

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI FIRENZE

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
GIURISPRUDENZA**

Pattuizioni contrattuali relative all'insolvenza del contraente

Laureando

Mattia Paglierini

Relatore

Chiar.mo Prof. Lorenzo Stanghellini

Anno accademico 2011/2012

A te,

che hai reso possibile tutto questo,

sei riuscita a dare un senso alla mia vita,

ti amo amore mio

RINGRAZIAMENTI

Sono tante le persone che vorrei ringraziare.

Innanzitutto, ringrazio la mia ragazza Dalila che mi ha aperto gli occhi e mi ha sempre appoggiato in tutte le mie scelte.

Ringrazio la mia famiglia che mia ha permesso di poter studiare e mi è sempre stata vicino.

Ringrazio i miei amici più cari, quelli con i quali sono cresciuto, quelli che mi conoscono davvero.

Ringrazio il mio relatore Prof. Stanghellini, sempre disponibile e gentile.

Ringrazio gli avvocati dello studio legale Bonelli Errede Pappalardo di Londra, in modo particolare Eugenio, Andrea, Fabrizio e Nicola, ormai diventati dei veri amici.

Ringrazio l'avvocato Bonsignore dello studio legale Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, e l'avvocato Borgogni di Proskauer & Rose LLP, i quali mi hanno fornito un prezioso aiuto per la redazione del presente elaborato.

INDICE

INTRODUZIONE.....	10
-------------------	----

CAPITOLO I

IL TRAFERIMENTO DEL CONTROLLO FRA PROCEDURE DI INSOLVENZA E CONTRATTO

1. Il valore del debito	14
1.1. Indebitamento insostenibile e <i>agency costs</i>	16
1.2. Capitale sociale, indebitamento e doveri degli amministratori	19
2. Il trasferimento del controllo mediante le procedure di insolvenza	24
2.1. «Spossessamento» del debitore, poteri e limiti del creditore all'interno delle procedure di insolvenza: cenni.....	26
2.2. Procedure di insolvenza: «non è tutto oro quel che luccica».....	28
3. La «contrattualizzazione» dell'insolvenza: il ruolo delle banche.....	29
3.1. L'importanza degli accordi stragiudiziali "protetti"	33
4. Conclusioni.....	36

CAPITOLO II

LENDER GOVERNANCE E DEBT COVENANTS

1. Il monitoraggio del creditore.....	39
1.1. Il modello di <i>corporate governance</i> tradizionale.....	42
1.2. Le banche come creditori speciali	42
1.3. Il ruolo del debito nella <i>corporate governance</i>	44
1.4. L'importanza dei <i>bank-loan</i> covenants nella <i>corporate governance</i> : il caso Warnaco	46
2. Strumenti contrattuali a tutela degli interessi dei creditori: i covenants.....	49
2.1. Tipologie di covenants	51
2.1.1. Covenants per la corretta gestione imprenditoriale	51
2.1.2. Covenants che impongono limiti alle scelte gestionali della società.....	52
2.1.3. Covenants di bilancio	54
2.1.4. Covenants che si riferiscono a terzi come condizione del <i>default</i>	55
2.1.5. Covenants informativi.....	56
2.2. La particolarità dei bond covenants	56
2.3. <i>Events of default</i>	57
2.3.1. La rinegoziazione	58
2.3.2. L'art. 72, comma 6, legge fallimentare	60
2.4. Profili civilistici dei covenants.....	62
2.4.1. La nullità dei covenants	65
2.5. Profili societari dei covenants	65
2.5.1. La previsione di una convocazione <i>ex-ante</i> dell'assemblea.....	67
2.5.2. La pubblicità della stipulazione dei covenants.....	69

2.6.	Covenants all'interno dei finanziamenti a gruppi di società	70
2.7.	La stipulazione dei covenants per garantire nuova finanza all'interno di un accordo stragiudiziale "protetto"	72
3.	Il controllo derivante da "particolari vincoli contrattuali"	74
3.1.	Covenants come "particolari vincoli contrattuali"	76
3.2.	Controllo contrattuale e attività di direzione e coordinamento	79
4.	I limiti della <i>lender governance</i>	82
4.1.	La liquidità	82
4.2.	Il trasferimento del rischio	83
4.2.1.	Prestiti sindacati e operazioni nel mercato secondario	83
4.2.2.	I crediti derivati	84
5.	Conclusioni	86

CAPITOLO III

LA CONVERSIONE DEL CREDITO IN CAPITALE DI RISCHIO

1.	L'operazione di conversione dei crediti in capitale di rischio	90
1.1.	L'operazione di <i>loan-to-own</i>	97
2.	Conversione dei crediti in <i>equity</i> o quasi- <i>equity</i>	97
2.1.	Conversione in azioni	99
2.1.1.	Autonomia statutaria e contenuto delle azioni	100
2.1.2.	I limiti all'autonomia statutaria	102
2.1.3.	Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis, l. fall. e <i>debt-for-equity-swap</i>	104

2.1.3.1. Il caso Gabetti Property Solutions S.p.A.	105
2.1.3.2. Il caso Risanamento S.p.A.	108
2.1.4. Il prestito convertendo: il caso Fiat S.p.A.	112
2.2. Conversione in strumenti finanziari partecipativi	115
2.2.1. La natura e la nozione degli strumenti finanziari partecipativi.....	116
2.2.2. Diritto di voto e autonomia statutaria	118
2.2.3. Poteri di nomina.....	120
2.3. Conversione in obbligazioni convertende.....	120
3. Perché le banche partecipano in imprese non finanziarie?	121
3.1. La nuova disciplina della Banca d'Italia.....	126
3.2. L'esenzione da OPA obbligatoria.....	128
4. Le procedure per il <i>debt-for-equity-swap</i> in Regno Unito e Germania.....	131
4.1. Regno Unito	132
4.2. Germania.....	134
5. Il controllo interno derivante da una conversione del credito.....	137
5.1. Il controllo interno ex art. 2359, comma 1, n.1-2, c.c.	138
5.2. Il controllo interno e l'attività di direzione e coordinamento.....	141
6. Conclusioni.....	143

CAPITOLO IV

LA RESPONSABILITÀ EX ART. 2497 C.C. DELLA BANCA CONTROLLANTE O FIANCHEGGIATRICE NEGLI ACCORDI STRAGIUDIZIALI “PROTETTI”

1. Premessa	147
-------------------	-----

2.	Il difetto di coordinamento fra diritto fallimentare e diritto societario	148
3.	La responsabilità della banca per abuso di eterodirezione	149
3.1.	La responsabilità della banca controllante in un accordo stragiudiziale “protetto”	152
4.	La responsabilità della banca per partecipazione al fatto lesivo	157
4.1.	La responsabilità della banca per partecipazione al fatto lesivo in un accordo stragiudiziale “protetto”	159
5.	La responsabilità della banca controllante: rilievi comparatistici	162
5.1.	Gli Stati del Commonwealth	163
5.1.2.	Dottrina e giurisprudenza in relazione al <i>case law</i>	164
5.2.	Gli Stati Uniti (USA)	167
5.2.1.	<i>Instrumentality doctrine</i>	168
5.2.2.	<i>Agency theory</i>	170
5.2.3.	<i>Equitable subordination</i>	171
5.2.4.	<i>Deepening insolvency liability</i>	173
6.	Conclusioni	174
BIBLIOGRAFIA		178

INTRODUZIONE

Il debito costituisce una componente fondamentale ed imprescindibile di ogni impresa, anche la più in salute.

Studi economici consolidati hanno dimostrato infatti che il capitale di debito permette alla società di massimizzare i suoi rendimenti¹.

Dunque, un livello di indebitamento contenuto entro certi limiti di sostenibilità giova all'imprenditore e rafforza il suo ruolo all'interno della gestione societaria². È sbagliato pensare al debito sempre come un fattore negativo.

Tuttavia, nei casi in cui l'impresa si indebita al punto di raggiungere la soglia critica dell'insostenibilità, sorgono i problemi.

Ove non sussiste più un capitale di rischio, il rischio d'impresa non grava sugli azionisti, bensì sui creditori, i quali sono i veri fornitori di tale capitale³.

In una situazione di crisi i soci saranno incentivati ad intraprendere azioni ad altissimo rischio perché le perdite non graveranno su di loro, ma sui creditori; questi ultimi saranno invece interessati a conservare l'attivo residuo dell'impresa. Si creano quindi dei costi di agenzia (*agency costs*) tra debitore-socio e creditore⁴.

¹ Grazie al noto "effetto leva" (*leverage*) il debito consente all'imprenditore di avere profitti più elevati rispetto a quelli ottenuti dall'apporto di capitale di rischio. Si veda in tal senso F. MODIGLIANI – M. H. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, in *American Economic Rev.*, 1958, pp. 261 ss.

² Evidentemente, una società in salute consoliderà la sua situazione economico-finanziaria e con essa, di conseguenza, saranno rafforzati i poteri ed il controllo dei soggetti posti al comando dell'impresa stessa, ovvero degli azionisti di maggioranza. Si veda al riguardo A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi* (a cura di P. BALZARINI), vol. 1, Milano, 2007, pp. 511 ss.

³ In una situazione di grave crisi imprenditoriale i veri soggetti che risentiranno delle perdite saranno i creditori, i quali da «fixed claimants» divengono «residual claimants», ovvero i veri soci della società in *default*. In questi termini O. HART – J. MOORE, *Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt*, NBER Working Paper 5907, 1997. Nella dottrina italiana l'autore che analizza attentamente la questione è L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007.

