare per analogia l'art. 2501*bis* c.c., posto che nel secondo non vi sarebbe un procedimento tipico che si potesse "aggravare". In tale seconda circostanza, come in molte altre, la tutela dei creditori della *target* andrà perseguita sul piano dei principi generali dell'ordinamento⁽⁷⁷⁾, se del caso anche passando per l'art. 2358 c.c.

Poiché poi l'art. 2501*bis* c.c., per quanto dilatato, non può essere spinto al di là delle operazioni di LBO che contemplino fra i passaggi intermedi una fusione (od al limite una scissione), v'è da domandarsi perché l'ordinamento non abbia ritenuto di estendere talune cautele anche alle operazioni, pur non frequentissime, denominate "asset based LBO", ove cioè la *newco* acquisisca il controllo della *target* soltanto al fine di ottenere da quest'ultima (o meglio, dai suoi amministratori, clausole statutarie di autorizzazione a parte) il trasferimento di determinati *assets* strategici, e/o di particolari rami d'azienda, attraverso cessione od anche conferimento.

In tali casi, infatti, non sembrerebbe possibile ricorrere neppure all'art. 2358 c.c., posto che non sarà mai il patrimonio della società a rispondere del debito contratto per acquisirne il controllo⁽⁷⁸⁾.

La tutela apprestata dall'ordinamento ai creditori della società *target* sembra allora consegnata, a prescindere dai profili di responsabilità di amministratori e sindaci, all'azione revocatoria⁽⁷⁹⁾, anche se del caso esperita in sede fallimentare.

Probabilmente il legislatore non ha reputato che tale variante dell'operazione possa integrare lo stesso pericolo di rischiosità per i creditori dell'altra, perseguita mediante la fusione.

9. *La patologia: violazione dell'art. 2501bis, responsabilità degli amministratori della target e acquisizioni "di gruppo"*. – Nel caso in cui l'art. 2501*bis* c.c. sia violato, bisognerà distinguere a seconda se la violazione attenga al mero profilo informativo del procedimento, od anche alla sua sostanza.

Nel primo caso, ad es. se il piano, o gli altri documenti informativi depositati a corredo del progetto di fusione non siano sufficientemente esaustivi circa la disponibilità delle risorse finanziarie necessarie a garantire l'equilibrio finanziario della società *target*, l'omissione concretizzerà comunque un vizio del procedimento di fusione, sanzionabile o attraverso l'impugnazione della delibera di approvazione del progetto da parte dei soci di minoranza, o con l'opposizione *ex art.* 2502 c.c. dei

⁽⁷⁷⁾ Ad es. azionando la responsabilità degli amministratori della *target* *ex artt.* 2497- 2394- 2395 c.c., oppure se del caso contestando la qualificazione dell'oggetto del conferimento come "azienda", e così sottraendo spazio all'applicabilità dell'art. 2560² c.c.

⁽⁷⁸⁾ In tali casi infatti è vero che una parte del "patrimonio" della *target* (conferito o trasferito) viene di fatto a rispondere dei debiti della *newco*; ma al di là degli delle espressioni atecniche, sembra che l'art. 2358 c.c. tuteli il patrimonio della società non nella sua oggettività, ed in quanto tale, ma solo in quanto nella titolarità della società amministrata; ed il trasferimento di un ramo di azienda (a titolo oneroso) non sembra poter essere inteso come forma di "garanzia" per il finanziamento dell'acquisto delle azioni.

⁽⁷⁹⁾ Si noti che anche nella fusione i creditori della *target* dispongono della tutela costituito dal diritto di opposizione, che con la revocatoria presenta rilevanti profili di somiglianza; ciononostante la revocatoria può essere esperita in un termine molto più ampio (cinque anni dal compimento dell'atto), e viene ritenuta applicabile anche in caso di mutamento soltanto "qualitativo" della garanzia (ciò che di fatto, quando siano trasferiti beni immobili, viene riconosciuto sempre), anche se comporta oneri probatori aggravati sotto il profilo della qualificazione dell'elemento soggettivo del disponente e del beneficiario.

creditori ⁽⁸⁰⁾, qualora il controllo notarile non rilevi l'irregolarità, oppure il Tribunale non conceda la richiesta sospensiva del deliberato impugnato.

In tali casi, il procedimento arrestato potrebbe essere ripetuto, reiterando tutte le pubblicazioni, una volta emendata la documentazione.

Se invece la carenza non si limiti al profilo informativo, ma attenga direttamente alla razionalità dell'operazione, ove ad es. le previsioni contenute nel piano circa i flussi di cassa non siano supportate da considerazioni empiriche ragionevoli, od appaiono addirittura palesemente inattendibili, riterrei che anche i contratti attraverso i quali la società *raider* si è finanziata siano nulli, poiché sarebbe riscontrato il loro contrasto con l'art. 2358 c.c. ⁽⁸¹⁾. Non sarebbe poi da escludere la possibilità che la relazione degli amministratori sia configurata come falsa comunicazione sociale ex art. 2621 c.c.

Presupposto implicito del LBO è infatti la razionalità e sostenibilità del piano, non già la sua mera esistenza materiale, sicché nel caso in cui il documento allegato al progetto di fusione contenesse previsione e scenari inattendibili, dovrà ritenersi che il procedimento di fusione sia stato violato, e che manchi uno degli allegati "tipici" richiesti.

Particolare attenzione meriterà inoltre il comportamento degli amministratori della società *target*, i quali potrebbero essere indotti a compiere operazioni al fine di favorire la riuscita dell'operazione, in cambio della promessa di benefici al conseguimento dell'obiettivo primario di essa.

Tali condotte, se integrate, potranno e dovranno essere represses ricorrendo agli strumenti ordinari (artt. 2392 ss. c.c.) e/o all'art. 2391 c.c. ⁽⁸²⁾.

Lo stesso voto della *newco* nell'assemblea della *target* che approvi la fusione non sarà esente dall'applicazione degli artt. 2373 ⁽⁸³⁾ e 2497 ss. c.c.; in realtà, se l'operazione è conforme all'art. 2501bis c.c., ossia se la stessa è neutra dal punto di vista dell'equilibrio finanziario della *target*, non dovrebbe essere prospettabile un danno per quest'ultima, e quindi non si porrebbe l'esigenza di programmare un vantaggio compensativo.

Ma nella dinamica delle operazioni di LBO talvolta capita che la società *target* sia una *holding* operativa cui fanno capo diverse partecipazioni in società controllate, sulle quali la prima esercita la direzione ed il coordinamento.

⁽⁸⁰⁾ Con l'opposizione i creditori dovrebbero dimostrare in realtà l'esistenza di un possibile pregiudizio per la loro garanzia, che a mio avviso può anche essere integrato da un rischio di disequilibrio finanziario prospettico (ossia di insolvenza futura: cfr. *La ripartizione del rischio di insolvenza*, op. cit., 265); ma le carenze della documentazione offerta a suffragio della fusione sotto il profilo informativo di fatto avranno l'efficacia di invertire l'onere della prova a loro vantaggio.

⁽⁸¹⁾ In genere i contratti prevedono clausole di accelerazione che focalizzano anche l'inadempimento del debitore rispetto all'obbligo di deliberare la fusione con la *target*; nel caso tuttavia ove la fusione non sia possibile, perché le previsioni finanziarie del *raider* non siano realizzabili, l'esito sarà non già la risoluzione del contratto, bensì la sua inefficacia definitiva ed originaria, ex art. 1418 c.c.

⁽⁸²⁾ Cfr. ampiamente sul punto VICARI, *I conflitti d'interessi di amministratori e soci della società target nel leveraged buy out*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, Torino, Utet, 4, 2007, 269 ss. Non sembrerebbe da escludere nemmeno uno spazio per la tutela penale ex art. 2635 c.c. (così MELCHIONDA, nel corso del convegno di Bologna del 24 gennaio 2008, *Finanza, fiscalità e profili di responsabilità civile e penale nella compravendita di aziende*).

⁽⁸³⁾ Cfr. in argomento SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *Riv. soc.*, 2004, 268 ss.

Scopo dell'operazione è allora, assai spesso, non tanto (o meglio, non solo) l'acquisto del controllo diretto sulla *target*, quanto delle società partecipate, ed i flussi di cassa attesi sono in realtà quelli dalle stesse generati.

Poiché ciò rientra negli obiettivi del *raider* sin dall'inizio, non è infrequente che questo arrivi a promettere al finanziatore, a titolo di ulteriore garanzia per la restituzione della somma erogata, che le società controllate erogheranno una determinata assistenza finanziaria alla *target*, una volta che questa si sia fusa.

Nulla quaestio se gli amministratori della *target* concedano in pegno al finanziatore le partecipazioni di cui stiamo discorrendo, poiché così facendo essi stanno prestando garanzie per un debito che ormai è della società.

I problemi però possono nascere se, come non di rado, si verifica, il finanziatore ottenga l'impegno del *raider* a procurare la dazione di garanzie a proprio vantaggio da parte delle società controllate dalla *target*, oppure l'erogazione di finanziamenti a condizioni agevolate alla *target* medesima, che di fatto attenuino l'onere finanziario (ed economico) relativo al rimborso del debito principale.

In questi casi, com'è evidente, l'assistenza prestata dalle controllate in favore della controllante non è rivolta ad agevolare o coadiuvare un processo economico di quest'ultima, bensì a rendere meno onerosa un'operazione che riguarda la proprietà della medesima.

Se le operazioni in questione possono danneggiare la controllata, così com'è normale, dato che le stesse mettono i propri *assets* al servizio del *raider* (e non già della *target*), occorrerà, perché le stesse siano lecite *ex art.* 2497 c.c., che sia pianificato uno specifico vantaggio compensativo.

Dunque, se gli "obiettivi" dell'operazione *ex art.* 2501*bis* non debbono forzatamente coincidere con sinergie industriali ed economiche che possano arrecare benefici alla *target*, bastando che il LBO mantenga quest'ultima in condizioni di equilibrio finanziario, occorrerà invece pianificare, sin dall'inizio, un qualche beneficio per le controllate, qualora si voglia ricorrere alla "collaborazione" di queste ultime, al fine di diminuire il rischio di credito per il finanziatore, e così agevolare l'operazione nel suo complesso.

In caso contrario, nonostante l'intervenuta abrogazione delle norme che sanzionavano in sede penale la violazione dell'art. 2358 c.c. ⁽⁸⁴⁾, l'operazione potrebbe essere fra l'altro stigmatizzata ai sensi dell'art. 2634 c.c. (infedeltà patrimoniale).

10. *I rischi del finanziamento bancario dell'impresa in crisi.* - Il coinvolgimento della banca nella soluzione stragiudiziale delle crisi, proprio qualora questa eserciti un controllo penetrante sull'attività dell'impresa sovvenuta, può però anche assumere toni "tragici", ponendo spesso il finanziatore in una situazione assimilabile a quella di chi sta tra l'incudine ed il martello.

La realtà delle ristrutturazioni si riassume in una continua serie di scelte che si incentrano su un'opzione binaria: sostenere il processo, anche aumentando la "posta",

⁽⁸⁴⁾ Ma v. anche Cass., 18 maggio 2006, n. 23730, nella cui motivazione la S.C. non sembrerebbe voler rinunciare all'applicazione dell'art. 223² l.f., qualora il LBO sia configurabile come operazione "dolosa".

oppure uscire dal gioco; il tutto nel contesto di una situazione caratterizzata comunque da forti asimmetrie informative: al riguardo la banca è certo meglio posizionata rispetto a tutti gli altri creditori, dal punto di vista informativo e valutativo; tuttavia il debitore in crisi nasconde sempre informazioni importanti, anche ai suoi consulenti e persino a sé stesso; è pertanto impensabile che il finanziatore disponga davvero di tutti i dati necessari per orientare consapevolmente quella scelta.

Oltre alle ovvie conseguenze che la scelta comporta per il proprio patrimonio, la banca è generalmente in grado di percepire il rischio che ciò può comportare anche per le sfere giuridiche aliene: quella del debitore, *in primis*, ma anche degli altri creditori.

I funzionari della banca sanno insomma che potrebbero essere chiamati a rispondere degli effetti di queste scelte non soltanto dal punto di vista “manageriale”, ma anche a seguito delle eventuali responsabilità in cui l’ente possa incorrere verso terzi.

L’interruzione “brutale” del credito, anche nel corso di una ristrutturazione in corso, può essere fonte di responsabilità contrattuale, non solo nei confronti del debitore⁽⁸⁵⁾, ma anche degli altri creditori, insieme con i quali la banca abbia stipulato un *pactum de non petendo* (o, se si preferisce, di “*standstill*”); nella variante più comune infatti il *pactum de non petendo*, quando non costituisce una mera manifestazione di tolleranza revocabile, non riscadenza davvero il credito⁽⁸⁶⁾, modificando il termine di esigibilità dell’obbligazione, ma si limita a costituire la fonte di un impegno del creditore a non azionare la pretesa prima della scadenza del termine⁽⁸⁷⁾.

Il finanziatore che violi il patto, agendo in giudizio, può pertanto rispondere sul piano contrattuale, ed essere chiamato a risarcire il danno causato, soprattutto se il piano di ristrutturazione cui accedeva il patto era razionale e fattibile, oppure nel caso in cui il piano non esisteva ancora nei suoi esatti e definiti termini, ma tuttavia ne erano già percepibili i tratti fisionomici essenziali.