⁴ Tali costi si creano quindi tra chi detiene formalmente la proprietà dell'impresa, i soci, e chi ne subisce le conseguenze del suo eccessivo indebitamento, i creditori. Nell'ipotesi tradizionale gli *agency costs* si creano tra soci e *management* della società, ove questi ultimi gestiscono la società non tenendo conto degli interessi dei primi. Sulle azioni opportunistiche dei soci contro gli interessi dei creditori vi sono molti contributi della dottrina nord-americana, ne cito alcuni tra i più importanti: J. TIROLE,

Per risolvere la problematica il nostro ordinamento prevede le procedure concorsuali, le quali scattano nel momento in cui si verifica l'insolvenza e hanno l'effetto di trasferire il controllo societario in capo ai creditori, ormai divenuti i veri soci che risentiranno delle perdite della società⁵.

Tali procedure però hanno degli svantaggi, tra i quali spiccano i loro costi e la loro attivazione soltanto ove ormai si è già manifestata una crisi significativa all'interno della compagine societaria.

Un'alternativa alla legge ed ai suoi istituti potrebbe essere il contratto. La «contrattualizzazione» dell'insolvenza permette infatti alle parti di disciplinare la crisi tempestivamente e secondo le esigenze concrete avvertite dai soggetti coinvolti. Oggi, inoltre, il contratto è agevolato dagli accordi stragiudiziali "protetti" – accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis, l. fall. e piano di risanamento attestato ex art. 67, comma 3, lett. d, l. fall. – introdotti nel 2005 dal nostro legislatore proprio con l'intento di voler spingere debitori e creditori a comportamenti virtuosi per la risoluzione della crisi d'impresa.

Quale è il modo in cui il contratto è strutturato in concreto per garantire una soluzione negoziale della crisi? Quali sono gli strumenti contrattuali utilizzati nella prassi per garantire il trasferimento del controllo in capo ai creditori? Quale è il ruolo che le banche hanno all'interno della contrattualizzazione dell'insolvenza? I creditori sono incentivati alla stipulazione di accordi con i loro debitori o sono spinti a ricorrere alle procedure concorsuali? Quali sono le conseguenze che può portare un governo del creditore sull'impresa debitrice in crisi, sia nei confronti dell'organizzazione societaria che nei confronti del creditore controllante?

Analizzando la letteratura italiana e straniera il presente elaborato cerca di rispondere ai suddetti interrogativi, tenendo conto del particolare periodo storico –

The Theory of Corporate Finance, Princeton, 2006, p. 84; R. C. GREEN – E. TALMOR, *Asset Substitution and The Agency Costs of Debt Financing*, in *Journal of Banking and Finance*, 1986, pp. 391 ss.; I. B. MALITZ, *Financial Contracting*, in P. NEWMAN – M. MILGATE – J. EATWELL (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 2, Macmillan, London-New York, 1992, p. 46; J. H. CHOPER – J. C. COFFEE Jr. – R. J. GILSON, *Cases and Materials on Corporations*, 6th ed., Aspen, New York, 2004, pp. 220 ss.

⁵ Cfr. L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit.

caratterizzato dalla attuale crisi economico-finanziaria che, come tutti sappiamo, ha colpito e sta colpendo ancora oggi l'economia internazionale – in cui esso è scritto.

Lo studio, pur avendo una matrice di carattere giuridico, approfondisce e utilizza altresì dati e valori propri del mondo dell'economia e della finanza, in quanto tali materie sono strettamente legate in questa sede.

La tesi si avvale di preziosi studi empirici e casi concreti di origine domestica, europea ed nord-americana, al fine di dare un taglio pratico e diretto alle tematiche trattate.

L'ottica del lavoro guarda in modo particolare alla prassi statunitense, madre degli strumenti contrattuali per la risoluzione negoziale della crisi d'impresa, per poi approfondire tali aspetti ed il loro coordinamento con il nostro ordinamento giuridico e, in certi casi, anche con quello dei più importanti Paesi europei come Regno Unito e Germania.

L'elaborato è strutturato nel modo seguente.

In primo luogo, l'argomento viene introdotto illustrando quali sono le conseguenze di un indebitamento eccessivo che si riverberano nei confronti della società debitrice e nei rapporti tra quest'ultima ed i suoi creditori. In questa prima parte si analizzano gli aspetti essenziali delle procedure di insolvenza e del contratto, concentrando l'analisi sulla tematica del trasferimento del controllo di un'impresa in crisi ai creditori (cap. I).

Successivamente (cap. II), si entra nel vivo dell'argomento della tesi approfondendo la materia di particolari pattuizioni contrattuali (*covenants*) mediante le quali il creditore – in particolar modo il finanziatore – ed il debitore possono disciplinare *ex-ante* la crisi d'impresa; il primo può altresì diventare il controllante dell'impresa stessa dando vita al c.d. governo del finanziatore (*lender governance*). Ivi si studiano gli effetti ed i vantaggi derivanti da un'attività di monitoraggio della banca nei confronti della società finanziata realizzata attraverso le suddette pattuizioni contrattuali. Si presta attenzione a definire le varie categorie di *covenants* ed ai loro risvolti all'interno del nostro ordinamento giuridico, sia da un punto di vista civilistico che societario. La parte finale del capitolo è dedicata alla fattispecie di controllo contrattuale derivante

dalla stipulazione di *covenants* particolarmente stringenti, e alla descrizione dei limiti del governo del finanziatore.

Nel capitolo successivo (cap. III) lo studio è dedicato all'operazione di conversione dei crediti in capitale di rischio (*debt-for-equity-swap*). Il credito può essere convertito direttamente in partecipazioni sociali (*equity*) o in strumenti di quasi-*equity* come gli strumenti finanziari partecipativi e le obbligazioni convertende. Sono approfonditi i casi italiani di Gabetti Property Solutions S.p.A., Risanamento S.p.A. ed il prestito convertendo del Gruppo Fiat. Si analizzano le conseguenze e la normativa prudenziale della Banca d'Italia in merito alla acquisizione di partecipazioni delle banche in imprese non finanziarie, servendosi anche di dati empirici italiani e nord-americani. Si trattano gli elementi essenziali del *debt-for-equity-swap* in Regno Unito e Germania. L'ultima parte del capitolo è dedicata alla fattispecie di controllo interno derivante dalla conversione del credito in azioni.

Il testo si conclude con l'analisi della responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca controllante o fiancheggiatrice che dà vita ad una ingerenza nella struttura societaria della società debitrice mediante le operazioni contrattuali approfondite nei capitoli precedenti. Il capitolo (cap. IV) ha come focus l'analisi di tali condotte realizzate dalla banca finanziatrice all'interno di accordi stragiudiziali "protetti" e il difetto di coordinamento esistente fra il diritto societario e fallimentare in materia di responsabilità civile per gli atti adottati in esecuzione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis o di un piano di risanamento attestato ex art. 67, comma 3, lett. d della legge fallimentare italiana. Sono infine descritti gli orientamenti dottrinali e giurisprudenziali degli Stati del Commonwealth e degli Stati Uniti (USA), al fine di trarre da essi preziosi spunti e stimoli per gli interpreti del nostro diritto, fermo restando l'intento del legislatore italiano di incentivare le procedure stragiudiziali per la risoluzione della crisi d'impresa.

CAPITOLO I

IL TRASFERIMENTO DEL CONTROLLO FRA PROCEDURE DI INSOLVENZA E CONTRATTO

SOMMARIO: 1. Il valore del debito. – 1.1. Indebitamento insostenibile e *agency costs*. – 1.2. Capitale sociale, indebitamento e doveri degli amministratori. – 2. Il trasferimento del controllo mediante le procedure di insolvenza. – 2.1. «Spossessamento» del debitore, poteri e limiti del creditore all'interno delle procedure concorsuali: cenni. – 2.2. Procedure di insolvenza: «non è tutto oro quel che luccica». – 3. La «contrattualizzazione» dell'insolvenza: il ruolo delle banche. – 3.1. L'importanza degli accordi stragiudiziali “protetti”. – 4. Conclusioni.

1. Il valore del debito

È difficile ipotizzare che l'inadempimento di un debito pecuniario costituisca una realtà piacevole per il debitore. Tranne particolari casi di rilevanza penale¹, il mancato pagamento del debito non è frutto dell'intenzione del soggetto che lo contrae. Logicamente, egli può pensare che tale evento possa concretizzarsi, essendo questa una possibilità insita nella realtà del mercato.

Sommariamente, è possibile dividere in due categorie il debitore: il debitore-consumatore e il debitore-imprenditore². Il primo utilizza il debito per soddisfare un proprio bisogno, il secondo invece, si indebita a scopo lucrativo.

¹ Pensiamo alle situazioni in cui si realizza una fattispecie di insolvenza fraudolenta ex art. 641 c.p.: «Chiunque, dissimulando il proprio stato d'insolvenza, contrae un'obbligazione col proposito di non adempirla è punito, a querela della persona offesa, qualora l'obbligazione non sia adempiuta, con la reclusione sino a due anni o con la multa sino a € 516. L'adempimento della obbligazione avvenuto prima della condanna estingue il reato».

² Cfr. L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, pp. 17-18.

Come è provato dagli studi di economia finanziaria, il costo del capitale è, a certe condizioni, inferiore se viene utilizzato capitale di debito rispetto al capitale di rischio³. Grazie al noto «effetto leva» (*leverage*), il ricorso al capitale di debito massimizza il tasso di profitto, incentivando l'imprenditore ad indebitarsi per conseguire rendimenti più elevati.

Un ulteriore incentivo all'indebitamento è costituito dal regime fiscale, esso infatti, di regola, è più favorevole per il capitale di debito⁴; come sappiamo, gli oneri finanziari possono essere dedotti, mentre non sono deducibili i dividendi⁵.

Anche la responsabilità limitata gioca un ruolo molto importante a vantaggio dell'indebitamento, grazie ad essa i soci possono scaricare le perdite sui creditori e trattenere gli utili, essendo responsabili soltanto per l'ammontare del capitale che hanno conferito all'interno della società⁶. D'altro canto, è opportuno ricordare che tale responsabilità può apportare dei benefici anche nei confronti dei creditori⁷.

Un indebitamento sostenibile e governabile può quindi giovare all'imprenditore, sia dal punto di vista economico che dal punto di vista di *governance* societaria. In relazione a quest'ultimo profilo un "corretto indebitamento" non minaccia, ma rafforza il potere di controllo dell'imprenditore singolo o del gruppo di comando.

Secondo il notissimo Teorema di Modigliani e Miller, in caso di certe condizioni – come l'assenza di costi di fallimento e di imposte personali – la società dovrebbe indebitarsi al 100%, espandendo indefinitamente il rapporto

³ Sul costo del capitale è d'obbligo il rinvio ai classici studi di F. MODIGLIANI - M.H. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, 1958, pp. 261 ss.; Id., *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. A Reply*, in *American Economic Review*, 1959, pp. 655 ss.; per un quadro aggiornato si veda J.R. MACEY, *An Introduction to Modern Financial Theory*, Los Angeles, 1998; W.A. KLEIN - J.C. COFFEE Jr., *Business Organization and Finance*, Westbury, N.Y., 2000; S.A. ROSS - R.W. WESTERFIELD - J.F. JAFFE, *Corporate Finance*, VI ed., Boston, Mass. - London, McGraw-Hill, 2001; J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, 2006.

⁴ Cfr. F. MODIGLIANI - M.H. MILLER, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, in *American Economic Review*, 53, 1963, pp. 433 ss.

⁵ Vi è un importante dibattito che ha coinvolto i regimi fiscali di molti Paesi in relazione all'imposta sui dividendi delle società, circa l'esistenza e la legittimità di una doppia imposizione in capo alla società stessa e ai soci nei confronti dei quali i medesimi sono distribuiti.

⁶ Cfr. L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit., p. 24.

⁷ Per una analisi dei benefici si rinvia a R. CLARK, *Corporate Law*, Boston, Mass., Little, Brown, 1986, pp. 7 ss; R. KRAAKMAN - P. DAVIES - H. HANSMANN - G. HERTIG - K. HOPT, H. KANDA ED E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, Oxford University Press, 2004; trad. it. *Diritto societario comparato*, Bologna, Il Mulino, 2006, pp. 16-18.

debito/capitale netto⁸. Gli stessi autori hanno evidenziato i motivi per i quali le imprese non raggiungono nella pratica un livello di indebitamento così significativo, essendo un mix di capitale di debito e di capitale di rischio:

- la esigenza di mantenere delle riserve nella capacità di indebitamento per ogni necessità;
- Il crescere della leva aumenta il rischio e tende ad abbattere lo scudo fiscale;
- la presenza di imposte personali sulle obbligazioni tende a ridurre i vantaggi fiscali dell'indebitamento;
- la presenza di altre modalità per abbattere il carico fiscale, ad esempio gli ammortamenti;
- l'incrementare del debito aumenta conseguentemente la possibilità di fallimento.

Analizzando quest'ultimo punto, l'indebitamento eccessivo (*infra*, par. 2.1), sorpassando la soglia critica della sua sostenibilità e governabilità, non genera più un vantaggio economico perché i creditori potranno tutelarsi innalzando il tasso di interesse dei prestiti⁹, ed inoltre, potrà configurarsi l'insolvenza, con i relativi ed annessi costi che distruggeranno la ricchezza sia per i soci che per i creditori¹⁰.

1.1. *Indebitamento insostenibile e agency costs*

L'impresa appartiene a chi ha la proprietà ed il controllo dal punto di vista formale fino a quando ha un indebitamento sostenibile. Per sostenibilità si intende la sufficienza dei flussi finanziari ad assicurare il servizio e il pagamento delle obbligazioni.

⁸ F. MODIGLIANI - M.H. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, 1958, pp. 261 ss.

⁹ si veda L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit., pp. 25-26, l'a. prevede, fra i primi mezzi che i creditori possono esercitare per tutelarsi, l'aumento del tasso di interesse. Quando l'indebitamento è grave infatti, «i creditori divengono, in una certa misura, fornitori di capitale di rischio senza i diritti tipici dei soci» e devono quindi tutelare la loro “scomoda” posizione di credito.

¹⁰ Per un'analisi approfondita di tali costi si veda S.A. ROSS - R.W. WESTERFIELD - J.F. JAFFE, *Corporate Finance*, VI ed., Boston, Mass. - London, McGraw-Hill, 2001, nonché BELCREDI, *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, in *Vita e pensiero*, Milano, 1995, pp. 13 ss.

Come ho anticipato nel paragrafo precedente, quando l'indebitamento supera la sua soglia critica la situazione muta drasticamente all'interno della compagine societaria¹¹.

Nel caso in cui l'impresa sia formata da solo capitale di debito i creditori diventano i veri fornitori di capitale di rischio, trasformandosi da «fixed claimants» in «residual claimants»¹².

In queste situazioni si generano dei costi di agenzia (*agency costs*) tra chi detiene formalmente il potere della società, i soci-*managers*, e chi ne subisce le perdite, i creditori. Tale conflitto è concomitante con quello tradizionale tra soci e *management* della società¹³.

I soci sono incentivati ad investire in progetti ad altissimo rischio e ad intraprendere delle azioni nascoste (*hidden actions*) che graveranno sui creditori¹⁴ e ridurranno drasticamente il “cuscinetto” di fondi propri su cui questi ultimi avevano fatto affidamento nel momento della concessione del credito¹⁵. In particolare, le quattro principali operazioni che realizzano questi costi di agenzia sono le seguenti:

- Il sottoinvestimento;
- la sostituzione degli *assets*;

¹¹ Al riguardo si deve mostrare particolare attenzione alla differenza intercorrente tra il concetto di «insolvenza» e il concetto di «crisi», tali concetti si danno per acquisiti, non essendo questa la sede opportuna per darne una loro esaustiva definizione.

¹² O. HART - J. MOORE, *Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt*, NBER Working Paper 5907, 1997. Secondo gli autori, quando l'impresa diventa insolvente, andando quindi in *default*, i veri azionisti diventano i creditori. Per «residual claimants» si intendo i soggetti che nella nostra legge fallimentare sono chiamati “creditori postergati”, nonché i soci, i quali, come sappiamo, possono soddisfare le loro pretese solo dopo gli altri creditori della società.

¹³ Classici che trattano tale tematica sono: M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *J. Fin. Econ.*, 1976, pp. 305 ss.; C.W. SMITH - J.B. WARNER, *On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants*, in *J. Fin. Econ.*, 1979, p. 117. Si veda anche M.W. MC DANIEL, *Bondholders and Stockholders*, in *J. Corp. L.*, 1988, p. 230; R.W. HAMILTON - J.R. MACEY, *Cases and Materials On Corporations (Including Partnerships and Limited Liability Companies)*, 9th ed., Thomson-West, St. Paul, Minnesota, 2005, p. 340.

Nella nostra letteratura, con specifico riferimento alla problematica della tutela di quei particolari apportatori di capitale che sono gli azionisti di risparmio, v. U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi «partecipativi»*, Torino, 2000, pp. 148 ss.; Id., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 1082 ss.

¹⁴ J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, cit., p. 84; R.C. GREEN - E. TALMOR, *Asset Substitution and The Agency Costs of Debt Financing*, in *Journal of Banking and Finance*, 1986, pp. 391 ss.; I.B. MALITZ, *Financial contracting*, in P. Newman - M. Milgate - J. Eatwell (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 2, Macmillan, London-New York, 1992, p. 46; J.H. CHOPER - J.C. COFFEE Jr. - R.J. GILSON, *Cases and Materials on Corporations*, 6th ed., Aspen, New York, 2004, pp. 220 ss.

¹⁵ V., ad es., S. LEVMORE, *Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings*, in *Yale L.J.*, 1982, vol. 92, pp. 49 ss., ove l'a. analizza la necessità di un *monitoring* da parte dei creditori per eliminare, o quanto meno ridurre, tali azioni opportunistiche poste in essere dagli *shareholders* a loro danno.

- la distribuzione dei dividendi;
- la diluizione delle garanzie dovuta all'incremento dell'indebitamento.

Il sottoinvestimento si realizza quando i soci azionisti decidono di non porre in essere progetti pur aventi Van positivi perché il loro valore beneficerà solo i creditori¹⁶.

Per capire la problematica della sostituzione degli *assets* dobbiamo identificare gli azionisti come possessori di azioni *call* sul valore dell'attivo societario, con prezzo pari al valore del debito e con scadenza pari alla sua durata. Il valore dell'opzione varia al variare dei flussi di cassa (*cash flows*) e, conseguentemente, con l'aumentare del rischio degli investimenti degli azionisti. Ne deriva che tali soggetti saranno incentivati ad intraprendere progetti rischiosi¹⁷.

La distribuzione di *assets*, evidentemente, cagionerà un depauperamento del valore dell'impresa.

In ultima analisi, il contrarre nuovo debito avrà la conseguenza per i “vecchi” creditori di spartire la “torta” dell'attivo insieme ad ulteriori e “nuovi” creditori, diminuendo così l'ammontare dello “spicchi della torta” per ognuno di essi.

Secondo la dottrina d'eccellenza¹⁸ il conflitto tra azionisti e creditori si inasprisce con l'aumentare del debito della società. In tempi relativamente recenti si è infatti affermato che non vi è alcuna differenza economica tra *debt* e *equity*; la remunerazione di entrambe dipende dalle fortune economiche dell'impresa¹⁹.

La problematica necessita di una soluzione perché, altrimenti, il creditore rimane «prigioniero» del debitore, in quanto è quest'ultimo che gestisce la società nonostante che le perdite gravino sul primo²⁰.