Danno che ovviamente assume contorni diversi a seconda del titolare della pretesa: se il debitore può reclamare le conseguenze lesive dell’impossibilità di portare a termine la ristrutturazione, e così anche il mancato profitto relativo alle previsioni circa i risultati dell’impresa ristrutturata, i creditori partecipanti all’accordo (o, in ipotesi, i creditori terzi, per titolo extracontrattuale, anche per aver confidato nella riuscita del *workout*) potranno invece domandare il ristoro della perdita subita sul proprio credito, eccedente la eventuale falcidia programmata nell’alveo dell’accordo.

Questione ancora differente, e che non può tuttavia esser qui approfondita, è quella dell’eventuale responsabilità della banca che si astenga dall’intraprendere alcuna iniziativa di recupero del proprio credito, pur senza aderire espressamente a

⁽⁸⁵⁾ Il tema dell’esercizio “abusivo” del credito viene in genere studiato con riferimento precipuo al procrastinare la vita dell’impresa decotta, ma anche la condotta omissiva del finanziatore potrebbe essere repressibile e sanzionata con la tecnica della responsabilità civile: cfr. DI MARZIO, *op. cit.*, pp. 152 ss.; VISCUSI, *op. cit.*, pp. 12 ss.

⁽⁸⁶⁾ Anche perché questo comporterebbe una nuova valutazione di meritevolezza del debitore, sicché le procedure interne bancarie si aggraverebbero.

⁽⁸⁷⁾ Cfr. in argomento RUSCELLO, «Pactum de non petendo» e vicenda modificativa del rapporto obbligatorio, in *Riv. dir. civ.*, 1976, II, pp. 198 ss.; SCOGNAMIGLIO, *Considerazioni sul pactum de non petendo alla luce di un rimeditato concetto del «patto» nell’ordinamento attuale*, in *Riv. not.*, 1986, I, pp. 587 ss.; PERRONE, *Insolvenza, pactum de non petendo e creditori pretermessi*, in *Fallimento*, 1992, pp. 661 ss.

convenzioni interbancarie od a pattuizioni di *standstill* col debitore; dal punto di vista economico anche l'astensione dall'esigere il rimborso corrisponde ad una condotta di "finanziamento"; la disciplina di vigilanza poi impone di prendere atto e di segnalare la "sofferenza" (o l'incaglio), a prescindere dalla eventuale disponibilità di garanzie da parte della banca, e di procedere in modo sollecito alla riscossione.

Ciò sembra avvenire tuttavia non nell'interesse generale dei terzi e dei creditori del cliente, bensì della stessa banca e del sistema bancario, che così è "allertato" circa la crisi del cliente, e può azionare gli opportuni strumenti (soprattutto per quelle banche che non dispongano di idonee garanzie)⁽⁸⁸⁾.

Esclusa pertanto la possibilità che la fonte della responsabilità possa essere rinvenuta direttamente nelle Istruzioni di Vigilanza, anche per tali evenienze non resta che il generale dovere di *noeminem laedere* (art. 2043 c.c.), che però nei casi di mera tolleranza può assumere una portata diversa rispetto ai casi di ingerenza attiva della banca nella ristrutturazione del passivo; l'indagine dovrà pertanto assumere caratteri casuistici, e valutare in concreto l'entità del credito, la gravità della crisi (e la disponibilità di informazioni in capo alla banca), e la protrazione nel tempo della "tolleranza"⁽⁸⁹⁾.

Tanto l'agire, quanto in non agire, possono quindi comportare dei rischi per la banca; in questo studio vengono di seguito esaminati i profili relativi non alla responsabilità extracontrattuale della banca verso i terzi o verso il debitore, quanto quelli relativi alla violazione delle norme che imputano una responsabilità per rischio di impresa, nonché alle questioni coinvolgenti la responsabilità contrattuale della banca rispetto agli altri membri dell'accordo di ristrutturazione.

11. *Il possibile coinvolgimento nelle responsabilità di impresa.* - Il primo profilo di rischio che interessa la banca quando si impegni nella ristrutturazione di un'impresa in crisi concerne la possibilità che la stessa sia chiamata a rispondere delle conseguenze delle scelte adottate nella gestione della società debitrice, come amministratore di fatto della stessa⁽⁹⁰⁾.

Il recente *revirement* della S.C. sul punto⁽⁹¹⁾, e la manifestazione della decisa propensione ad affermare la consequenzialità, all'esercizio di fatto di poteri gestori,

⁽⁸⁸⁾ Lo stesso sembra potersi per quelle disposizioni di vigilanza che pure inducano le banche ad organizzarsi al fine di evitare di commettere illeciti, che possono creare danni a terzi, in specie clienti; così in particolare per la c.d. *compliance* (funzione di conformità), introdotta con Circolare della Banca d'Italia del 10 luglio 2007; certo le disposizioni sono volte a prevenire le violazioni di "norme, di standard operativi, di principi deontologici ed etici", ma in tal modo non si sono voluti tutelare i terzi contro il rischio di subire danni a causa della violazione delle regole tecniche bancarie, ma piuttosto la banca (ed i suoi creditori) contro il rischio di incorrere in sanzioni e/o danni reputazionali; in breve, non si è così data rilevanza esterna alle Istruzioni di Vigilanza, anche in materia di erogazione del credito.

⁽⁸⁹⁾ Sembra escludere ogni profilo di responsabilità, invece, addirittura per i casi di concessione formale di una dilazione, salvi i casi in cui questa serva ad acquisire un vantaggio preferenziale, VISCUSI, *op. cit.*, pp. 100 e 128; su un piano simile, valorizzando però il dolo anche solo "eventuale" della banca, DI MARZIO, *op. cit.*, p. 174.

⁽⁹⁰⁾ La tradizionale preclusione all'assunzione della carica di amministratore per le persone giuridiche, peraltro ancora suscettibile di evoluzioni sistematiche, sembrerebbe infatti venir meno quanto alla variante "fattuale" della fattispecie.

⁽⁹¹⁾ V. Cass., 6 marzo 1999, n. 1925, e Cass., 14 settembre 1999, n. 9795, in *Giur. comm.*, 2000, II, p. 167 (con nota di ABRIANI, *Dalle nebbie della finzione al nitore della realtà: una svolta nella giurisprudenza civile in materia di amministratore di fatto*); Cass., 27 febbraio 2002, n. 2906, in *Giur. It.*, 2002, p. 1424; di recente, nel senso dell'applicabilità alla figura dell'art. 2941, n. 7, c.c., Cass., 12 marzo 2008, n. 6719 (in corso di pubblicazione su *Giur.*

del relativo apparato di responsabilità tipica, genera indubbiamente il sospetto ⁽⁹²⁾ che il finanziatore, quando non si limita ad erogare un pur fondamentale sostegno finanziario ed a monitorare l'andamento dell'impresa del debitore (cioè l'oggetto della propria garanzia), ma si ingerisce nel merito delle scelte aziendali, al fine di suggerire o comunque di supportare l'adozione di correttivi nella formula imprenditoriale, finalizzati a superare la crisi, possa invadere quel dominio ⁽⁹³⁾.

In tal caso, è inutile precisarlo, a prescindere dalla possibilità sinora inesplorata per i terzi di azionare l'art. 2395 cc., cadrebbe ogni preclusione all'attivazione da parte del curatore fallimentare della relativa responsabilità, in forza degli artt. 2394bis- 146 l.f. (e col solo lato "oscuro" del regime giuridico della s.r.l., quanto all'azione dei creditori).

In realtà, pur l'ovvia esigenza di valutare caso per caso, e con i necessari distinguo, non sembra agevole qualificare la condotta della banca nell'ambito di un piano di ristrutturazione come idonea a farla qualificare come amministratore di fatto della società in crisi.

L'amministratore di fatto, infatti, per essere tale, deve ingerirsi non relativamente a singoli atti, "*occasionalmente ed eterogenei*", bensì in modo "*sistematico*" ⁽⁹⁴⁾ nell'attività di impresa.

Il presupposto per l'attivazione della disciplina della responsabilità è infatti l'esercizio di poteri gestori qualitativamente paragonabili a quelli dell'amministratore regolarmente nominato.

Ciò presuppone, benché la giurisprudenza non si sia ancora dedicata in modo analitico a riempire di contenuto tale nozione, l'esercizio di più di una funzione gestoria (per tali intendendosi, in sintesi, quella amministrativa, contabile, finanziaria, commerciale, etc.), e soprattutto la dimostrazione della capacità di poter influire, se non determinare, la funzione di indirizzo strategico ⁽⁹⁵⁾.

E' perlomeno dubbio che l'attività generalmente svolta dalle banche durante i *workouts* possa venire ad integrare tali presupposti.

comm. con nota di RICCIARDIELLO); nella giurisprudenza di merito cfr. App. Milano, 26 settembre 2000, in *Giur. comm.*, 2001, II, p. 562; Trib. Torino, 6 maggio 2005, in *Giur. it.*, 2005, I, 2, p. 1858.

⁽⁹²⁾ Cfr. in tal senso di recente VICARI, *op. cit.*, pp. 506 s.

⁽⁹³⁾ Il problema non riguarda quelle situazioni in cui la banca esprima direttamente (in forza di pattuizioni parasociali od altro) uno o più membri del *board*, posto che in tal caso al limite (almeno quando gli eletti siano funzionari della stessa, non rispetto a professionisti e consulenti), si potrà discutere della possibilità che la banca risponda *ex art.* 2049 c.c. dei fatti illeciti di questi ultimi (per un cenno v. VISCUSI, *op. cit.*, p. 218). Di certo però il fatto che la banca esprima alcuni membri del c.d.a. non è privo di significato, e può convergere con altri elementi obiettivi nel far ritenere ora che il finanziatore abbia compiuto vere e proprie scelte gestorie, ora che sussistano i presupposti per l'applicazione degli artt. 2497 ss. (il tema è infatti contiguo a quello degli *interlocking directorates*).

⁽⁹⁴⁾ Ciò che non sembra necessitare di essere continuativo o particolarmente prolungato nel tempo né, parrebbe, deve essere percepito esclusivamente in chiave diacronica (si pensi alle acquisizioni in tema di concorrenza sleale parassitaria "sincronica": v. Cass., 10 novembre 1994, n. 9387); d'altro canto anche la nozione di impresa è qualificata in termini più complessi della mera attività, richiedendo l'attributo della professionalità, che non presuppone però un esplicarsi ininterrotto, né particolarmente protratto nel tempo. E v. anche la definizione, pur se dettata a fini penalistici, contenuta nell'art. 2639 c.c., che però non sembra coincidere del tutto con il concetto privatistico.

⁽⁹⁵⁾ Ciò al fine di distinguere le funzioni esercitate dall'amministratore di fatto da quelle meramente direzionali insite ad es. nella qualifica di direttore generale; l'azione contro quest'ultimo, d'altro canto, spetterebbe comunque al curatore fallimentare sulla base delle stesse norme che regolano la responsabilità degli amministratori (artt. 2396 c.c.- 146 l.f.). Proprio sulla figura del direttore generale, com'è noto, si appuntava la riflessione in materia di amministratore di fatto di BORGIOI, *Amministratori di fatto e direttori generali*, in *Giur. comm.*, 1975, I, p. 593.

Ciò sicuramente non avviene qualora le banche si limitino a concedere dilazioni, oppure a “consolidare” i propri crediti, se del caso modificandone le condizioni, anche se sulla base dell’esame del piano di ristrutturazione redatto dall’*advisor* del debitore.

Ma, pur con le dovute cautele, non sembrerebbe agevole svolgere tale argomentazione neppure là dove le banche costituiscano un “comitato misto” con i professionisti od i *managers* dell’impresa debitrice, investito di particolari compiti⁽⁹⁶⁾.

Tali compiti infatti sono di solito costituiti dal monitoraggio dell’impresa del debitore, al fine di verificare se gli obiettivi del piano (ed i parametri economico/finanziari, nonché gli impegni assunti con i *covenants* inseriti nelle convenzioni finanziarie stipulate col debitore) siano progressivamente raggiunti e rispettati, anche al fine di proporre eventualmente delle “correzioni di rotta”.

In tali casi è evidente che il piano di ristrutturazione viene inizialmente condiviso fra banche e debitore, e che proprio sulla base dello stesso le prime hanno deciso di concedere nuova fiducia al cliente; esse sono pertanto interessate a monitorare la situazione, al fine di trarne elementi per confermare quella fiducia, oppure revocarla.

È chiaro che nel corso dell’attuazione di tale “procedura” le banche si troveranno a disporre di flussi informativi direttamente attinti dai sistemi di *reporting* aziendale, e disporranno di dati messi a disposizione, sulla base di precisi impegni assunti in sede convenzionale, dallo stesso personale dell’impresa debitrice. Non di rado i componenti del “comitato”, oppure specifici soggetti facenti parte dello stesso, investiti di compiti di “segreteria”, sollecitano direttamente i funzionari della società in crisi al fine di ottenere dati specifici, oppure chiarimenti su quelli già disponibili, quando non anche di far redigere appositamente ed elaborare informazioni rilevabili dai sistemi informativi aziendali.