La dottrina recente prevede una prima ricerca della soluzione per abbattere gli *agency costs* nella costruzione di contratti adeguati, per far in modo che le parti possano

¹⁶ S.C. MYERS, *Determinants of Corporate Borrowing*, in *Journal of Financial Economics*, 1977, pp. 147-175, ove si analizzano gli aspetti del teorema di Modigliani e Miller. L'a. tra le possibili soluzioni per ridurre gli *agency costs* menziona anche il ricorso alla stipulazione di *restrictive covenants* all'interno dei contratti di finanziamento, al fine di dettare una disciplina contrattuale della crisi d'impresa (l'argomento verrà introdotto al par. 4 e poi trattato dettagliatamente nel cap. 2).

¹⁷ S.A. ROSS - R.W. WESTERFIELD - J.F. JAFFE, *Finanza aziendale*, Bologna, 1997, pp. 802-812.

¹⁸ Su tutti M. C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, cit., pp. 312 ss.

¹⁹ F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Close Corporations and Agency Costs*, in 38 *Stan. L. Rev.*, 1986, pp. 274 s., affermano che «the debt in close corporations also may be a residual claim».

²⁰ L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit., p. 40.

disciplinare convenzionalmente i loro rapporti debito-credito. Specificamente, vedremo nel corso del presente elaborato (*infra*, cap. 2) che nella prassi contrattuale le parti pattuiscono apposite clausole contrattuali, le *covenants*, allo scopo di risolvere tali problemi di agenzia in modo economicamente conveniente, trasferendo il controllo effettivo nelle mani dei creditori²¹.

In secondo luogo, il trasferimento del controllo può realizzarsi mediante il ricorso alle procedure concorsuali (*infra*, par. 3).

In sintesi, in caso di indebitamento insostenibile, il controllo dell'impresa *distressed* ha due alternative:

- la dissoluzione, se l'impresa viene liquidata;
- il trasferimento in blocco ai creditori, se l'impresa viene ristrutturata mediante soluzioni giudiziali o stragiudiziali che, per effetto di regole legali o contrattuali, realizzano il nuovo assetto imprenditoriale.

1.2. *Capitale sociale, indebitamento e doveri degli amministratori*

L'indebitamento eccessivo, descritto nel precedente paragrafo, incide sul controllo dell'impresa non solo quando si configura l'insolvenza della medesima, ma anche quando tale soglia non è passata. Pensiamo ai casi in cui la compagine societaria si trova in uno stato di crisi, ma non ha ancora raggiunto il suo punto più critico.

In Europa, con il recepimento della Seconda Direttiva²², sono state introdotte delle regole legali sul capitale sociale per dare una efficace protezione ai creditori. L'obiettivo della citata direttiva è quello di tutelare i creditori non mediante degli strumenti contrattuali, ma con la legge. Nel nostro continente si è optato, quindi, per un sistema di regole legali sul capitale sociale quale disciplina per prevenire i rapporti opportunistici degli azionisti a danno dei creditori²³.

²¹ Per una definizione di "controllo effettivo" si veda M. STELLA RICHTER JR, "Trasferimento del controllo" e rapporti tra i soci, Milano, 1996.

²² Seconda direttiva 77/91/CEE del Consiglio del 13 dicembre 1976, n. 91

²³ Secondo L. ENRIQUES - J. MACEY, *Raccolta di capital di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capital sociale*, in *Rivista delle società*, vol. 47, n.1, 2002, pp. 78 ss., lo scopo primario del diritto societario europeo è la protezione dei creditori, «i quali trovano nella legge, prima ancora che nei contratti, la propria fonte di tutela».

In aggiunta alla disposizioni contenute nella Seconda direttiva – le quali si estendono soltanto ad alcune forme societarie – alcuni Stati membri hanno introdotto all'interno del loro ordinamento disposizioni ancora più restrittive sul capitale sociale, come la notissima regola “ricapitalizza o liquida”. Tale regola è contenuta anche nel nostro codice civile. Mi riferisco agli artt. 2446-2447 in tema di S.p.A. e agli artt. 2482-bis e 2482-ter in tema di s.r.l., norme che pongono in stretta correlazione l'indebitamento con l'esercizio del potere di controllo di una S.p.A. e di una s.r.l., in materia di tutela del capitale sociale in caso di perdite²⁴. Da esse si desume che se le perdite portano il patrimonio netto al di sotto del minimo legale, la società ha due alternative: la ricapitalizzazione o la trasformazione. Se non si provvede a ciò in tempi ragionevoli si provoca lo scioglimento della compagine societaria²⁵.

In contrapposizione al modello europeo, fondato sulle regole legali relative al capitale sociale, negli Stati Uniti gli azionisti hanno più autonomia e i creditori che intendono proteggersi da eventuali comportamenti opportunistici dei primi devono convenire delle pattuizioni contrattuali rivolte a tale scopo²⁶.

In relazione a questi due sistemi legali così divergenti, in Europa si è dato vita ad un dibattito sulla efficacia delle regole europee sul capitale sociale²⁷.

Una corposa dottrina ha mosso critiche agli attuali sistemi di *capital rules* europei, spingendo verso l'assunzione di un modello legale più vicino a quello d'oltreoceano del Model Business Corporation Act (MBCA)²⁸.

²⁴ In tal senso A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi* (a cura di P. BALZARINI), vol. 1, Milano, 2007, p. 511 ss., part. p. 517, ove l'a. afferma che le perdite possono anche derivare da una causa diversa dall'indebitamento finanziario, ma nella maggior parte dei casi si ravvisa un legame molto stretto fra indebitamento e perdita, identificandosi anche in un rapporto causa-effetto. A dimostrazione di ciò, l'operazione più frequentemente compiuta per eliminare le perdite è l'aumento del patrimonio netto attraverso una riduzione dell'indebitamento finanziario.

²⁵ Oltre alle disposizioni contenute nel codice civile italiano un esempio della previsione della regola “ricapitalizza o liquida” è costituito dal Code de commerce francese (art. L225-248).

²⁶ F.H. EASTERBROOK - D.K. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, pp. 17 ss., in cui si sottolinea la contrattualizzazione del modello nordamericano, basato sul contratto e, conseguentemente, sull'autonomia privata fra le parti, rispetto ai modelli europei in cui si privilegiano delle regole legali sul capitale sociale.

²⁷ G. SANDRELLI, *La direttiva sul capitale sociale dopo l'aggiornamento del 2006: dibattito e riforme*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 6, 2008, pp. 1125 ss.

²⁸ L. ENRIQUES - J. MACEY, *Raccolta di capital di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Rivista delle società*, vol. 47, n.1, 2002, pp. 78ss.; E. FERRAN, *Legal capital rules and modern securities markets – the case for reform, as illustrated by the U.K. Equity Markets*, in *Capital markets and company law* (a cura di K.J. HOPT - E. WYMEERSCH), Oxford, 2003; L. ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. Comm.*, vol. 32, n. 5,

Ciò che voglio mettere in luce è che la perdita di capitale sociale, cioè la riduzione del cuscinetto che viene conservato a tutela dei creditori, restringe la libertà di azione degli amministratori²⁹.

Il principio che si deduce dalle disposizioni del nostro codice civile esaminate sopra, prevede il divieto di continuare l'esercizio di un'impresa sottocapitalizzata se essa non ha un adeguato patrimonio netto³⁰. Ciò che fa scattare tale divieto è la presenza di uno squilibrio patrimoniale dell'impresa, la quale trasferisce il rischio nei confronti dei creditori e dei terzi che interagiscono con la stessa³¹.

Il divieto di continuare l'esercizio della società sottocapitalizzata viene compensato dall'istituto della responsabilità limitata che, come abbiamo visto in precedenza (*supra*, par. 2.1), consente agli azionisti di essere responsabili nei limiti di ciò che hanno conferito³².

Come sappiamo, in caso di insolvenza, si applicano le procedure concorsuali previste dalla legge fallimentare, mediante le quali il legislatore vuole offrire una tutela più intensa a quei soggetti che possono essere legati e travolti dalla fallibilità della società.

Da ciò possiamo dedurre che il nostro legislatore, da un lato prevede piena autonomia per gli imprenditori che vogliono accedere al mercato, dall'altro lato invece, attua delle regole legali più restrittive, riguardanti l'esercizio dell'attività imprenditoriale e aventi l'obiettivo di tutelare gli interessi altrui coinvolti³³.

2005, pp. 607 ss.; J. ARMOUR, *Legal Capital: An Outdated Concept?*, in *European Business Organization Law Review*, 7/2006, pp. 5 ss. In questi testi gli autori evidenziano le inefficienze ed i costi che le regole legali sul capitale sociale comportano anche a danno degli stessi creditori.

²⁹ A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, p. 518, ove l'a. sostiene che le norme poste a tutela del capitale comprimono la libertà gestoria degli amministratori in caso di perdite. Questi ultimi, infatti, in tali circostanze, devono cercare di recuperare tali perdite e gestire conservativamente l'impresa fino alla decisione assembleare sulle sorti della società.

³⁰ In materia di impresa sottocapitalizzata si rinvia a G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzate*, in *Trattato delle società per azioni* (a cura di G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE), 1**, Torino, 2004, p. 3., ove l'a. tratta le possibili conseguenze derivanti dal superamento del limite legale del capitale sociale.

³¹ A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, op. cit., p. 518.

³² Si veda M. S. SPOLIDORO, *voce Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, Aggiornamento, IV, Milano, 2000, p. 195, in cui l'a. mette in luce la libertà degli imprenditori di poter scegliere una forma societaria che prevede il beneficio della responsabilità limitata. Inoltre, egli rileva che tali soggetti hanno anche la libertà di scegliere il livello di capitalizzazione della forma prescelta, pur rispettando i minimi legali previsti dalla legge per ogni tipo di società.

³³ A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, op. cit., p. 520, in cui l'a. sostiene «la possibilità di configurare l'attività imprenditoriale come un fenomeno a doppia faccia: per un verso, come manifestazione della libertà insindacabile di iniziativa economica, riconosciuta a

Evidentemente, in caso di inosservanza del divieto di continuare l'impresa sottocapitalizzata, potrà essere prevista una responsabilità *ex post* per non corretta gestione imprenditoriale³⁴.

Insieme alle norme previste dal codice civile, anche la legge fallimentare prevede delle disposizioni deputate alla protezione dei creditori da parte del debitore, esse si ripercuotono nei confronti degli amministratori alla presenza di una compagine societaria. Mi riferisco ai reati di bancarotta semplice e fraudolenta, rispettivamente artt. 217 e 216, l. fall. Nel caso di bancarotta semplice, l'imprenditore aggrava il proprio dissesto con spese personali eccessive o consuma «una notevole parte del proprio patrimonio in operazioni di pura sorte o gravemente imprudenti». Nel caso di bancarotta fraudolenta (o preferenziale), l'imprenditore, oltre ad aggravare il proprio dissesto, distrae e sottrae attività ai creditori, recando ad essi pregiudizio. Ovviamente, tali reati scattano in caso di fallimento.

Un'analisi più approfondita la merita il punto n. 4 dell'art. 217 l. fall.; si prevede il reato di bancarotta semplice se l'imprenditore abbia aggravato il proprio dissesto, astenendosi di richiedere il proprio fallimento. Si evidenzia che nell'ordinamento italiano non è previsto un obbligo per l'imprenditore di richiedere il proprio fallimento³⁵, ma in caso di omissione, essa comporterà il reato di bancarotta semplice. In altri ordinamenti è invece previsto tale obbligo a carico del debitore, come ad esempio è testimoniato dall'art.5 della legge spagnola in tema di insolvenza (*Ley Concursal* 22/2003 del 9 luglio 2003)³⁶. La previsione di un obbligo a carico

chiunque voglia avvalersene conformandosi alle (non selettive) prescrizioni di legge in materia di accesso al mercato; per altro verso, come potere legittimo di esercitarla purché l'esercizio in concreto rispetti i modi e i limiti fissati dal sistema al fine di tutelare (oltre che la libertà dell'imprenditore, anche) gli interessi altrui coinvolti da quell'esercizio».

³⁴ Mi riferisco alla "responsabilità verso i creditori sociali" ex art. 2394 c.c., la norma, al primo comma, prevede che «gli amministratori rispondono verso i creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale»; alla "responsabilità degli amministratori per omissione di adempimenti conseguenti al verificarsi di una causa di scioglimento" ex art. 2485 c.c.; e alla "responsabilità degli amministratori per una gestione «non conservativa» del patrimonio sociale dopo lo scioglimento della società" ex art. 2486, comma 2, c.c.

³⁵ Nonostante si percepisca la sua importanza come indice valutativo del diritto societario, il riferimento è all'art. 165-ter comma 3, lett. f, del testo unico della finanza.

³⁶ L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit., p. 42.

dell'imprenditore di richiedere le procedure concorsuali ha avuto un impatto positivo per la riduzione del numero di esse³⁷.

Naturalmente, i reati sopra citati si estendono anche agli amministratori della società fallita³⁸. Inoltre, è particolarmente significativo il testo dell'art. 218 l. fall. Esso assimila all'imprenditore i soggetti titolari di funzioni gestorie, come gli amministratori, i direttori generali e i liquidatori, facenti ricorso abusivo al credito, anche fuori dai casi di cui agli artt. 216-217 l. fall., dissimulando il dissesto o lo stato di insolvenza.

Nell'ordinamento inglese, le Sec. 213 e 214 dell'*Insolvency Act* del 1986, prevedono due istituti a tutela degli interessi dei creditori in caso di insolvenza:

- il *fraudulent trading*;
- il *wrongful trading*.

Il primo riguarda la continuazione di attività che arreca pregiudizio ai creditori, il secondo riguarda la continuazione dell'attività quando l'amministratore sapeva o doveva sapere che la società non avrebbe potuto evitare l'insolvenza³⁹.

Vedremo nelle successive pagine del presente elaborato (*infra*, cap. 4) che una responsabilità per continuazione dell'impresa sottocapitalizzata può essere prevista anche nei confronti dei creditori, i quali, mediante i *covenants* o operazioni di conversione del credito in capitale di rischio (*debt-for-equity-swap*), assumono il controllo e la gestione dell'impresa debitrice.

In conclusione, è evidente che una normativa volta a reprimere i comportamenti lesivi degli interessi dei creditori, relativa ai doveri e agli obblighi degli amministratori per la corretta gestione societaria, non basta. Infatti, i creditori non possono pensare che sulla base di tali disposizioni gli amministratori, nominati dagli azionisti, decidano di gestire nell'interesse dei creditori medesimi⁴⁰.

³⁷ In questi termini A. ROJO, *Intervento*, in *Nuove regole per le crisi d'impresa* (a cura di A. JORIO), Milano, Giuffrè, 2001, pp. 173 ss., part. pp. 174-175.

³⁸ Vedi artt. 223-224 legge fallimentare.

³⁹ Si veda al riguardo L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit., p. 43.

⁴⁰ J. ARMOUR - R.J. MOKAL, *Reforming the Governance of Corporate Rescue: The Enterprise Act 2002*, in *Lloyds' Maritime and Commercial Law*, Quarterly, 2005, pp. 28 ss., in cui si evidenzia lo stretto legame tra soci e amministratori anche in situazioni di insolvenza. L'a. sottolinea, quindi, la difficoltà di fare in modo che l'impresa anche in situazioni di crisi sia gestita dagli amministratori, tutelando gli interessi dei creditori e operando un "taglio netto" nel rapporto instaurato con gli *shareholders*. Nella dottrina italiana l'argomento è trattato da L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit., p. 45, ove l'a. afferma che «quando la società è insolvente, il cordone ombelicale che lega gli

È quindi necessario l'intervento della legge o del contratto per risolvere questa problematica, permettendo ai creditori di poter far valere a pieno i loro interessi.

2. Il trasferimento del controllo mediante le procedure di insolvenza

Come ho descritto nei precedenti paragrafi, in caso di crisi dell'impresa debitrice si generano degli *agency costs of debt* tra azionisti e creditori. Dunque, i veri soggetti che risentiranno delle perdite societarie saranno questi ultimi.

Inoltre, appurato che non sono sufficienti delle normative che prevedono delle responsabilità in caso di non corretta gestione degli amministratori, dobbiamo capire come dare risposta al seguente interrogativo: come è possibile tutelare gli interessi dei creditori in situazioni di crisi in cui si generano *agency costs* con gli azionisti?

In soccorso alle nostre problematiche, il legislatore – con la legge fallimentare – ha previsto le procedure di insolvenza. Esse scattano nel momento in cui si configura lo stato di insolvenza del debitore⁴¹ – come sappiamo, lo stato di insolvenza corrisponde ad una mancanza di fiducia che il mercato, in particolar modo rappresentato dai finanziatori, ha nei confronti di quel determinato debitore, il quale non riesce ad adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni ex art. 5, comma 2, l. fall. – ed hanno l'obiettivo primario di tutelare l'interesse dei creditori⁴².

amministratori agli azionisti deve essere reciso. La tutela dei creditori non può tuttavia limitarsi a questo: se le norme penali e le azioni di responsabilità costituiscono un deterrente e, soprattutto, un ristoro *ex post*, non è pensabile che i creditori debbano accontentarsi del fatto che gli stessi amministratori, nominati dagli azionisti e spesso a questi strettamente legati, «cambino cappello» e divengano ora i gestori dell'impresa nell'interesse dei creditori».

⁴¹ Una particolare procedura di insolvenza è il concordato preventivo (artt. 160 ss., l. fall.), la quale permette al debitore di risolvere non solo l'insolvenza, ma anche il suo stato di crisi, lasciandolo in possesso della sua impresa.

⁴² In realtà le procedure di insolvenza possono anche tutelare ulteriori interessi, ad esempio, l'interesse dei lavoratori, l'interesse alla stabilità del mercato; per un approfondimento si veda L. CAPRIO, *L'efficienza economica delle procedure di gestione del dissesto in Italia: un'interpretazione delle evidenze empiriche della ricerca*, in *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica* (a cura di L. CAPRIO), Milano, Studi e ricerche del Mediocredito Lombardo, 1997, pp. 1 ss., part. pp. 5 ss.

Le procedure concorsuali – fallimento, liquidazione coatta amministrativa, amministrazione straordinaria e concordato preventivo – realizzano il necessario trasferimento del controllo dell'impresa in crisi nei confronti dei creditori⁴³.

Grazie a tale trasferimento si ricompone il nesso tra controllo e rischio d'impresa⁴⁴.

Quando, ad esempio, l'impresa ha un valore ed è produttiva, ma il debitore ha un debito che distruggere tale valore, egli non avrà interesse a continuare la sua attività perché il profitto sarà utilizzato per ripagare i debiti. In questi casi, è di vitale importanza trasferire il controllo dell'impresa ai veri fornitori di capitale di rischio, la quale, essendo produttiva, permetterà ad essi di poter massimizzare il loro credito⁴⁵. Quindi, non sempre vale l'equazione impresa in crisi = impresa da cessare. Le sorti dell'imprenditore e della sua impresa possono distaccarsi, perché nella realtà, con i dovuti accorgimenti e con l'attuazione delle dovute operazioni di ristrutturazione – pensiamo ad operazioni di *turnaround* – l'impresa può continuare la sua vita anche senza il suo originario imprenditore⁴⁶.