Ciò però non sembra poter trasformare il ruolo delle banche da quello che è loro proprio in quello di amministratori di fatto della società debitrice, posto che le stesse non acquisiscono realmente *poteri* sulla gestione dell’impresa⁽⁹⁷⁾, al di là di quelli meramente strumentali al reperimento dei dati necessari; ed anche in tale ultima ipotesi in realtà il personale della società in crisi non è tenuto a collaborare con il “Comitato”, ma lo fa soltanto perché così ha disposto l’“imprenditore”⁽⁹⁸⁾.

Può accadere tuttavia che il “Comitato” riceva convenzionalmente anche il potere di autorizzare alcuni atti di gestione di rilievo strategico.

In tal caso l’imprenditore è tenuto a sottoporre al comitato la proposta di atto gestorio, e *non può* procedere a metterlo in atto in difetto di autorizzazione. Anche in tal caso in realtà l’imprenditore è *libero* di violare i patti, e di decidere in ordine alla

⁽⁹⁶⁾ Si v. ad es. il Comitato ristretto di cui al già citato *Codice di comportamento* interbancario promosso dall’ABI.

⁽⁹⁷⁾ Non a caso, del resto, le Istruzioni di Vigilanza, a proposito dell’assunzione da parte della banca del pegno su partecipazioni nell’impresa finanziata (ed al fine di consentire la deroga al limite di “separatezza” nella detenzione di partecipazioni), vietano che essa “*intervenga nella gestione ordinaria della società affidata*”, consentendo di esprimere il voto “*esclusivamente nei momenti rilevanti della vita*” della stessa, e di esprimere solo una misura minoritaria di amministratori, oltre ad un componente il collegio sindacale.

⁽⁹⁸⁾ Il dato non è tuttavia dirimente, posto che nella disciplina italiana nemmeno il membro del c.d.a. non delegato ha, in quanto tale, il diritto di ottenere direttamente dai dipendenti della società informazioni.

sua impresa come crede, esponendosi al rischio di essere responsabile verso le banche, e di provocare la reazione di queste ultime sul piano dell'autotutela contrattuale.

Non può escludersi però che in casi limite, quando il potere di veto delle banche venga ad incidere capillarmente ed in modo minuzioso (sino ad estendersi quasi al *day to day management*) sulla maggior parte delle funzioni aziendali, di fatto potendone paralizzare l'esplicarsi, si pongano in essere le condizioni di base affinché il ruolo le banche si trasformi.

Se ad es. i membri del comitato vengono di fatto, sulla base del rapporto di forza instaurato con il *management* dell'impresa, ad espropriare gli amministratori delle proprie funzioni, la qualificazione delle banche come amministratori di fatto non può escludersi. Soprattutto quando il "Comitato" adotti anche con costanza ed unilateralmente modifiche del "piano", e disponga in via diretta ed immediata delle varie funzioni aziendali per indirizzarne l'azione, sostituendosi al soggetto economico dell'impresa.

Nella stragrande maggioranza dei casi tuttavia l'esperienza insegna che lo stesso scopo delle banche è ben diverso da quello di espropriare gli amministratori delle proprie competenze; se i finanziatori dispongono di un tal potere, potrebbero esercitarlo (e normalmente lo esercitano, dimenticando i rischi che ciò può comportare ed il conseguente effetto di *early warning*) al fine di imporre alla proprietà di designare nuovi amministratori di propria fiducia.

La pratica quotidiana invece documenta l'instaurazione di un rapporto dialettico e spesso conflittuale con il "soggetto economico", che continua a governare l'impresa, fornendo informazioni col contagocce e/o non aggiornate e/o non attendibili; nascondendo il verificarsi di fatti rilevanti che possono denunciare il fallimento degli obiettivi del piano; proponendo ed anzi "imponendo" (giocando proprio sul "dilemma" del finanziatore, se reinvestire od uscire) continue modifiche del piano, e differimenti temporali di quegli obiettivi.

Anche quando i membri del comitato possono indirizzarsi direttamente agli amministratori e fornire agli stessi raccomandazioni o direttive, il potere gestorio resta saldamente in mano agli amministratori della società debitrice.

Le direttive del comitato di certo sono fornite di una capacità persuasiva rilevante, in quanto provengono da soggetti la cui persistente fiducia è essenziale per la sopravvivenza dell'impresa; ma non diversamente da quel che capita in una struttura di gruppo rispetto alle "direttive" della società capogruppo, la quale non assume direttamente, se non in casi limite, la veste di amministratore di fatto delle controllate, rispondendo piuttosto in sede civile del proprio comportamento abusivo (artt. 2497 ss. c.c.), cioè attraverso una tecnica normativa diversa da quella ex artt. 2392 ss. c.c.

L'ultima riflessione apre il diverso scenario della potenziale responsabilità della banca per "abuso" di direzione e coordinamento ⁽⁹⁹⁾.

⁽⁹⁹⁾ E cfr. per un cenno in tal senso anche VISCUSI, *op. cit.*, p. 104 nota 11; VICARI, *op. cit.*, pp. 507 ss.

L'attività di direzione e coordinamento implica infatti sì l'accentramento delle funzioni di indirizzo strategico, ma non necessariamente di tutte o di quasi tutte, bensì al limite anche soltanto di talune, purché idonee ad influire in misura determinante sulla vita della società.

Se è indubbiamente difficile ricostruire cosa debba intendersi concretamente per "esercizio" di tale direzione, sembra certo tuttavia che ciò si possa considerare integrato anche ad un livello più basso e meno qualificato di quanto si intende per "amministrazione di fatto" ⁽¹⁰⁰⁾.

Se in tale ultimo caso infatti si richiede infatti la presenza dell'attributo della *sistematicità*, tale per cui il compimento di uno o più atti isolati, benché al limite inseriti in una sequenza complessa, potrebbe non essere sufficiente, al contrario per integrare la responsabilità di cui agli artt. 2497 ss. c.c. pare bastare l'accentramento di una sola funzione gestoria (ad es. quella finanziaria), ed anche se la stessa in realtà si limiti ad un'organizzazione di comportamenti delimitata oggettivamente nel tempo.

Il sistema della responsabilità per esercizio di competenze gestorie dopo la Riforma del 2003, insomma, sembra tale per cui se in taluni casi anche un solo atto può fondare l'imputazione (art. 2476, comma 7°, 2497, comma 2°), in altri occorre almeno un'attività, anche non ulteriormente qualificata (artt. 2497, comma 1°, c.c.).

In breve, la responsabilità *ex art. 2497 c.c.* costituisce oggi un criterio di imputazione contrattuale, fondato sul dato fattuale dell'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento, ossia sull'esercizio di funzioni gestorie, ove tuttavia la fattispecie è semplificata rispetto a quella ordinaria *ex artt. 2392 ss. c.c.* ⁽¹⁰¹⁾, ed al contempo le conseguenze sono attenuate dall'accoglimento espresso della teoria dei vantaggi compensativi, almeno nella versione accolta dalla Riforma.

E non v'è dubbio che l'attuazione di un piano di ristrutturazione che appaia irrazionale, e che non possa produrre come suo effetto il superamento della crisi, sarebbe in contrasto con i principi di "*corretta gestione imprenditoriale*" di cui discorre l'art. 2497 c.c.

Il problema è allora semmai quello di vedere se la relazione giuridica intercorrente fra la banca (o le banche del pool) ed il debitore possa integrare il presupposto degli artt. 2497 ss. c.c.

L'interrogativo può assumere consistenza soprattutto nei casi in cui la banca ⁽¹⁰²⁾ detenga o venga a detenere, per effetto della ristrutturazione (anche se del caso nella

⁽¹⁰⁰⁾ Il profilo non è molto indagato dalla letteratura: cfr. comunque ABRIANI, *Gli amministratori di fatto delle società di capitali*, Milano, 1998, pp. 224 ss.; GUERRERA, *Gestione "di fatto" e funzione amministrativa nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, pp. 131 ss.

⁽¹⁰¹⁾ Oltre a questo, viene reso testuale nell'art. 2497, con i commi successivi al primo, che la natura di "ente" del soggetto che esercita la direzione non è limite all'imputazione, anche se il dato non doveva ritenersi preclusivo della responsabilità *ex artt. 2392 ss.*, ove la natura di persona fisica dell'amministratore è legata, e diremmo in termini non ontologici, alla sua qualifica di diritto, e non già di fatto.

⁽¹⁰²⁾ Nel caso in cui la banche interessate da una convenzione interbancaria di "salvataggio" detengano complessivamente una aliquota significativa del capitale della società affidata, potrebbe porsi il quesito dell'inerenza alla situazione di una fattispecie di controllo "congiunto"; il problema teorico generale non può qui essere approfondito, ma sembra che ove l'agire delle banche azioniste sia rigorosamente coordinato da una convenzione interbancaria (che assume nel contesto anche il significato di pattuizione parasociale), non possa negarsi l'esistenza della situazione presupposta dall'art. 2497 c.c., che focalizza in sostanza il potere "di fatto" (e non necessariamente formalizzato) sull'impresa.

prospettiva di una futura rivendita delle azioni, al termine del processo, a soggetto industriale idoneo), partecipazioni significative nella società affidata, in ipotesi anche qualora essa di trovi a disporre, a titolo di pegno, delle stesse ⁽¹⁰³⁾.

La responsabilità in questione, che interessa non soltanto gli enti che dirigano, ma anche coloro che abbiano comunque preso parte al fatto lesivo, e chi ne abbia consapevolmente tratto vantaggio, pur nei limiti del beneficio ricavato (art. 2497, comma 2^o), vede come soggetti lesi i soci ed i creditori delle società danneggiate ⁽¹⁰⁴⁾. Dettaglio ancor più rilevante, la legittimazione ad esercitare l'azione spetta, in caso di fallimento o di apertura di procedura concorsuale, al curatore fallimentare (art. 2497, ult. cpv.)⁽¹⁰⁵⁾.

L'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento è presunto in caso di obbligo dell'ente di consolidare il bilancio della società assoggettata, oppure quando il primo controlla la seconda, ai sensi dell'art. 2359 (art. 2497*sexies*).

In relazione alla prima ipotesi, la banca non sembra attualmente tenuta a consolidare i bilanci delle imprese affidate ai sensi degli artt. 25 ss. del d. lgs. n. 127/1991, stante la eterogeneità fra le rispettive attività, che falserebbe il risultato ⁽¹⁰⁶⁾.

Quanto invece al controllo, esso può sussistere in tutte le forme di cui all'art. 2359 c.c., ivi compreso quello contrattuale, di cui al n. 3 ⁽¹⁰⁷⁾, che invece è bandito ad es. dai presupposti circa l'obbligo di consolidamento.

E' da sottolineare come, in caso di controllo "interno", la presenza di direzione e coordinamento si presuma, in forza dello stesso art. 2497*sexies*; appare peraltro possibile la prova contraria, tesa a dimostrare che il controllante, in realtà, non svolge alcuna attività di direzione sull'impresa delle controllate.

⁽¹⁰³⁾ In tali evenienze, non è insolito che la aliquota detenuta dalle banche sia molto elevata, sino ad arrivare in molte ipotesi addirittura al 100%. Va enfatizzata l'eventuale applicabilità alla convenzione pignorizia della disciplina sui contratti di garanzia finanziaria, che prevede la possibilità per il creditore, in caso di *default*, di appropriarsi direttamente delle attività finanziarie oggetto di garanzia (art. 4 d. lgs. n. 170/2004); ciò rafforzerebbe infatti il "potere" della banca creditrice, la quale potrebbe "minacciare" il debitore di espropriarlo della gestione dell'impresa; sul tema cfr. di recente GUCCIONE, *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2008, *passim*.

⁽¹⁰⁴⁾ Le banche potrebbero essere interessate da tale responsabilità, in tutti i casi in cui si impegnino nei confronti di un'impresa in crisi, sotto tre aspetti: esse potrebbero infatti rispondere ai sensi del primo comma, quando dirigano la ristrutturazione (banche "coordinatrici"), quando consapevolmente partecipino ad operazioni di finanziamento coordinate da altri istituti (banche "fiancheggiatrici"), oppure al limite quando, sempre consapevolmente, conseguano per effetto della ristrutturazione vantaggi creditizi (banche "parassiti"), negli ultimi due casi ai sensi del secondo comma dell'art. 2497; questa tripartizione è utilizzata ad es. da BONFATTI, *La responsabilità civile della banca locale nell'erogazione del credito alle imprese di rete*, in *La crisi dell'impresa nelle reti e nei gruppi*, a cura di Cafaggi e Galletti, Padova, 2005, pp. 137 ss.; IDEM, *La promozione e la tutela delle procedure di composizione negoziale delle crisi d'impresa nella riforma della legge fallimentare*, 2005, in www.judicium.it.

⁽¹⁰⁵⁾ Tuttavia l'art. 2497 non sembra apparentemente menzionare alcuna responsabilità della capogruppo nei confronti della società controllata; è assai difficile però ritenere che a tale risultato ricostruttivo non si possa e non si debba pervenire in via interpretativa: cfr. ad es. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, pp. 142 ss., il quale ricostruisce altresì una responsabilità contrattuale e diretta nei confronti anche dei terzi (ivi, pp. 250 ss.) della stessa per violazione di un obbligo legale di correttezza (così anche, nei rapporti interni, STELLA RICHTER JR., *"Trasferimento del controllo" e rapporti tra i soci*, Milano, 1996, *passim*) che avrebbe la funzione di "controbilanciare, anche verso l'esterno, la posizione di dominio".