Tali procedure organizzano efficientemente anche i rapporti intercorrenti fra gli stessi creditori, prevedendo delle regole per armonizzare le esigenze e le necessità di tutte le categorie di essi – pensiamo alle divergenze che sussistono tra creditori prelatizi e creditori chirografari, i primi avranno solo l'obiettivo di proteggere la loro prelazione anche se essa comporterà uno svantaggio a danno dei secondi – che, altrimenti, sarebbero un «gruppo senza regole»⁴⁷. Naturalmente il trasferimento del controllo e l'armonizzazione degli interessi dei creditori variano a seconda della tipologia di procedura adottata.

Inoltre, grazie alla riforma 2005 (D.Lgs. 35/2005), prendendo spunto dalla Legge Marzano (L. 39/2003)⁴⁸, si prevede la possibilità che i creditori possano

⁴³ L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit., pp. 50 ss.

⁴⁴ Il tema della gestione e del suo legame con il rischio d'impresa è trattato da F. DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, Giuffrè, 1973, F. VASSALLI, *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione*, Milano, Giuffrè, 1973, e A. NIGRO, *Il fallimento del socio illimitatamente responsabile*, Milano, 1974.

⁴⁵ Si veda al riguardo L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit., p. 46 ss.

⁴⁶ Pensiamo al caso Parmalat.

⁴⁷ L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit. pp. 52-53.

⁴⁸ L'art. 4-bis, primo comma della citata legge, in particolare, dispone quanto segue: «Nel programma di ristrutturazione il commissario straordinario può prevedere la soddisfazione dei creditori attraverso un concordato, di cui deve indicare dettagliatamente le condizioni e le eventuali garanzie. Il

diventare soci a tutti gli effetti mediante la conversione dei loro crediti in capitale di rischio; tale operazione è prevista tra le varie modalità che oggi offre l'art. 160 l. fall. in materia di contenuto di concordato preventivo⁴⁹. Come vedremo nel corso del lavoro (*infra*, cap. 3), la conversione dei crediti in *equity* è posta in essere in particolar modo dalle banche (creditori forti), le quali hanno, in questo caso, un controllo interno all'impresa.

Infine, le riforme 2006-2007 hanno realizzato un potere di controllo – finalmente più incisivo – per i creditori all'interno delle procedure di insolvenza (si rinvia al seguente paragrafo).

Tutto quello che si è appena detto contribuisce significativamente ad abbattere il problema degli *agency costs*, presente in maniera molto più pregnante prima delle recenti modifiche alla legge fallimentare.

2.1. «Spossessamento» del debitore, poteri e limiti del creditore all'interno delle procedure di insolvenza: cenni

Dalla apertura delle procedure di insolvenza il debitore avrà dei limiti alla gestione della sua impresa e, al contempo, i creditori potranno beneficiare di poteri

concordato può prevedere: a) la suddivisione dei creditori in classi secondo la posizione giuridica ed interessi economici omogenei; b) trattamenti differenziati fra creditori appartenenti a classi diverse; c) la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei creditori attraverso qualsiasi forma tecnica, o giuridica, anche mediante accollo, fusione o altra operazione societaria; in particolare, la proposta di concordato può prevedere l'attribuzione ai creditori, o ad alcune categorie di essi nonché a società da questi partecipate, di azioni o quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni o altri strumenti finanziari e titoli di debito; c-bis) l'attribuzione ad un assuntore delle attività delle imprese interessate dalla proposta di concordato. Potranno costituirsi come assuntori anche i creditori o società da questi partecipate o società, costituite dal commissario straordinario, le cui azioni siano destinate ad essere attribuite ai creditori per effetto del concordato. Come patto di concordato, potranno essere trasferite all'assuntore le azioni revocatorie, di cui all'articolo 6, promosse dal commissario straordinario fino alla data di pubblicazione della sentenza di approvazione del concordato».

⁴⁹ A norma dell'art. 160 l. fall. il contenuto del piano può prevedere:

- a) la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito;
- b) l'attribuzione delle attività delle imprese interessate dalla proposta di concordato ad un assuntore; possono costituirsi come assuntori anche i creditori o società da questi partecipate o da costituire nel corso della procedura, le azioni delle quali siano destinate ad essere attribuite ai creditori per effetto del concordato;
- c) la suddivisione dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei;
- d) trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse.

per far in modo che siano tutelati adeguatamente i loro interessi nell'attivo della società.

Durante le procedure di insolvenza infatti, il debitore non potrà più compiere atti lesivi degli interessi dei creditori; pensiamo alla concessione di una garanzia su un immobile che viene stipulata tra il debitore ed un terzo dopo l'apertura di una procedura concorsuale. Al riguardo, sono previsti dalla legge fallimentare gli artt. 44 e 167, rispettivamente in materia di fallimento e di concordato preventivo. Questi tipi di atti sono "atti inefficaci" secondo il nostro legislatore; la procedura continuerà il suo corso come se questi atti non si fossero verificati.

È importante sottolineare le differenze che vi sono fra le procedure di fallimento e concordato preventivo: nel fallimento si realizza un vero e proprio «spossessamento» del debitore, mentre nel concordato preventivo il debitore può rimanere in possesso dei suoi beni a meno che non compia atti in contrasto con le finalità della procedura. Il concordato preventivo – soprattutto dopo la riforma – si avvicina molto al modello americano offerto dal Chapter 11, quest'ultimo prevede infatti la disciplina del c.d. «debtor-in-possession»⁵⁰.

Con il D.Lgs. 5/2006 ed il successivo D.Lgs 169/2007 si sono ulteriormente rafforzati i poteri di controllo dei creditori all'interno delle procedure di insolvenza; sono stati accentuati il ruolo e le funzioni del comitato dei creditori in modo particolare nei confronti del curatore fallimentare dall'art. 41 l. fall.⁵¹, inoltre lo stesso comitato può chiedere a maggioranza la sostituzione del curatore grazie all'introduzione dell'art. 37-bis l. fall., fermo restando l'accettazione della richiesta da parte del tribunale, il quale dovrà valutare e confermare la sussistenza dei motivi addotti dai creditori⁵².

⁵⁰ Per una analisi comparatistica tra la legge fallimentare italiana e il Bankruptcy Code degli Stati Uniti è utile la lettura di P. MANGANELLI, *Gestione delle crisi di impresa in Italia e negli Stati Uniti: due sistemi fallimentari a confronto*, in *Fallimento*, 2011, n. 2, pp. 129 ss.

⁵¹ Si veda al riguardo G. MINUTOLI, *Commento all'art. 41 l. fall.*, in *La legge fallimentare, commentario teorico-pratico* (a cura di M. FERRO), II ed., Padova, p. 491.

⁵² Prima della riforma, infatti, si denunciava la mancanza di un vero e proprio controllo dei creditori nei confronti dei soggetti, come il curatore, deputati alla gestione dell'impresa durante le procedure concorsuali. A causa di queste carenze si incrementavano gli *agency costs* all'interno dell'apparato gestorio dell'impresa debitrice. Per un esame di questa problematica si rinvia a L. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Rivista delle società*, 2004, IV, pp. 1041-1081.

Tuttavia, la riforma della legge fallimentare ha prodotto uno sbilanciamento di poteri tra creditori “forti” e creditori “deboli”⁵³.

Un breve cenno (non è questa la sede per trattare in maniera analitica l'argomento) lo merita l'azione di revocatoria fallimentare. Essa permette al curatore di poter richiedere al tribunale fallimentare la revoca di atti compiuti dal debitore, prima di essere dichiarato fallito, che hanno inciso sul patrimonio, depauperandolo, ex art. 67 l. fall. Tuttavia, al comma 3 del citato articolo, sono previste delle esenzioni alla revocatoria fallimentare (pensiamo agli atti, ai pagamenti ed alle garanzie compiuti in esecuzione di un concordato preventivo).

In compensazione a tutto ciò, si prevede però il divieto di azioni esecutive individuali per i creditori, rispettivamente, artt. 51 l. fall. (fallimento), 168 l. fall. (concordato preventivo), 201 l. fall. (liquidazione coatta «ordinaria»), art. 83 comma 3 d.lgs. 385/1993 (liquidazione coatta delle banche), art. 262 d.lgs. 209/2005 (liquidazione coatta delle assicurazioni), nonché artt. 18 e 49 d.lgs. 270/1999 (amministrazione straordinaria). Il divieto è stato introdotto per una duplice finalità:

- rispettare l'ordine delle cause legittime di prelazione;
- massimizzare il valore dell'attivo.

L'attivo residuo dell'impresa in crisi deve essere protetto non solo dai comportamenti irresponsabili ed opportunistici del debitore, ma anche da quelli aggressivi degli stessi creditori, i quali possano distruggere anch'essi il patrimonio. Nel Bankruptcy Code statunitense tale divieto è presente e prende il nome di «automatic stay».

2.2. Procedure di insolvenza: «non è tutto oro quel che luccica»

Abbiamo analizzato fin qui gli aspetti favorevoli – incrementati grazie alle riforme intervenute in materia a partire dal 2005 – che le procedure concorsuali prevedono per il trasferimento del controllo dell'impresa in crisi ai creditori, i quali sono i veri *residual claimants*.

⁵³ Per un approfondimento di questa tematica si veda L. STANGHELLINI, *Creditori «forti» e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2006, n.4, pp. 377 ss., in cui si sottolinea che la previsione di una votazione a maggioranza per somma e non per numero all'interno del comitato crea una supremazia della volontà dei creditori forti.

Ora è opportuno focalizzare l'attenzione su quali sono invece i limiti che tali procedure possiedono.

In primo luogo, le procedure concorsuali si attivano quando ormai la crisi è scoppiata e potrà essere troppo tardi per riuscire a tutelare a pieno gli interessi dei creditori⁵⁴.

In secondo luogo, nelle fasi iniziali in cui si verifica il passaggio del controllo, i creditori hanno bisogno della cooperazione del debitore, il quale è l'unico ad avere quelle conoscenze specifiche che gli consentono di capire quali sono i giusti passi da porre in essere per la massimizzazione del valore dell'attivo; logicamente, i creditori devono stare attenti e guardare con la dovuta diffidenza le operazioni che intendono fare o suggerire i debitori, perché sono stati questi ultimi a causare la crisi⁵⁵.

In terzo luogo, le procedure di insolvenza comportano di per sé, inevitabilmente, la conseguenza di una riduzione dell'attivo patrimoniale e, conseguentemente, una perdita per i creditori, avendo dei significativi costi e non riuscendo ad abbattere neanche i costi indiretti, dovuti alle scelte errate che il debitore adotta in prossimità dell'insolvenza⁵⁶.

Come possiamo allora poter risolvere questi problemi che affliggono il meccanismo attivato dal potente motore delle procedure di insolvenza? Per una risposta al quesito si rinvia ai prossimi paragrafi.

3. La «contrattualizzazione» dell'insolvenza: il ruolo delle banche

Abbiamo visto fino ad ora come la legge, attraverso le procedure concorsuali, possa disciplinare le situazioni di crisi imprenditoriale, in cui divergono gli interessi tra *shareholders* e creditori.

⁵⁴ Per questo motivo il Chapter 11 prevede degli incentivi per il debitore che decide di aprire personalmente una procedura di insolvenza.

⁵⁵ Si veda L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit., p. 57.

⁵⁶ Per i costi relative al diritto fallimentare Americano si veda A. BRIS - I. WELCH-N. ZHU, *The Costs of Bankruptcy. Chapter 7 Liquidation v. Chapter 11 Bargaining*, Yale ICF Working Paper No. 04-13, 29 novembre 2004, disponibile al sito www.ssrn.com. Per i costi relativi al diritto fallimentare inglese si veda J.R. FRANKS - O. SUSSMAN, *Resolving Financial Distress By Way of a Contract: an Empirical Study of Small UK Companies*, paper presentato alla Tuck Contemporary Governance Conference, New Orleans, 12 novembre 2000, disponibile al sito www.ssrn.com. Per l'Italia, si vedano gli studi DI M. BELCREDI - R. BARONTINI - A. FLOREANI, in *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica* (a cura di L. CAPRIO), Milano, 1997; e C. TRENTINI, *Le spese nel fallimento*, in *Giurisprudenza di merito*, 2009 fasc. 7-8S, pp. 74 – 91.

Queste ultime realizzano il trasferimento del controllo in capo ai creditori, organizzando efficientemente i loro interessi, grazie, in modo particolare, alle riforme attuate dal 2005 in materia di legge fallimentare.

Nel paragrafo precedente abbiamo però individuato delle «carenze» che le procedure possono avere; tra le maggiori spiccano i costi e la mancanza di poter prevenire in tempi rapidi e adeguati l'insolvenza, ad eccezione di quei rari casi in cui sia lo stesso debitore ad attivarle prima che la sua situazione sia compromessa.

In sostituzione di queste soluzioni giudiziali e legali, il contratto può rappresentare il mezzo con il quale si possono raggiungere risultati affini, anche se non analoghi, alle prime. Questa seconda strada, alla quale fino ad oggi la nostra dottrina ha mostrato non molta attenzione⁵⁷, a differenza dalla dottrina d'oltreoceano⁵⁸, non può essere ignorata.

Il contratto infatti, attualmente, è utilizzato da molti creditori – su tutti le banche, le quali hanno a disposizione i mezzi e gli strumenti idonei a ottimizzare l'efficacia delle soluzioni contrattuali – come disciplina alla crisi d'impresa, al fine di permettere ad essi di poter non solo tutelare i loro interessi al momento estremo in cui si verifica l'insolvenza, ma anche di poterla prevenire.

Si evidenzia che nell'ultimo decennio si sono moltiplicati i contratti che al loro interno contengono delle pattuizioni contrattuali per risolvere delle situazioni di crisi e di conflitto; come, del resto, sono aumentate le soluzioni stragiudiziali rispetto alle classiche procedure concorsuali (pensiamo alla ristrutturazione della Fiat del 2005, la quale ha consentito di salvare la casa automobilistica italiana per eccellenza grazie ad un accordo di natura privatistica firmato con le banche⁵⁹).

La «contrattualizzazione» dell'insolvenza ha molti vantaggi rispetto alle procedure concorsuali:

⁵⁷ Gli unici ad avere trattato la tematica possono considerarsi: L. STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007; A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi* (a cura di P. BALZARINI), vol. 1, Milano, 2007, p. 511 ss.; A. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2011, n. 8, pp. 14 ss.

⁵⁸ La dottrina americana in materia è molto vasta, è dunque impossibile poterla citare in un'unica nota bibliografica, per tal motivo si rinvia ad i riferimenti che verranno inseriti nel capitolo 2.

⁵⁹ Del caso Fiat si tratterà specificatamente nel capitolo 3 dedicato alle operazioni di conversione dei crediti in capitale di rischio, nello specifico si è trattato di un prestito convertendo.

- non sono presenti i costi diretti delle procedure concorsuali e si possono evitare i costi indiretti⁶⁰;
- le parti hanno maggiori flessibilità, non dovendo attenersi alla lettera a quanto prevede la legge;
- può realizzare degli accordi che si plasmano alle singole situazioni in concreto;
- può prevenire l'insolvenza attraverso l'attuazione di un'attività di *monitoring* da parte dei creditori nei confronti del debitore⁶¹;
- può determinare convenzionalmente lo *starting point* della crisi⁶².

Quando mi riferisco alle pattuizioni contrattuali che possono disciplinare la crisi d'impresa, intendo principalmente i *covenants* contrattuali (*infra*, cap. 2) – positivi o negativi – che sono usualmente inseriti nei contratti di finanziamento⁶³, nei prestiti obbligazionari⁶⁴ e, talvolta, anche all'interno di strumenti finanziari partecipativi⁶⁵.

Tali clausole prevedono la possibilità di un *monitoring* che il creditore, la banca, può realizzare sul debitore, facendo in modo che si controlli l'andamento dell'impresa debitrice (*infra*, cap. 2, par. 1).

I *covenants* hanno quindi il compito di proteggere il creditore da comportamenti opportunistici del debitore, riducendo così gli *agency costs* dovuti dal c.d. *moral hazard*⁶⁶.

Mediante questi strumenti contrattuali il creditore può quindi assumere il controllo contrattuale dell'impresa debitrice nel momento in cui essa li violi (*events of*

⁶⁰ Per i riferimenti bibliografici si rinvia alla nota n. 54.

⁶¹ Tra i tanti si veda, ad esempio, G. G. TRIANTIS – R. J. DANIELS, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, in *Cal. L. Rev.*, 1995, pp. 1073 ss., ove gli autori analizzano l'attività di monitoraggio delle banche nei confronti dei loro creditori. In caso in cui si verificano delle inefficienze del *management* (*managerial slack*), le banche possono avere due opzioni: l'uscita (*exit*) o l'esercizio di poteri di *voice*. Il punto sarà trattato adeguatamente al cap. 2, par. 1.

⁶² A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, op. cit.

⁶³ Si veda, ad esempio, G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *RDS*, 2009, III, pp. 609 ss.

⁶⁴ Si veda, ad esempio, SMITH – WARNER, *On financial contracting – An analysis of bond covenants*, in *J. Fin. Econ.*, 1979, pp. 117-161.

⁶⁵ A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le società*, n.8, 2011, p. 926.

⁶⁶ Cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in 57 *UCLA L. Rev.* (2009), pp. 115 ss.

default)⁶⁷; è stato recentemente sostenuto che una sorta di controllo si ravvisi anche in una società solvente⁶⁸.

Nella prassi contrattuale tra banche e grandi imprese si registra sempre più frequentemente la possibilità di dar vita ad un controllo interno del creditore sulle imprese in crisi attraverso operazioni di conversione del credito in azioni (*debt-for-equity swap*, *infra*, cap. 3), grazie alle quali le banche acquisiscono partecipazioni in imprese non finanziarie e queste ultime possono uscire dall'insolvenza attraverso un aumento di capitale e compensando il credito delle prime⁶⁹.

Le prassi contrattuali di governo stragiudiziale delle crisi d'impresa sono molto sviluppate negli Stati Uniti che, come abbiamo visto precedentemente (*supra*, par. 2.2), preferiscono un modello contrattuale ad un modello fondato sulle regole legali attinenti al capitale sociale. In America si è sviluppata la notissima *reorganization*, essa ha costituito e costituisce ancora oggi un meccanismo efficace per la ristrutturazione delle imprese in crisi⁷⁰.

Nonostante i consistenti vantaggi che la prassi contrattuale può apportare, devono essere analizzati anche i limiti che il contratto possiede.

In primo luogo, è molto difficile poter conoscere e disciplinare *ad hoc* l'insolvenza prima della sua emersione, sovente deriva da cause imponderabili *ex ante*.

⁶⁷ Per un'analisi dell'influenza che hanno i creditori sull'impresa debitrice insolvente attraverso i covenants si rinvia a D.G. BAIRD – R.K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in 154 *U. Penn. L. Rev.*, 2006, pp. 1209 ss.

⁶⁸ F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, op. cit.