⁽¹⁰⁶⁾ Anche se il tema non può qui essere approfondito, non è detto invece che ad analoga conclusione si debba pervenire quanto alla redazione del bilancio della banca secondo gli IAS: infatti lo IAS n. 27 non esclude l'obbligo di consolidamento nei casi di attività dissimile. Nell'interpretazione del suddetto principio sembrerebbe ritenersi (v. SIC 33) che anche i voti potenzialmente esercitabili, come quelli posseduti in forza di garanzia, siano rilevanti.

⁽¹⁰⁷⁾ Conf. NIUTTA, *Sulla presunzione di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento di cui agli artt. 2497*sexies* e 2497*septies* c.c.: brevi considerazioni di sistema*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 985.

Nei fatti, tuttavia, l'integrazione dei presupposti della presunzione è assai rilevante, dato che la prova contraria può risultare molto difficile per la banca, ed in alcuni casi addirittura diabolica.

Non è da escludersi tuttavia che l'esistenza di un gruppo, e quindi di un'attività di direzione e coordinamento, possa essere ricavato anche *aliunde*, come si ricava dalla stessa esistenza dell'art. 2497*septies* (c.d. accordo di coordinamento), e dalla formulazione delle norme, che si limitano ad elencare talune fattispecie di direzione, in modo non esclusivo⁽¹⁰⁸⁾.

Pur nella assenza di riferimenti giurisprudenziali, non può essere dimenticato che la letteratura quasi unanime ha ritenuto che il creditore titolare del pegno (e del diritto di voto) sull'aliquota maggioritaria del capitale sociale della società controlli, *ex art.* 2359, n. 1, la stessa⁽¹⁰⁹⁾.

Tali opinioni sembrano muovere però dal presupposto dell'attribuzione illimitata del diritto di voto.

Una recente dottrina ha peraltro posto in discussione tale asserto, rilevando come difetterebbe, nella maggior parte dei casi, il requisito (implicito) della sufficiente "stabilità" del potere di influire sulla società controllata⁽¹¹⁰⁾: il potere del creditore sulla società infatti potrebbe venir meno per effetto della mera decisione del socio debitore di adempiere all'obbligazione garantita.

Nelle convenzioni bancarie il diritto di voto è generalmente limitato dalla disciplina di vigilanza a materie specifiche (approvazione del bilancio, delibera dell'azione di responsabilità, modifiche dell'atto costitutivo), e non è pertanto illimitato.

Tuttavia la possibilità che la situazione in oggetto sia riconosciuta come di controllo, con l'onere per la banca di fornire la difficile prova contraria *ex art.* 2497*sexies*, non è affatto da sottovalutare.

Il controllo è tale per il fatto che l'azionista (o comunque il titolare del potere di voto) è in grado di esercitare una notevole capacità di persuasione sugli amministratori della società⁽¹¹¹⁾, dato che in assemblea ne approva l'operato, approvandone il naturale "rendiconto" (cioè il bilancio), e può provocarne la rimozione od il mancato rinnovo.

E' pacifico invece che non sia necessaria alcuna influenza sul c.d. *day to day management*⁽¹¹²⁾.

Le materie contemplate per l'esercizio del voto nelle più diffuse convenzioni pignoratizie bancarie (approvazione del bilancio di esercizio, azione di responsabilità, materie di competenza dell'assemblea straordinaria) non sembrano tali da escludere

⁽¹⁰⁸⁾ Conf. DAL SOGLIO, *Commento agli artt. 2497sexies e septies*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, pp. 2423 ss.; nel senso per cui una responsabilità per esercizio di funzioni gestorie "di fatto" sarebbe riscontrabile in tutte le situazioni di alienazione di un potere d'influenza "interno", ivi comprese quelle caratteristiche delle convenzioni di salvataggio, v. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa"*, cit., p. 370.

⁽¹⁰⁹⁾ Cfr. NOTARI, *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, p. 332; CARIELLO, *Controllo congiunto e accordi parasociali*, Milano, 1997, p. 184; PAVONE LA ROSA, *Le società controllate – I gruppi*, in Trattato Colombo- Portale, Torino, 1991, p. 585; OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, in Trattato Colombo- Portale, Torino, 1994, p. 683.

⁽¹¹⁰⁾ POLI, *Commento all'art. 2352*, in *Il nuovo diritto societario*, cit., pp. 258 ss.; e già in *Il pegno di azioni*, Milano, 2000, pp. 470 ss.

⁽¹¹¹⁾ Cfr. SCHLESINGER, *I poteri extrassembleari dell'azionista di controllo*, in Studi Cottino, Padova, 1997, pp. 991 ss.

⁽¹¹²⁾ Cfr. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 81.

con certezza la possibilità di influire in modo equivalente sull'operato degli amministratori. Il creditore pignoratizio infatti può provocarne la rimozione deliberando l'azione di responsabilità, ciò che determina, con sicurezza per lo meno nelle s.p.a., altresì la revoca (art. 2393, comma 4°). La situazione non è di certo del tutto omogenea a quella del socio titolare dell'intero diritto di voto, dato che questo può limitarsi a non confermare l'amministratore alla prima scadenza dell'incarico, senza necessità di procedere ad una revoca che, se ingiustificata, abilita il revocato a domandare il risarcimento dei danni (art. 2383, comma 3°).

Anche in relazione alla "stabilità" del controllo, a prescindere dal fatto che il presupposto può essere integrato anche da un potere esercitato per un periodo di tempo anche breve⁽¹¹³⁾, non sembra che le situazioni concrete in cui si esplica il finanziamento bancario alle imprese possano sempre rivelarsi carenti di tale requisito. Le convenzioni creditizie infatti sono spesso di non breve durata, anche al fine di permettere di portare a termine la ristrutturazione, e l'estinzione anticipata del debito è frequentemente assoggettata al versamento di una commissione anche nei comuni finanziamenti bancari, evidentemente al fine di remunerare il lucro cessante per la banca per la mancata corresponsione di tutto l'interesse preventivato.

Inoltre, proprio nei casi in cui sussistano difficoltà finanziarie da parte del finanziato, la possibilità per quest'ultimo di porre fine *ad nutum* al rapporto è meramente astratta.

Nei casi in parte differenti in cui la banca abbia soltanto finanziato la società, senza acquisire partecipazioni neppure in pegno, oppure abbia finanziato una *holding*, ricevendo in pegno soltanto le azioni e/o quote delle partecipate, facenti parte del gruppo, evidentemente non sussiste alcuna possibilità di predicare un controllo di diritto o "interno" (art. 2359, nn. 1 o 2).

L'unica possibilità potrebbe vertere allora sul controllo "contrattuale" (art. 2359 n. 3). In dottrina non viene escluso che una convenzione di natura creditizia, intercorrente fra una banca ed un'impresa affidata, specialmente se "in crisi", possa dar luogo a quella particolare ipotesi di dipendenza economica che giustifica il controllo contrattuale⁽¹¹⁴⁾.

Non mancano orientamenti volti a sottolineare come la sola influenza sulla politica finanziaria non possa essere ritenuta sufficiente a determinare il controllo, e come l'interesse del creditore di recuperare il proprio credito si differenzi da quello di colui che "controlla"⁽¹¹⁵⁾.

⁽¹¹³⁾ Cfr. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, cit., pp. 67 s. D'altro canto, stabilità non può significare neanche impossibilità di qualsiasi sovvertimento: LAMANDINI, *Il controllo*, Milano, 1994, pp. 216.

⁽¹¹⁴⁾ Cfr. RIMINI, *op. cit.*, pp. 56 ss.; NIUTTA, *op. cit.*, p. 1000.

⁽¹¹⁵⁾ V. MUSSO, *Licenze di proprietà industriale e clausole di dominazione: alcuni recenti sviluppi sul controllo "contrattuale"*, in *Contr. impr.*, 1999, pp. 357 ss.; un orientamento simile, anche se il sospetto controllante non aveva natura bancaria, sembra espresso da App. Milano, 5 giugno 1998; *contra* RIMINI, *op. cit.*, p. 57. Non sembrerebbe fruibile come argomento l'art. 106 t.u. fin., che esenta dall'obbligo di lanciare l'Opa le operazioni che abbiano come oggetto il salvataggio della società in crisi; tale norma, nella regolamentazione secondaria, è limitata all'acquisto mediante aumento di capitale, ed in ogni caso le differenze funzionali fra i due apparati disciplinari sembrano ostare all'integrazione analogica: il legislatore ha forse voluto esentare le cennate fattispecie di acquisto del controllo dall'obbligo di dividerne il vantaggio con gli altri soci, al fine di incentivare la ristrutturazione; ma ciò non può e non deve implicare necessariamente che siano altresì disattivate le responsabilità (soprattutto quelle verso i terzi)

Ma già si è visto che l'attività di direzione e coordinamento, se implica l'accentramento delle funzioni di indirizzo strategico, non necessariamente lo presuppone per tutte, ma anche soltanto di talune, purché idonee ad influire in misura determinante sulla vita della società.

Nel caso di specie, la struttura dei *covenants* usualmente accessori alle convenzioni creditizie, se articolata e dettagliata, potrebbe esser di per sé tale da vincolare la politica finanziaria della società affidata sino al punto di rinvenire, per ciò soltanto, una situazione di dominazione.

E dunque, solo una valutazione in concreto della situazione, che metta in evidenza l'entità dell'esposizione verso la banca, le modalità di restituzione del debito, la gravità della crisi, oltre all'eventuale presenza di un pegno con diritto di voto su una parte rilevante delle partecipazioni detenute (anche solo nelle controllate), potrebbe condurre alla ricognizione giurisprudenziale di un gruppo di società, coordinato dalla banca, con le conseguenze di cui agli artt. 2497 ss. c.c.

A prescindere dalla qualificazione degli strumenti giuridici utilizzati, infatti, la possibilità per la banca di sostituirsi alla *holding* (tantopiù se "pura", ossia di mera partecipazione) nel diramare direttive alle controllate, può giustificare nel caso concreto l'applicazione della relativa disciplina, la quale non è esclusivamente rimessa, come si è visto, al rinvenimento di presupposti formali tipici (argg. ex artt. 2497sexies s.)

Le conseguenze della ricognizione di una situazione di direzione e coordinamento in capo alla banca sarebbero assai rilevanti, anche al di là delle scaturigini risarcitorie.

La dottrina e la giurisprudenza anteriori alla riforma del 2003 erano approdate, sia pur non senza far registrare dissensi, ad una concezione dell'abuso della direzione e coordinamento come fattispecie di responsabilità contrattuale, siccome violazione di un obbligo discendente da un fatto reputato idoneo dalla legge a produrre l'obbligazione conseguente (art. 1173 c.c.)⁽¹¹⁶⁾, oppure, nelle teorizzazioni più raffinate, su di un "contatto sociale" (*rectius* rapporto contrattuale di fatto) fra capogruppo e controllate⁽¹¹⁷⁾.

In tale ottica, anche l'omissione da parte della capogruppo circa l'esercizio delle proprie prerogative di direttrice- coordinatrice configura responsabilità, appunto contrattuale (art. 1218 c.c.), e fonda l'obbligo risarcitorio⁽¹¹⁸⁾.

Quando il coordinamento sia posto in essere, infatti, può darsi che sorga l'obbligo di proseguirlo.

Anche nella gestione d'affari codicistica⁽¹¹⁹⁾ del resto (tipica figura di quasi-contratto, che fonda anch'essa una responsabilità contrattuale), la prima obbligazione

conseguenti all'abuso di direzione; cfr. comunque in argomento BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi*, Milano, 2007, pp. 422 ss.

⁽¹¹⁶⁾ Cfr. ROVELLI, *La responsabilità della capogruppo*, in *Fallimento*, 2000, pp. 1100 ss.; conf. Trib. Milano, 22 gennaio 2001, in *Fallimento*, 2001, p. 1143; dopo la riforma si sono fatti fautori di questa tesi, pur contrastata dalla Relazione di accompagnamento, fra gli altri, PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della responsabilità dei gruppi di società*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 770; SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 670.

⁽¹¹⁷⁾ V. MIOLA, *Il diritto italiano dei gruppi de iure condendo: i gruppi e i creditori*, in *Giur. comm.*, 1996, I, pp. 418 ss.

⁽¹¹⁸⁾ Cfr. in tal senso l'ottima Trib. Milano, 22 gennaio 2001, cit., che si colloca come la pronunzia meglio argomentata e più citata dell'ordinamento previgente, in materia di gruppi ed abuso della controllante.

che nasce in capo al gestore per il fatto di essersi ingerito in un affare altrui è di continuare a gestirlo (art. 2028 c.c.).

Pertanto la capogruppo, che inizi ad esercitare un'attività di direzione e coordinamento, e poi si arresti, soprattutto senza alcun preavviso, commette un illecito contrattuale, e può essere sanzionata *ex art.* 1218 c.c.

Il principio ricavabile dall'art. 2028 c.c., per cui il gestore non può arrestarsi nella gestione prima che il titolare dell'affare sia in grado di provvedervi autonomamente, impone che la capogruppo metta prima la controllata nelle condizioni di riorganizzarsi, al fine di affrontare il mercato autonomamente.

Dunque la banca, se qualificata come soggetto esercente la direzione, potrebbe rischiare di essere convenuta in giudizio, al limite, anche per non avere erogato (ad es., dopo aver egoisticamente e "razionalmente" adottato la decisione di abbandonare l'investimento) l'assistenza necessaria alla società affidata.

Nella stessa ottica può essere inquadrato il problema dell'omesso esercizio dei poteri sociali di controllo naturalmente inerenti rapporto pignoratorio.

Inoltre la ricognizione dei tratti del gruppo attiverrebbe altresì l'art. 2497 *quinquies*, che richiama l'art. 2467 c.c. ⁽¹²⁰⁾, con possibili gravi ripercussioni sul piano del rischio creditizio della banca ⁽¹²¹⁾.

I finanziamenti della capogruppo (nel frangente, la banca), infatti, diverrebbero così postergati, ed il loro rimborso nell'anno anteriore la dichiarazione di fallimento fonderebbe l'obbligo di restituirli alla curatela, superando anche (nell'interpretazione prevalente) le esenzioni alla revocatoria previste dall'art. 67, lett. d, l.f. ⁽¹²²⁾.

Si potrebbe forse dubitare dell'applicabilità della norma per il fatto che in realtà la relazione creditizia viene instaurata dalla banca contestualmente al sorgere del "potere" che fonderebbe la direzione e coordinamento (potere che, infatti, costituirebbe una forma di garanzia di rimborso). In sintesi, il finanziamento non verrebbe posto in essere da chi detiene *attualmente* il potere di direzione.

Ciononostante non è detto che la giurisprudenza non interpreti la norma in senso "sincronico", tale per cui essa si applichi anche a quei casi in cui il finanziamento costituisca clausola accessoria alla convenzione mediante la quale il finanziatore acquista la direzione e coordinamento ⁽¹²³⁾.

⁽¹¹⁹⁾ Che differisce dalla fattispecie della direzione di gruppo se non altro per il fatto che la controllata non si trova temporaneamente impedita dal gestire i suoi affari; inoltre l'istituto civilistico viene per lo più reputato incompatibile con la gestione di interi patrimoni.

⁽¹²⁰⁾ Un altro tema che non può qui essere approfondito concerne l'eventuale applicabilità dell'art. 2467 c.c., direttamente o per analogia, alla banca che finanzia la società e vi assuma contemporaneamente una partecipazione (al limite solo a titolo di pegno); se infatti la partecipazione è assunta per fini di valorizzazione della società nell'ottica della sua successiva ricollocazione sul mercato (*private equity*), la risposta positiva sembrerebbe necessitata; diversa potrebbe forse essere la risposta quanto alla dazione in pegno, posto che qui è difficile ritenere che possa reputarsi "ragionevole" un conferimento da parte del creditore pignoratorio. Inutile aggiungere che il criterio di imputazione dell'art. 2497 *quinquies* è autonomo e differente, e si fonda piuttosto sull'esercizio del "potere" che configura la direzione e coordinamento; non a caso, infatti, la norma estende l'applicazione dell'art. 2467 c.c. altresì alle s.p.a.

⁽¹²¹⁾ Cfr. sul punto VITTONI, *Questioni in tema di postergazione dei finanziamenti soci*, in *Giur. comm.*, 2006, I, pp. 896 ss.

⁽¹²²⁾ Sul punto si rinvia sinteticamente alle indicazioni bibliografiche contenute in VICARI, *op. cit.*, p. 482 s.

⁽¹²³⁾ Rinvenendo così una contestualità logica, ancor prima che cronologica, fra le due operazioni, così come si fa comunemente per giudicare del carattere gratuito di una garanzia a proposito della revocatoria ordinaria.

Inoltre, ben si potrebbe immaginare che la banca eroghi nuovi finanziamenti alla società affidata nel prosieguo del rapporto, rinegoziando la convenzione originaria; tali attribuzioni ricadrebbero senz'altro nello spettro applicativo dell'art. 2497 *quinquies*.

La Riforma delle s.r.l. ha poi introdotto nell'ordinamento, com'è noto, un nuovo tipo di responsabilità, specifico di tali modelli, che eleva il rischio per la banca che si ingerisca comunque (anche per singoli atti) nelle condotte gestionali della società affidata.

Il socio che abbia "intenzionalmente" deciso od autorizzato un atto dannoso per la società, per i soci od i terzi, è infatti reputato responsabile dei danni cagionati, in solido con gli amministratori (art. 2476, comma 7°).

Ciò può comportare, com'è intuitivo, seri problemi per la banca qualora la stessa detenga una partecipazione, anche minoritaria, in una società debitrice che abbia tale forma.

Essa potrebbe infatti essere chiamata a rispondere delle conseguenze catastrofiche della ristrutturazione, insieme con gli amministratori ⁽¹²⁴⁾, e forse anche a titolo personale, pur in assenza di condotte attive di questi ultimi ⁽¹²⁵⁾, comunque a prescindere da qualsiasi sistematicità o continuità della relativa condotta.

Occorre inoltre verificare se tale norma si possa applicare altresì al creditore pignoratizio.

E' pacifico che il disposto non si applichi ai casi in cui sia lo statuto a rimettere formalmente a tutti i soci, o ad un socio particolare (arg. *ex art.* 2468, comma 4°) poteri gestori; in tali casi infatti, sembra più congrua l'inserzione diretta della disciplina sulla responsabilità degli amministratori.

Ed è altresì quasi unanimemente condivisa la conclusione per cui l'istituto non ha niente da condividere con la figura dell'amministratore di fatto ⁽¹²⁶⁾.

La (scarsa) letteratura che si è interessata della norma ne ha messo in luce i caratteri di criterio attributivo della responsabilità per il compimento di un atto specifico di gestione (*rectius*, di eterogestione)⁽¹²⁷⁾, anche nella forma della rimozione di un ostacolo (c.d. autorizzazione), o della condivisione successiva dell'atto ⁽¹²⁸⁾, in tutti i casi in cui l'amministratore che lo pone materialmente in essere percepisca il socio come colui che è dotato del potere, anche "di fatto", di impedirlo.

L'applicabilità della norma al creditore pignoratizio sembra predicabile e alla luce del probabile accoglimento, da parte della Riforma (art. 2352), della tesi per cui costui "appartiene" all'organizzazione societaria, e non vi rimane estraneo, così come

⁽¹²⁴⁾ Cfr. ABRIANI, *Commento all'art. 2476*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da Benazzo e Patriarca, Torino, 2006, p. 380; BENAZZO, *Competenze di soci e amministratori nelle s.r.l.: dall'assemblea fantasma all'anarchia ?*, in *Società*, 2004, p. 814.

⁽¹²⁵⁾ PASQUARIELLO, *Commento all'art. 2476*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, cit., pp. 1978 s.

⁽¹²⁶⁾ V. ad es. ABRIANI, *op. loc. ultt. citt.*.

⁽¹²⁷⁾ V. LENER- TUCCI, *Decisioni dei soci e responsabilità degli amministratori*, in *An. giur. econ.*, 2003, pp. 277 ss.; RESCIGNO, *Soci e responsabilità nella nuova s.r.l.*, ivi, pp. 297 ss.; AMBROSINI, *Commento all'art. 2476*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, pp. 1603 s.; PASQUARIELLO, *op. loc. citt.*

⁽¹²⁸⁾ Cfr. ROSSI, *Deformalizzazione delle funzioni gestorie e perimetro della responsabilità da gestione nelle s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2004, I, pp. 1066 ss.

invece predicava la tesi “dominicale” ⁽¹²⁹⁾, ed in forza della natura di principio generale rinvenuta nella stessa, tale da spingere taluno addirittura a predicarne l’applicabilità alla s.p.a. ⁽¹³⁰⁾.

D’altro canto la norma presuppone la “intenzionalità” dell’agire del socio, che potrebbe riguardare tanto la condotta (risolvendosi allora in una previsione ovvia), quanto il danno, nella forma del c.d. dolo eventuale (ossia, qualora l’agente si prefiguri il danno, pur non volendolo direttamente, ma non si astenga dal porre in essere la condotta).

La probabile utilizzazione giurisprudenziale di semplificazioni probatorie rispetto alle banche, intesi come operatori qualificati e professionali, potrebbe tuttavia rendere la prospettiva non del tutto tranquillizzante per le stesse.

Infine, non è del tutto da escludere nemmeno che, in determinate situazioni- limite, ossia quando la banca venga a detenere a titolo di pegno il 100% delle partecipazioni della società finanziata, possa porsi concretamente il problema dell’eventuale sua sottoposizione ⁽¹³¹⁾ alla responsabilità illimitata per tutte le obbligazioni sorte nello stesso periodo (artt. 2325, comma 2°, 2362 c.c.).

Apparentemente, La Riforma del diritto societario ha abolito la responsabilità illimitata per tutte le obbligazioni sociali del socio unico, anche nelle s.p.a.

In realtà, dal punto di vista operativo, la disciplina del socio unico è divenuta assai insidiosa proprio nei casi, come quelli di cui ci stiamo occupando, in cui vi siano perplessità sulla sussistenza dei presupposti per l’applicabilità della fattispecie ⁽¹³²⁾.

Infatti, in caso di insolvenza della società, l’unico socio la cui identità come tale non sia iscritta nel Registro delle Imprese, per qualsiasi motivo, diviene responsabile di tutte le obbligazioni sorte nel periodo di appartenenza totalitaria.

Oltre a ciò, tutti i contratti stipulati dal socio unico non iscritto, nonché le operazioni a vantaggio di questo ⁽¹³³⁾, divengono così inopponibili ai creditori sociali (e così alla massa fallimentare, dovendo credo trovare applicazione *in subiecta materia* l’art. 45

⁽¹²⁹⁾ Accolta tuttavia, sia pur prima della Riforma, da Cass., 12 luglio 2002, n. 10144.

⁽¹³⁰⁾ Così RESCIGNO, *op. cit.*, pp. 310 s.

⁽¹³¹⁾ O delle banche del *pool*; in tal caso, soprattutto se viene costituito un “comitato”, ci si potrebbe addirittura domandare se non possa affermarsi l’esistenza di una *holding* di fatto costituita fra le stesse banche; in tale evenienza, se le stesse non provvedessero a coprire il passivo dell’impresa fallita, potrebbe essere dichiarato il fallimento della società di fatto fra le stesse, con conseguente estensione (non del fallimento, attesa la sottoposizione esclusiva a l.c.a., ma della) responsabilità illimitata alle banche socie. Come è noto, infatti, un’enfasi particolare alla teoria della *holding* “di fatto” che domina la società insolvente è stata data recentemente dalla giurisprudenza di merito, la quale non ha esitato a dichiararne il fallimento, talvolta imputandole espressamente la responsabilità *ex art. 2497 c.c.*: v. App. Bologna, 23 maggio 2007, Trib. Napoli, 8 gennaio 2007, e Trib. Vicenza, 23 novembre 2006, tutte in www.ilcaso.it, con nota (critica) di FIMMANÒ.

⁽¹³²⁾ Cfr. Trib. Monza, sez. Desio, 31 marzo 2005, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 647 (con nota di PALMIERI), il quale tuttavia non reputa raggiunta nel caso concreto la prova dell’instestazione fittizia; dichiara invece il fallimento dell’unico socio di s.r.l. che abbia omesso le formalità pubblicitarie (ovviamente prima della Riforma del 2006) Trib. Lucera, 18 gennaio 2002, in *Foro it.*, 2002, I, c. 1222.

⁽¹³³⁾ Apparentemente la norma si riferisce ai contratti ed alle operazioni poste in essere nel momento in cui già sussiste la qualità di socio unico; ciononostante non è da escludere che la giurisprudenza possa estenderne l’applicazione anche a quelle ipotesi ove l’acquisizione della situazione che attiva l’unipersonalità (nel caso in esame, il diritto reale di garanzia sulle azioni e quote) sia contestuale all’operazione di finanziamento, in senso non già cronologico ma logico, secondo una ricostruzione giurisprudenziale tipica ad es. della revocatoria ordinaria (ed adesso forse anche fallimentare: cfr. il nuovo testo dell’art. 67, comma 3°, l.f.).

l.f.), a meno che non risultino dal libro delle adunanze del c.d.a., oppure da atto di data certa, anteriore al fallimento (art. 2362, ult. cpv.).

In tal caso, l'unico vantaggio normativo acquisito recentemente dal socio unico sarebbe consistito dalla ormai definitiva esclusione della possibilità di subire addirittura un fallimento in estensione (¹³⁴), stante la modifica esplicita in tal senso dell'art. 147 l.f.

Nel caso del pegno di azioni, la (scarsa) dottrina che si è occupata del caso del pegno "totalitario" di azioni, nella vigenza del vecchio art. 2362 c.c., è pervenuta alla soluzione dell'applicabilità della norma (¹³⁵), anche se esaminando il caso del voto interamente attribuito al creditore pignoratizio.

Non ritengo peraltro che questa impostazione sia condivisibile: se l'"appartenenza" delle azioni ad un unico socio può in effetti prescindere dalla proprietà delle stesse, la norma sul socio unico (un tempo come oggi) è d'altro canto ispirata dalla *ratio* di prestare particolare tutela, nell'interesse dei terzi, a quelle situazioni ove il socio possa determinarsi liberamente ed arbitrariamente, in ordine a tutte le scelte che lo riguardano.

Pertanto, in tutti quei casi in cui sussista nel capitale sociale una concorrenza di interessi, qualcuno dei quali potenzialmente oppositivo rispetto a quello del preteso socio unico, non sussistono i presupposti della norma.

Ciò può accadere ad es. se l'intero capitale è in contitolarità fra più soggetti, dato che la nomina del rappresentante comune per l'esercizio dei diritti (art. 2347 c.c.) non esclude l'esigenza di adottare le decisioni collegialmente secondo il metodo della comunione dei diritti (¹³⁶).

E lo stesso può dirsi, a mio parere, per il pegno di azioni, anche qualora l'intero diritto di voto sia attribuito al creditore, dato che il socio debitore può comunque intraprendere azioni oppositive rispetto alla gestione solo apparentemente "monocratica" del creditore, utilizzando i poteri di controllo contrattuali ed anche quelli attribuiti ora inequivocabilmente dall'art. 2352 c.c.

12. *Il rischio di inadempimento verso le controparti contrattuali.* - Un'ipotesi poco studiata, nell'ambito della tematica delle sistemazioni stragiudiziali della crisi, attiene all'ambito realmente vincolante, fra le parti dell'accordo di "salvataggio", degli impegni così presi.

Normalmente, se l'operazione necessita di "nuova finanza", gli istituti di credito coinvolti nella ristrutturazione (ed occasionalmente anche qualche creditore "istituzionale" avente natura non bancaria) costituiscono un "pool", cui possono partecipare anche se del caso istituti non già esposti verso l'impresa in ristrutturazione.

Le banche aderenti al pool interbancario (cui non si applicherà necessariamente il Codice di comportamento promosso dall'ABI), stipulano poi il contratto di mutuo (o

(¹³⁴) In tal senso, prima della Riforma, FABIANI, *Società insolvente e responsabilità del socio unico*, Milano, 1999, *passim*.

(¹³⁵) Per tutti v. SCOTTI CAMUZZI, *L'unico azionista*, in Trattato Colombo- Portale, 2**, Torino, 1991, pp. 862 s.; WEIGMANN, *Società di un solo socio*, in Digesto disc. priv. sez. comm., Torino, 1997, p. 218.

(¹³⁶) *Contra* ovviamente SCOTTI CAMUZZI, *op. loc. citt.*

di apertura di credito) con il debitore, ciascuna per la quota di spettanza, ed una convenzione fra di esse, che regola i relativi rapporti “interni”, ed i poteri (di monitoraggio del debitore, ma anche verso l’esterno ed i terzi) della banca “capofila” (che non di rado è, con notevole rischio di conflitto di interessi, l’istituto più “vicino” al cliente, e quindi più esposto verso lo stesso).

In una delle forme tecniche che l’accordo può assumere, più comune, è la capofila a stipulare direttamente il contratto di mutuo col sovvenzionato, e ad erogare poi le somme allo stesso; le altre banche provvedono in seguito ad accreditare le somme di propria pertinenza presso un c/c dedicato acceso presso la capofila.

Alternativamente, ma più di rado, le singole banche erogano ciascuna la provvista cui sono impegnate pro quota.

La dottrina sembra aver indagato poco la natura della convenzione interbancaria relativa ai “pool” ⁽¹³⁷⁾.

Nella forma tecnica più usuale, sembra però che i rapporti reciproci fra le banche possano essere assimilati al mandato di credito (art. 1958 c.c.), laddove nei confronti del debitore l’operazione corrisponde ad una promessa di mutuo (art. 1822 c.c.).

La struttura negoziale del pool potrebbe in teoria fondare responsabilità contrattuale della capofila verso le altre banche, nonché verso i terzi, soprattutto se il ruolo di capofila è esteriorizzato dalla banca verso i terzi ⁽¹³⁸⁾, i quali così vengono a confidare nell’esercizio da parte della stessa dei poteri di controllo tipici ⁽¹³⁹⁾.

Non è raro tuttavia che taluni aderenti al pool (o comunque alla “procedura” di ristrutturazione interbancaria) tentino in seguito di sottrarsi all’esecuzione degli impegni presi, opponendo o l’invalidità del patto, o l’inidoneità del piano di ristrutturazione a conseguire l’obiettivo di evitare il fallimento, originariamente e/o sulla base di mutamenti della situazione di fatto sopravvenuti all’assunzione dell’impegno ⁽¹⁴⁰⁾.

⁽¹³⁷⁾ Qualche informazione in CLARIZIA, *Finanziamento in pool*, in *Digesto disc. priv. sez. comm.*, VI, Torino, 1991, pp. 169 ss.

⁽¹³⁸⁾ In apparenza si potrebbe trovare un addentellato normativo nella responsabilità della società di revisione per negligente espletamento del servizio di revisione, anche volontaria (cfr. Cass., 18 luglio 2002, n. 10403); ma in realtà in questi casi la responsabilità, a prescindere dai referenti normativi più o meno espliciti, discende dal fatto che il revisore espleta un servizio il cui prodotto (a differenza di quanto accade per il controllo della capofila nei *pool*) è destinato ad essere esternalizzato verso i terzi, ed a creare “affidamento” sui documenti contabili della società soggetta a revisione.

⁽¹³⁹⁾ Le Istruzioni di Vigilanza (ovviamente nell’interesse della stabilità della banca e del sistema bancario) condizionano la legittimità del fenomeno, qualora esso abbia per effetto anche la conversione dei crediti in capitale di rischio, all’adozione di un piano di risanamento; esse precisano inoltre che la banca capofila ha “*la responsabilità di verificare la corretta esecuzione del piano ed il sostanziale conseguimento degli obiettivi imprenditoriali e finali previsti nel piano stesso*”. Le convenzioni interbancarie più diffuse, d’altro canto prescrivono l’obbligo della capofila di monitorare le condizioni del debitore, il rispetto dei principali indicatori economico-finanziari, la comunicazione immediata alle altre banche, non appena appresi, dei fatti di rilievo che possono compromettere la possibilità di realizzare l’obiettivo del rientro, *quorum* deliberativi maggioritari per le decisioni di maggior importanza (come la risoluzione del rapporto e l’adozione di iniziative di recupero giudiziarie), la possibilità per la capofila di adottare in via d’urgenza iniziative di salvaguardia; in genere inoltre la capofila limita si esime da responsabilità per il caso in cui ometta specifica iniziative.

⁽¹⁴⁰⁾ Un dubbio interessante attiene all’eventuale applicabilità *in subiecta materia* dell’art. 72, comma 6, l.f., che nega validità alle clausole contrattuali (onnipresenti nelle convenzioni di salvataggio) condizionanti gli effetti del negozio all’esito fallimentare; la risposta affermativa è stata invero affermata in dottrina (NARDECCHIA, *Crisi d’impresa, autonomia privata e controllo giurisdizionale*, Milano, 2008, pp. 45 ss.; *contra* BOGGIO, *op. cit.*, p. 244), ma sembra collidere con la *ratio* della disposizione, che sterilizza l’interesse (unilaterale, ed afferente alla sfera dei motivi) del contraente a sottrarsi al rischio dell’insolvenza della sua controparte, laddove invece gli accordi di ristrutturazione

Il rischio qui censito è dunque quello della banca di dover subire l'*enforcement* dell'accordo anche quando lo stesso cessi di essere conveniente, e specularmente di dover sottostare alla volontà delle altre partecipanti alla ristrutturazione di sottrarsi agli impegni assunti, per motivi di opportunità unilaterale.

Esaminiamo adesso le possibili censure rivolte rispetto alla validità delle convenzioni.

Sul piano generale, della meritevolezza della causa degli accordi (art. 1322, comma 2°, c.c.), basti la considerazione per cui altro è la valutazione della idoneità della pianificazione, ai fini del giudizio sull'esistenza dell'insolvenza, ed altro la valutazione della validità e meritevolezza degli accordi che possono sottostare (e normalmente sottostanno) a quella pianificazione.

Non vi può essere dubbio, al riguardo, circa la validità e meritevolezza di quelle pattuizioni la cui causa "concreta" sia l'*eliminazione dell'insolvenza*: sicuramente ciò può dirsi se attraverso l'esecuzione dell'accordo si prosegue l'attività d'impresa, ripristinando la capacità finanziaria del debitore, posto che così tutti saranno pagati in misura uguale.

Ma anche qualora taluni *leaders* della contrattazione ne ricavano un significativo vantaggio individuale, se comunque gli altri creditori partecipanti al tentativo non ricevano un trattamento peggiore rispetto a quello di una liquidazione fallimentare degli *assets*, la causa del negozio sarà lecita e meritevole; sembra possibile pertanto anche la "deroga" negli accordi al principio della *par condicio creditorum* ⁽¹⁴¹⁾, purché però i soggetti estranei all'accordo non risultino pregiudicati nell'aspettativa che potrebbero riporre in una liquidazione fallimentare (argg. ex art. 180 l.f., 4bis l. n. 39/2004).

Di contro, si è obiettato che il contratto non potrebbe validamente prevedere un trattamento dei creditori "esterni" falcidiato ⁽¹⁴²⁾, ed in tal senso sembrerebbe potersi dedurre dalla sempre attuale iniziativa pubblicistica per ottenere la dichiarazione di fallimento, oggi rimessa al Pubblico Ministero (artt. 6 e 7 l.f.).

Ma in realtà la salvezza dei diritti dei terzi prescritta adesso nell'art. 182bis l.f. sembrerebbe da ricondurre non già alla meritevolezza della causa dell'atto, bensì alla concessione dell'esenzione da revocatoria che l'omologazione comporta.

La stipula e l'esecuzione dell'accordo però potranno essere comunque fonte di responsabilità civile verso i creditori pretermessi, come "fatto" giuridico pregiudizievole, a prescindere dalla validità ed efficacia giuridica dello stesso.

vedono l'eliminazione dell'*exitus* fallimentare come un elemento appartenente alla "causa" concreta del negozio; inoltre l'art. 72 l.f. (data anche la sua *sedes*) tutela al contempo l'interesse del curatore a decidere se sciogliersi o meno dagli accordi presi dal fallito, e tale funzione poco collima con quella delle convenzioni ristrutturative (conf. PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, I, p. 39). Quanto detto tuttavia non elimina la possibilità che le parti legittimamente condizionino la risoluzione dell'accordo (o stipolino poteri di recesso unilaterale) alla mancata realizzazione di determinati obiettivi minimi del piano di ristrutturazione; anche tali pattuizioni allora possono diventare uno strumento per liberarsi dagli impegni presi.

⁽¹⁴¹⁾ Il Codice di comportamento tra banche per affrontare i processi di ristrutturazione valorizza il principio di trasparenza e di correttezza soltanto nei rapporti fra le banche aderenti e con il debitore cliente, ma afferma il rispetto della *par condicio* ed il principio di "equità sostanziale" in apparenza con riferimento a tutti i creditori indistintamente.

⁽¹⁴²⁾ Così PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, cit., pp. 16 ss.; STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, pp. 313 s.; e prima della Miniriforma del 2005 anche PISCITELLO, *op. loc. citt.*

Se l'accordo pregiudichi "di fatto" i creditori estranei, anche dei quali magari non si programmi esplicitamente la loro falce, a causa della negligenza o dell'imperizia insita nella pianificazione dei suoi presupposti, vi sarà spazio infatti per un'azione risarcitoria.

Problematica è però indubbiamente la situazione del creditore che potrebbe essere soddisfatto in misura superiore, qualora i *leaders* della composizione stragiudiziale si "accontentassero" di meno; tale assetto, infatti, all'interno del concordato preventivo, se si traduce in uno squilibrio fra classi creditorie, può abilitare i membri di classi dissenzienti a chiedere il *cram down*, così ottenendo il sindacato giudiziario di merito, che può negare valore a quella scelta di autonomia privata; sembra curioso allora, al di là del differente contesto della suddivisione in "classi", che taluni creditori possano essere in apparenza più tutelati dall'ordinamento all'interno di una procedura concorsuale (con rigorosi controlli) rispetto ad un tentativo stragiudiziale. Ma questa è appunto la "misura" del differente trattamento riservato alle procedure concorsuali.

Non sembra invece che il discrimine fra accordi validi ed invalidi possa essere rinvenuto nella presenza nel debitore di uno stato di crisi reversibile o di vera e propria insolvenza irreversibile ⁽¹⁴³⁾, giacché a prescindere dalla constatazione economica per cui ogni crisi è sia pure astrattamente reversibile, tale considerazione restringerebbe in sostanza la sfera degli accordi validi a situazioni eccezionali e marginali; se infatti sorge l'interesse ad una composizione giudiziale, il debitore sarà normalmente incapace di soddisfare i creditori al 100%, e dunque si troverà già in stato di insolvenza.

Talvolta la nullità potrà essere sollevata in relazione alla violazione della disciplina di vigilanza, per esempio qualora il finanziamento (o le partecipazioni assunte) sia stato erogato in violazione dei limiti quantitativi; oppure qualora l'erogazione sia avvenuta in favore di soggetti in realtà collegati, sotto il profilo economico o giuridico ⁽¹⁴⁴⁾, con il debitore in crisi (nei confronti del quale la banca abbia già oltrepassato i limiti di vigilanza).

In realtà tuttavia è assai difficile sostenere che la violazione delle Istruzioni di Vigilanza, che pure hanno natura normativa e rango secondario, costituisca causa di nullità "virtuale" (arg. *ex art.* 1418 c.c.) dell'accordo.

Al riguardo la natura secondaria delle norme ha poca rilevanza (anzi, la fonte regolamentare è in genere indice decisivo dell'interesse pubblicistico sottostante alla normazione).

Piuttosto, le conseguenze della suddetta violazione infatti giacciono tutte all'interno dell'ordinamento bancario, che prevede in generale l'irrogazione di una sanzione amministrativa (art. 145 t.u. banc.), e poi una specifica sanzione intranea al sistema di vigilanza, la deduzione dell'importo finanziato in eccesso rispetto ai limiti consentiti dal patrimonio di vigilanza.

⁽¹⁴³⁾ Così invece anche di recente MACARIO, *op. loc. cit.*; uno spunto anche in DI MARZIO, *op. cit.*, pp. 166 s.

⁽¹⁴⁴⁾ Le vigenti Istruzioni di Vigilanza (così come la Direttiva 48/2006) definiscono il collegamento giuridico come relazione di controllo, e quello "economico" come quella situazione in cui l'insolvenza del collegato influirebbe presumibilmente anche sulla capacità di rimborso del sovvenuto.

Non a caso la scarsa ma autorevole dottrina che ha affrontato il problema ha concluso in modo inequivoco per la validità degli atti negoziali posti in essere in violazione della disciplina di vigilanza ⁽¹⁴⁵⁾.

Ciò avviene, del resto, anche perché l'ordinamento bancario non mira ad impedire, né disapprova il contratto di finanziamento che confligga con la disciplina di vigilanza sui grandi rischi, ma soltanto l'impiego che la banca ha compiuto; e la sanzione, pertanto, così l'oggetto del precetto, si situa sul piano del comportamento della banca, e non già dell'atto.

D'altro canto, se è vero, com'è vero, che la finalità della disciplina indagata è quella di tutelare la stabilità e la solidità patrimoniale della banca, ci si avvede come sarebbe addirittura paradossale pensare di doverne ricavare addirittura l'inefficacia delle garanzie che accedessero all'operazione di finanziamento, così aggravando la posizione della banca ed il rischio connesso all'operazione, invece di ridurlo.

E' chiaro infatti che, per effetto della nullità, la banca si ritroverebbe creditrice del finanziato per la restituzione della somma finanziata, ma a titolo chirografario e per la ripetizione dell'indebito, senza potersi avvalere di nessuna delle garanzie, reali o personali, concesse.

D'altro canto, anche la violazione delle norme penali sull'abusiva concessione del credito (art. 218 l.f.) o sulla bancarotta (artt. 216, n. 2, 217, nn. 3 e 4, l.f.) non può produrre nullità virtuale, atteso che la legge penale non vieta qui la stipula del contratto, ma solo il comportamento di una delle parti ⁽¹⁴⁶⁾.

Diverso potrebbe essere il discorso a proposito della assunzione, da parte della banca, di garanzie reali resistenti al fallimento, per effetto di "trasformazione" di un credito chirografario in privilegiato ⁽¹⁴⁷⁾, operazione invero assai frequente nell'operatività bancaria, ma che per la giurisprudenza penale, se compiuta nella consapevolezza da parte della banca dell'insolvenza del cliente, può costituire bancarotta preferenziale (art. 216, comma 3°, l.f.)⁽¹⁴⁸⁾.

Qualora la fattispecie sia integrata, allora, può dubitarsi della validità dell'ipoteca (come del mutuo stipulato in novazione del precedente credito chirografario), che verrebbe altrimenti a confliggere in quanto tale con il precetto penale.

Ciononostante, al di là dell'ovvia difficoltà di pensare che una banca sollevi una tale problematica (così inevitabilmente autodenunciandosi), l'ipotesi appare più congrua al piano dei rapporti con i creditori di massa e col curatore fallimentare, che non fra i creditori finanziari.

Sul piano della fattibilità del tentativo globale di salvataggio, e dell'implementazione del piano di ristrutturazione, una parte della letteratura ha sostenuto, anche di recente,

⁽¹⁴⁵⁾ V. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, p. 577; DE GREGORIO, *La legislazione italiana sulla tutela del credito*, in *Riv. dir. comm.*, 1929, I, p. 38; GRAZIANI, *Disciplina legislativa del fido bancario*, in *Foro it.*, 1939, I, p. 215; di recente in senso conforme anche il decreto ex art. 99 l.f. del Trib. Bolzano, 13 giugno 2008, inedito.

⁽¹⁴⁶⁾ In termini, Cass., 25 settembre 2003, n. 14234; cfr. anche DI MARZIO, *Contratto e reato. Note sulla causa di credito e sulla causa di garanzia*, in http://appinter.csm.it/incontri/vis_relaz_inc.php?&ri=NTIxMw%3D%3D.

⁽¹⁴⁷⁾ Talvolta la banca può essere indotta a finanziare una società "collegata" a quella debitrice, nei confronti della quale ultima abbia ormai superato il limite massimo di vigilanza; in tali casi pure il nuovo contratto di mutuo è valido ed efficace, mentre difficile appare anche la configurabilità del reato di bancarotta preferenziale, a causa del principio di tassatività in materia penale.

⁽¹⁴⁸⁾ Da ultimo v. Cass. pen., 2 marzo 2004 n. 16688.

che la mancanza originaria dell'idoneità del piano (e dell'accordo fra creditori volto ad implementarne le previsioni) a conseguire l'obiettivo del superamento dell'insolvenza, priverebbe di causa lo stesso, così da provocarne l'inefficacia o la nullità *ab origine*.

D'altro canto, pure ove tale idoneità venisse meno successivamente, a causa di mutamenti di fatto sopravvenuti, ne scaturirebbe un vizio della causa tale da provocare l'inefficacia o la nullità sopravvenuta del patto, oppure in alternativa il suo scioglimento ⁽¹⁴⁹⁾.

Non sarebbe da escludere, d'altronde, neppure l'applicabilità del rimedio risolutivo della eccessività onerosità sopravvenuta (artt. 1467 ss. c.c.)⁽¹⁵⁰⁾.

Non ritengo tuttavia condivisibile tale opinione, e neppure quella, contenuta in una non recente sentenza della Cassazione, che fa leva sull'istituto della presupposizione ⁽¹⁵¹⁾.

Quanto alla presupposizione, basti il rilievo per cui l'istituto, di creazione giurisprudenziale, presuppone che un evento considerato dalle parti come "certo" non si verifichi, così sconvolgendo l'assetto negoziale degli interessi concordato; ciò pone del tutto fuori questione la maggior parte delle sopravvenienze relative ad un accordo di salvataggio, ove è raro che le previsioni formulate nel piano siano intese in termini di certezza, e non già di mera probabilità, anche statisticamente tenue.

Se poi il superamento della crisi, e la sottrazione del debitore all'insolvenza, è tale da qualificare l'obiettivo comune dei creditori contraenti, non per questo soltanto può ritenersi che l'accertamento successivo della infattibilità del piano di ristrutturazione, originaria o sopravvenuta, possa determinare la inefficacia delle obbligazioni assunte dalle parti ⁽¹⁵²⁾.

Sarebbe quantomeno irrazionale che il legislatore, proprio quando legittima e regola (seppur sommariamente) i tentativi di ristrutturazione stragiudiziali, disegnando per la prima volta dei modelli di disciplina volti a regolare taluni aspetti dei processi di *turnaround* (art. 67, comma 3°, lett. d-e, 182bis l.f.), nel senso di dotare, attraverso l'esenzione da revocatoria, di "sicurezza" le erogazioni verso il debitore in crisi, rendesse al contempo instabili le obbligazioni così assunte, consentendo alle parti di

⁽¹⁴⁹⁾ Così BOGGIO, *op. cit.*, pp. 204 ss., il quale ricorre alla categoria civilistica, assai ambigua, del contratto "inutile", in realtà retaggio del diritto romano classico, e purtuttavia recentemente recepito dalla Corte di Cassazione, a proposito dell'interpretazione del concetto di "impossibilità" ex artt. 1256- 1463- 1464 c.c. della prestazione: cfr. Cass., 20 dicembre 2007, n. 26958, in *Corr. giur.*, 2008, p. 921, con nota di ROLFI, *Funzione concreta, interesse del creditore ed inutilità della prestazione: la cassazione e la rielaborazione del concetto di causa del contratto*, il quale fa giustamente rilevare l'esigenza di riequilibrare l'allocatione del rischio di tale sopravvenienza, evitando ripercussioni eccessive ed ingiustificate ai danni dei contraenti che abbiano già adempiuto, o che abbiano sostenuto ormai rilevanti investimenti per prepararsi all'adempimento.

⁽¹⁵⁰⁾ IDEM, pp. 194 ss.

⁽¹⁵¹⁾ CASS., 16 marzo 1979, n. 1652.

⁽¹⁵²⁾ Al riguardo, l'art. 67, comma 3°, lett. d), l.f., discorre di un piano di ristrutturazione che "appaia" idoneo, e che sia attestato per la sua "ragionevolezza"; ritengo tuttavia che la norma, che ha una finalità specifica di diritto concorsuale, ed è volta ad esentare determinati atti dal rischio di revocatoria fallimentare, proprio nei casi in cui il piano risulti *ex post* idoneo a superare l'insolvenza, non possa essere portatrice di valori utilizzabili direttamente nel diritto civile, al fine di sostenere la validità o meno degli accordi (sottostanti ad un piano, e presupponenti lo stesso) volti alla ristrutturazione. Ciononostante, come si dirà, sarebbe difficile definire "idoneo" un piano che possa essere disconosciuto da qualsiasi creditore al mutare di qualsiasi circostanza.

sottrarsi agli impegni attraverso la mera adduzione di eventi del tutto ordinari e “regolari”, rispetto a tali tipologie di accordi.

In realtà, le parti di un accordo di ristrutturazione non prevedono il superamento dell’insolvenza di un debitore, e la conseguente sottrazione al fallimento, come l’oggetto di un’obbligazione di risultato; esse si vincolano soltanto all’erogazione di una serie di prestazioni che appaiono in quella fase idonee al superamento, sicché l’adempimento di ciascuna è fondamentale, al fine del raggiungimento dell’interesse delle altre.

Soltanto se il conseguimento di quell’obiettivo fosse *ab origine* o divenisse successivamente radicalmente ed assolutamente impossibile, perché la necessità di risorse superi qualsiasi soglia di esigibilità e di ragionevolezza, oppure se fattori sopravvenuti ed imprevedibili (dunque, estranei al programma negoziale) rendessero il piano del tutto inidoneo a raggiungere quel fine, sicché non potrebbe neppure ritenersi possibile che una utile rinegoziazione dei termini dell’accordo, nei limiti in cui essa fosse esigibile *ex art.* 1375 c.c., potrebbe al limite configurarsi un vizio della causa dell’atto⁽¹⁵³⁾, genetica o funzionale⁽¹⁵⁴⁾, eventualmente tale da determinare la nullità o la risoluzione del patto *ex art.* 1464 c.c.

Il limite di tale obbligo di osservare gli impegni presi resta dunque confinato nell’obbligo di buona fede contrattuale (art. 1375 c.c.), che rende doveroso per il singolo finanziatore del “pool” di ristrutturazione il prestarsi a successive modifiche⁽¹⁵⁵⁾ tecniche del patto, e persino ad aumentare la propria esposizione⁽¹⁵⁶⁾, se necessario per la riuscita del *workout*, a condizione che le modifiche:

- consentano allo stesso di raggiungere, sia pur in modo meno soddisfacente rispetto alle condizioni iniziali, il proprio interesse⁽¹⁵⁷⁾, ma comunque restando “utile”;
- non siano tali da apparire discriminatorie fra gli aderenti all’accordo, nel senso di introdurre mutamenti che siano più vantaggiosi per qualcuno dei finanziatori rispetto agli altri;

⁽¹⁵³⁾ Non si prenderà in esame qui il problema dell’eventuale necessità che venga revocato *ex art.* 742 c.p.c., nei casi in questione, il decreto di omologa dell’accordo ai sensi dell’art. 182bis l.f.; v. sul punto per tutti NARDECCHIA, *op. cit.*, pp. 84 s.

⁽¹⁵⁴⁾ Sembra aderire in fondo a quest’idea, reputando che i fattori sopravvenuti debbono essere tali da privare l’accordo di qualsiasi utilità concreta, anche BOGGIO, *op. cit.*, p. 207 nt. 103.

⁽¹⁵⁵⁾ Anche il “Codice di comportamento” ABI, d’altro canto, fa riferimento in generale a “*principi di cooperazione e di equità sostanziale*”, ed alla necessità che le quote di partecipazione alla nuova finanza siano ripartite in modo proporzionale. Nella parte speciale poi si legge che il Comitato Ristretto può proporre “*l’adozione degli opportuni adattamenti del piano di ristrutturazione in relazione al mutamento delle condizioni eventualmente verificatesi*”.

⁽¹⁵⁶⁾ E’ da notare che l’interpretazione più diffusa in giurisprudenza dell’art. 1375 c.c. considera doverosi soltanto quei comportamenti che non comportino per il contraente un “apprezzabile sacrificio del proprio interesse dedotto nel contratto”; l’assunzione di nuovi impegni a contenuto patrimoniale sarebbe in genere in conflitto con tale massima nei contratti a prestazioni corrispettive, dove all’aumento dell’esposizione di un contraente normalmente corrisponde un miglioramento della situazione dell’altro; ma diversa deve essere la prospettiva nei contratti, come quelli stipulati ai fini della ristrutturazione di un’impresa in crisi, che si caratterizzano per la comunanza di uno scopo, ove in realtà i sacrifici sono reciproci, e l’ampliamento dell’esposizione (da parte di tutti) corrisponde ad un interesse comune dei contraenti.

⁽¹⁵⁷⁾ Perciò accedendo alla relazione contrattuale finalizzata al *workout*, i creditori poi non possono sottrarsi alla stessa; l’unico limite deve essere rinvenuto nell’ipotesi in cui le condizioni mutate rendano, in modo ragionevolmente prevedibile, ormai chiaramente più conveniente il fallimento.

- non siano tali da rendere la causa dell'accordo non più meritevole di tutela, ad es. a causa del pregiudizio che l'attuazione delle condizioni modificate provocherebbe in capo a creditori non aderenti ai patti.

Opinare il contrario sarebbe come ritenere che il medico sia sciolto da qualsiasi obbligazione se la terapia prescelta insieme con il paziente si rivelasse successivamente, per fattori originari o sopravvenuti, inidonei a curare la patologia riscontrata nel paziente.

Quanto all'istituto della eccessiva onerosità, lo stesso presuppone l'incidenza di eventi "straordinari", nel senso della rarità statistica, ed "imprevedibili", e che comunque il rimedio conosce come limite naturale non soltanto quello dei contratti strutturati come "aleatori" (art. 1469 c.c.), ma altresì l'ambito dell'alea normale del rapporto (art. 1467, comma 2°, c.c.).

Pare quasi inutile sottolineare che l'assunzione di impegni nell'ambito di un accordo di salvataggio di un'impresa in crisi non può che caratterizzarsi per un'alea "normale" assai estesa, e che anche la sfera di "imprevedibilità" degli eventi sopravvenuti andrebbe considerata con estremo rigore, al fine di non fornire semplicemente alle parti pretesti per sottrarsi agli impegni presi, secondo la rispettiva convenienza.

Inoltre, rispetto alla promessa di finanziamento l'applicabilità della eccessiva onerosità è quantomeno discutibile, ed anzi da escludersi, essendo le esigenze tipiche della "sopravvenienza" assorbite e sostituite dalle norme tipiche dei contratti di finanziamento, sulle quali ci si soffermerà fra subito.

Nel nostro ordinamento lo schema classico del rapporto di finanziamento corrisponde al modello del mutuo, che è un contratto reale, tale da perfezionarsi solo con la consegna della somma mutuata, quantomeno nella forma dell'accreditamento sul c/c del mutuatario, e sulla successiva disposizione della somma su ordine del cliente⁽¹⁵⁸⁾. I contraenti possono tuttavia porre in essere rapporti di finanziamento di natura consensuale, nella forma del "mutuo di scopo"⁽¹⁵⁹⁾, oppure stipulare contratti che impegnino una delle due parti ad erogare a mutuo una somma all'altra.

Tale ultimo vincolo è qualificabile come "promessa di mutuo", ed è regolato dall'art. 1822 c.c.

Al riguardo, è poco rilevante in questa sede prendere posizione nella disputa, a sfondo teorico, fra chi ritiene che tale figura integri un contratto preliminare di mutuo, oppure un vero e proprio mutuo consensuale, così come optare per la qualificazione in termini di contratto tipico od atipico, gratuito od oneroso⁽¹⁶⁰⁾.

Ciò che qui interessa è piuttosto che, anche secondo la ricostruzione giurisprudenziale, l'impegno in questione, sebbene non coercibile con le forme di cui all'art. 2932 c.c., dà vita ad un vero e proprio rapporto obbligatorio, generatore di

⁽¹⁵⁸⁾ Cfr. CASS. 21 febbraio 2001, n. 2483, in *Contratti*, 2001, p. 588; CASS., 15 luglio 1994, n. 6686, in *Banca borsa*, 1995, II, p. 41 (con nota di TETI).

⁽¹⁵⁹⁾ V. per tutti CASS., 11 gennaio 2001, n. 317, in *Giur. it.*, 2002, I, p. 782.

⁽¹⁶⁰⁾ Cfr. DI GRAVIO, *Teoria del contratto reale e promessa di mutuo*, Milano, 1990, pp. 215 ss.; MASTROPAOLO, *I contratti reali*, Torino, 1999, pp. 398 ss.; NIVARRA-ROMAGNO, *Il mutuo*, Milano, pp. 400 ss.

diritti ed obblighi, e suscettibile di fondare un inadempimento contrattuale *ex artt.* 1218- 1223 c.c. ⁽¹⁶¹⁾.

Ciononostante, dall'art. 1822 c.c. e da altre norme del sistema ⁽¹⁶²⁾ si ricava a mio avviso un principio generale, per cui chi si vincola a finanziare un soggetto non può essere tenuto ad adempiere quando, nel periodo di tempo intercorrente fra la promessa e l'erogazione, le condizioni dell'aspirante finanziato, in qualsiasi forma tecnica ciò debba avvenire, siano divenute tali da rendere "notevolmente più difficile" la restituzione.

Il rischio classico del finanziatore, infatti, è costituito proprio dal differimento della prestazione di restituzione, che potrebbe diventare meno probabile a causa di una modifica delle condizioni patrimoniali del finanziato.

Se ciò avviene nel corso di un rapporto di finanziamento già erogato, la conseguenza sarà l'immediato diritto alla restituzione del capitale (artt. 1186- 1819- 1845- 1850 c.c.).

Se invece il mutamento si verifica prima dell'erogazione della somma, il sistema consente al finanziatore di liberarsi dal proprio impegno, attraverso la prova degli elementi obiettivi sulla base dei quali la restituzione del capitale erogando sarebbe divenuta "notevolmente più difficile".

Si ritiene che non occorra la sopravvenienza di un vero e proprio pericolo di insolvenza, ma che basti un deterioramento delle condizioni patrimoniali del debitore tale da rendere probabile un ritardo nella restituzione, oppure una restituzione soltanto parziale ⁽¹⁶³⁾.

Non è sufficiente d'altro canto un mero deterioramento, occorrendo una situazione modificata che renda le prospettive di recupero "notevolmente" più difficoltose ⁽¹⁶⁴⁾.

Quel che più importa, il deterioramento delle condizioni del debitore deve sopravvenire alla nascita del rapporto obbligatorio, non essendo sufficiente la presa di consapevolezza successiva di una situazione già claudicante del debitore, da parte del promittente finanziatore ⁽¹⁶⁵⁾.

D'altro canto, acquisita la conoscenza dei presupposti che gli consentono di sottrarsi all'erogazione, il finanziatore ha l'onere di avvertire l'aspirante finanziato di ciò, al fine di metterlo in condizioni di reperire un altro finanziamento ⁽¹⁶⁶⁾.

Per sottrarsi alla responsabilità, allora, il membro "recalcitrante" del pool dovrebbe provare che le condizioni della società in crisi siano peggiorate, e divenute tali da rendere la soddisfazione del proprio credito notevolmente più difficili.

Il punto critico, nell'applicazione dell'art. 1822 c.c., o più in generale del principio a tale norma sotteso, alle fattispecie che coinvolgono l'insolvenza di un'impresa, è comunque costituito dalla circostanza per cui quest'ultimo concetto è intrinsecamente

⁽¹⁶¹⁾ Così CASS., 6 giugno 2003, n. 9101, in *Foro it.*, 2003, I, c. 2646; CASS., 18 giugno 1981, n. 3980, in *Giust. civ.*, 1981, I, p. 202.

⁽¹⁶²⁾ Come l'art. 1959 c.c., pur scarsamente studiato dagli autori che hanno affrontato il problema della promessa di mutuo, oppure, sia pure su di un piano leggermente diverso, l'art. 1956; v. però DI MARZIO, *op. cit.*, pp. 62 s.

⁽¹⁶³⁾ Così MASTROPAOLO, *op. cit.*, p. 416; LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici*, Milano, 1995, p. 737.

⁽¹⁶⁴⁾ V. TETI, *Il mutuo*, in *Tratt. Rescigno*, 1985, p. 656; NIVARRA-ROMAGNO, *op. cit.*, p. 409.

⁽¹⁶⁵⁾ Cfr. FRAGALI, *Del comodato e del mutuo*, Bologna- Roma, 1965, p. 470; SIMONETTO, *I contratti di credito*, Padova, 1965, p. 241.

⁽¹⁶⁶⁾ Cfr. FRAGALI, *op. loc. citt.*; NIVARRA-ROMAGNO, *op. cit.*, p. 410.

dinamico, e mette a fuoco un rischio diverso da quello tipicamente contemplato dalle norme codicistiche.

La teoria economica del prestito (comunemente applicata agli impieghi bancari) infatti è solita scindere fra rischio “di primo livello”, e “di secondo livello”: il primo, com'è noto, attiene all'eventualità che il finanziato non sia adempiente alla scadenza dell'obbligo di restituzione dell'importo finanziato, per qualsiasi causa; è in questo contesto che si colloca il concetto fallimentare di insolvenza (art. 5 l.f.), che ha per oggetto infatti lo stato di illiquidità definitivo del debitore, a prescindere dalle sue cause; il secondo invece ha riguardo alla probabilità che il finanziatore, una volta che si è ormai materializzato il *default*, non riesca a recuperare l'importo del finanziamento, oltre all'interesse convenuto, pur azionando tutti gli strumenti di tutela, legali e convenzionali (ivi comprese le garanzie).

Il primo è un concetto di natura finanziaria, il secondo patrimoniale.

Le norme come l'art. 1822 c.c. muovono palesemente da una prospettiva statica e patrimoniale del patrimonio del debitore, e si collocano quindi nella prospettiva del rischio “di secondo livello”.

Nei casi in cui allora un soggetto prometta di finanziare un imprenditore in crisi, sorge il problema di come conciliare l'applicazione della norma codicistica con la situazione dinamica in corso.

Il punto è accertare se assumano rilevanza, al fine di consentire al promittente finanziatore di sottrarsi all'adempimento della promessa, la mancata verifica di un evento programmato nell'ambito di un piano di ristrutturazione, ed il successivo aggravamento della crisi dello stesso, qualora le cause di tale crisi preesistano alla promessa e siano note al promittente.

In termini assoluti e generali, infatti, la condizione di fatto dell'imprenditore in crisi non è mai uguale in due momenti diversi e successivi nel tempo.

Se si accedesse ad un'interpretazione in chiave “tradizionale” dell'art. 1822 c.c., in casi come questo allora sarebbe praticamente impossibile affermare l'obbligatorietà di una promessa di finanziamento, perché sarebbe quasi sempre possibile per il promittente dimostrare che qualcosa nelle condizioni del debitore è mutato, e queste sono divenute tali da rendere “notevolmente più difficile” la soddisfazione del credito di rimborso.

Questa ricostruzione tuttavia renderebbe praticamente impossibile qualsiasi processo di ristrutturazione, dato che i creditori coinvolti nello stesso sarebbero sempre in condizioni di rinegoziare la propria partecipazioni in modo opportunistico, a seconda della convenienza del momento.

Ciò è però in contrasto anche con una linea direttrice recente dell'ordinamento concorsuale, che è nel senso della legittimazione dei processi privati di ristrutturazione, e non già della loro limitazione; norme come l'art. 67, comma 3°, lett. d), l.f. ⁽¹⁶⁷⁾, oppure l'art. 182*bis* l.f., rivelano come il sistema non guardi agli accordi stragiudiziali per il superamento dell'insolvenza con sospetto, ma anzi con

⁽¹⁶⁷⁾ Condivide la valorizzazione, in questa prospettiva, dell'art. 67, comma 3°, lett. d) l.f. di recente STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 313 s., il quale sottolinea anche come tali piani, come gli accordi sottostanti, non debbano danneggiare i creditori “esterni”.

favore, nei limiti in cui ovviamente tali accordi siano leciti, e si presentino strumentali a piani di ristrutturazione razionali e fattibili, fondati su prospettive ragionevoli e scenari attendibili.

Ogni “piano” di ristrutturazione, d’altro canto, si basa su previsioni, e sulla proiezione di scenari la cui realizzazione dipende da fatti che si possono verificare o meno.

Ritengo che la corretta interpretazione della norma sia dunque nel senso per cui, quando il promittente finanziatore formula il suo impegno finanziario sulla base di un piano di ristrutturazione concreto, non possa poi avvalersi dell’eccezione di cui all’art. 1822 c.c., al fine di sottrarsi all’obbligo di erogazione della provvista, a fronte di qualsiasi evento sopravvenuto il cui rischio di verificazione fosse in realtà previsto o prevedibile, sulla base del piano e/o delle cause della crisi note al creditore stesso.

Soltanto là dove si verificano delle circostanze imprevedibili, perché non contemplate nel piano o comunque non conosciute, oppure relative a fatti che venivano assunti nello stesso come certi, il promittente finanziatore potrà liberarsi.

D’altro canto, il fatto che tale soggetto conosca il piano, e formuli i propri impegni sulla base ed in esecuzione dello stesso, rende le previsioni e gli obiettivi ivi formulati come parte della causa “in concreto” del contratto di finanziamento, ciò che non può non influenzare poi l’applicazione dell’art. 1822 c.c., precludendo la possibilità di sollevare l’eccezione (¹⁶⁸).

Prof. Avv. DANILO GALLETTI
Straordinario di Diritto Commerciale
presso l’Università degli Studi di Trento
Avvocato in Bologna

(¹⁶⁸) Per la valorizzazione della causa “ristrutturativa” all’interno della funzione economico- individuale del mutuo cfr. di recente MACARIO, *op. loc. citt.*