⁶⁹ Studi americani relativamente recenti hanno dimostrato la maggior apertura delle banche verso l'acquisizione di partecipazioni in società non finanziarie se, ovviamente, tali operazioni convengono ai creditori; si veda S.C. GILSON, *Bankruptcy, boards banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default*, in *Journal of financial economics*, Vol. 27 n. 2, 1990, pp. 355 ss. L'incidenza delle banche all'interno delle imprese non finanziarie varia a seconda del sistema legale; per un'analisi comparata dei sistemi legali statunitense, inglese, tedesco e giapponese si veda L. NIERI, *Il ruolo delle banche nelle crisi d'impresa: l'esperienza di Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Giappone*, in *Banca Impresa e Società*, 1996, n. 3, pp. 379 ss.

⁷⁰ Per dei riferimenti storici alla nascita della "corporate reorganization" è d'obbligo il rinvio a D.A. SKEEL, *Debt's Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*, Princeton, N.J., Princeton University Press, 2001, pp. 52 ss. Per dei riferimenti attuali si vedano: M.J. ROE, *Corporate Reorganization and Bankruptcy, Legal and Financial Materials*, New York, 2000; Id., *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganizations*, in *Columbia L. Rev.*, pp. 527 ss.; L. A. BEBCHUCK, *A New Approach to Corporate Reorganization*, in *Harv. L. Rev.*, 1988, pp. 775 ss.; L. A. BEBCHUCK – H. F. CHANG, *Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization*, in *Journal of Law, Economics & Organizations*, 1992, pp. 253 ss.

In secondo luogo, è molto complesso poter coordinare i vari interessi in gioco dei plurimi creditori dell'impresa debitrice.

In terzo luogo, la stipulazione dei contratti può avere un costo consistente per le parti, esse ricorreranno a consulenti legali e finanziari che si faranno pagare profumatamente per la loro attività intellettuale prestata⁷¹.

In quarto luogo, sono pochi i creditori che hanno a disposizione quegli strumenti e quelle conoscenze tecniche che permettono di esercitare un'influenza importante sulla gestione dell'impresa debitrice mediante delle pattuizioni contrattuali⁷².

3.1. *L'importanza degli accordi stragiudiziali "protetti"*⁷³

In aiuto alle soluzioni contrattuali della crisi d'impresa, il legislatore italiano, con la riforma del 2005 (legge 80/2005), ha introdotto gli artt. 182-bis e 67, comma 3, lett. d, l. fall., rispettivamente corrispondenti all'accordo di ristrutturazione dei debiti e al piano di risanamento attestato.

Questi tipi di accordi vengono definiti "protetti" perché, differentemente dagli accordi stragiudiziali di diritto comune, prevedono delle tutele e delle garanzie molto significative per i soggetti che li pongono in essere.

Oggi, tali istituti sono sempre più frequenti nella prassi di ristrutturazione e/o risanamento delle imprese in crisi, essendo molto più in sintonia e plasmandosi efficientemente ad ogni vicenda imprenditoriale che viene alla luce nel nostro Paese.

Come sappiamo, una caratteristica che differenzia gli accordi "protetti" da quelli di diritto comune è la relazione del professionista avente le caratteristiche di cui

⁷¹ Sui i costi in Inghilterra si veda A. BELCHER, *Corporate Rescue: A Conceptual Approach to Insolvency Law*, London, Sweet & Maxwell, 1997. Soltanto le grandi imprese possono sostenere costi elevate derivanti dalle contrattazioni, si veda M. BELCREDI, *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni '90*, in *La gestione delle crisi di impresa in Italia: un'analisi economica* (a cura di L. CAPRIO), Milano, 1997, pp. 273 ss. in cui si evidenzia che esiti positivi da operazioni stragiudiziali sono raggiunti da grandi imprese.

⁷² Nella realtà solo i grandi finanziatori, come le banche, possono avere la possibilità di realizzare e stipulare simili pattuizioni contrattuali. È difficile pensare che il "piccolo" fornitore di merci possa avere la competenza di convenire tali prassi contrattuali.

⁷³ Scopo di questo paragrafo è solo di mettere in evidenza la rilevanza che gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis e i piani di risanamento attestati ex art. 67 hanno assunto attualmente nelle soluzioni stragiudiziali alle crisi d'impresa. Grazie ad essi il contratto tra creditori e debitori può godere di "protezioni" importanti, le quali incentivano e spingono la disciplina contrattualistica dell'insolvenza in sostituzione alla legge. Per un'analisi approfondita delle caratteristiche degli istituti si rinvia alla vasta dottrina in materia.

all'art. 67, comma 3, lett. d, l. fall. Egli deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano. La relazione è un punto cruciale e con essa il professionista potrà essere soggetto ad importanti responsabilità.

L'accordo di ristrutturazione dei debiti tutela l'attivo residuo prevedendo il divieto per i creditori anteriori di porre in essere azioni individuali esecutive; con la recente legge n. 122 del 2010 sono stati introdotti i commi 6-7-8 all'art. 182-bis. I nuovi commi consentono di estendere tale divieto anche alla fase delle trattative.

L'art. 182-quater, introdotto nel 2010, prevede oggi la prededuzione per i finanziamenti in esecuzione e in funzione di un accordo di ristrutturazione dei debiti, oltre al concordato preventivo⁷⁴.

Inoltre, gli atti compiuti in esecuzione di accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis o di piani di risanamento ex art. 67 sono esenti da revocatoria fallimentare ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d-e.

Si segnala però ancora uno "scomodo" difetto di coordinamento tra diritto societario e diritto fallimentare soprattutto in materia della nuova disciplina delle esenzioni da revocatoria fallimentare ex art. 67, comma 3, lett. d-e⁷⁵. I creditori forti possono porre in essere dei comportamenti configuranti una responsabilità da abuso di controllo ex art. 2497 c.c. per le operazioni compiute in situazioni di difficoltà finanziarie; nonostante ciò, il legislatore non ha dato ancora una risposta per chiarire come tali comportamenti si possano conciliare con la revocatoria suddetta⁷⁶. L'istituto della revocatoria potrebbe dunque costituire un'arma a doppio taglio tale da offrire una disciplina di esagerato e controproducente favore o privilegio (*safe harbor*)

⁷⁴ Cfr. L. STANGHELLINI, *Finanziamenti ponte e finanziamenti alla ristrutturazione*, in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2010 fasc. 12, pp. 1346 – 1365, ove l'a. analizza dettagliatamente i diversi tipi di finanziamento che sono inclusi nell'articolo, dividendoli in tre categorie: finanziamenti-ponte, finanziamenti alla ristrutturazione e finanziamenti soci. L'argomento sarà approfondito nel cap. 2, par. 2.7, in materia di nuova finanza.

⁷⁵ L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi d'impresa*, in *RDS*, 2010, n. 2, pp. 415 ss.

⁷⁶ S. BONFATTI, *La promozione e la tutela delle procedure di composizione negoziale della crisi d'impresa nella riforma della legge fallimentare*, reperibile al sito www.iudicium.it, 2005, n. 1, pp. 45 ss.; S. CENNERAZZO, *Azione di responsabilità per concessione abusiva del credito: gli spazi di legittimazione del curatore fallimentare dopo la sentenza delle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, n. 2, pp. 30 ss., ove si sottolinea tale carenza all'interno del nostro ordinamento giuridico.

per gli istituti di credito⁷⁷. Per ulteriori dettagli della problematica si rinvia al capitolo IV del presente lavoro.

Ancora, il debitore che compie atti in funzione o in esecuzione di accordi stragiudiziali “protetti” sarà, a sua volta, esentato dai reati di bancarotta semplice e fraudolenta (o “preferenziale”) ai sensi del nuovo art. 217-bis, in caso di successivo fallimento. Già prima della riforma del 2010, la dottrina maggioritaria prevedeva questa esenzione da responsabilità penale, sostenendo la liceità di atti “autorizzati” dall’ordinamento giuridico⁷⁸.

Evidentemente, l’accordo di ristrutturazione dei debiti offre una tutela più ampia rispetto al piano di risanamento attestato perché il primo prevede un intervento attivo del giudice, mentre il secondo prevede solo un intervento successivo e stabilizzante⁷⁹. Se gli accordi di ristrutturazione dei debiti sono più protettivi, i piani di risanamento attestati si mostrano più rapidi e flessibili. Ciò è confermato dalle recenti modifiche fallimentari, le quali hanno avuto ad oggetto soprattutto gli accordi di ristrutturazione, lasciando più all’autonomia privata la disciplina dei piani di risanamento.

Non sottovalutiamo però la netta differenza che esiste tra il concordato preventivo e tali accordi “protetti”, la procedura concorsuale vincola per effetto del *cram-down*, ispirandosi al modello americano del Chapter 11, i creditori dissenzienti, mentre gli accordi non sono vincolanti per i creditori che non sono parte di essi, questi ultimi dovranno essere soddisfatti integralmente.

Naturalmente, la scelta fra questi accordi e le procedure di insolvenza dipende dalle caratteristiche delle singole fattispecie che si realizzano in concreto; un

⁷⁷ A. NIGRO, «Privatizzazione» delle procedure concorsuali e ruolo delle banche, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2006, n. 1, pp. 359 ss.; B. INZITARI, L’abusiva concessione del credito: pregiudizio per i creditori e per il patrimonio del destinatario del credito, in *Società*, 2007, p. 462; L. STANGHELLINI, Il credito irresponsabile alle imprese e ai privati: profili generali e tecniche di tutela, in *Società*, 2007, p. 404; G. GIANNELLI, Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione dei debiti, piani di risanamento dell’impresa nella riforma delle procedure concorsuali. Prime riflessioni, in *Dir. fall.*, 2005, I, pp. 1170 ss.; F. GUERRERA, La procedura di composizione concordata della crisi nel progetto di legge delega, in *Dir. fall.*, 2004, I, pp. 132 ss.

⁷⁸ In tal senso F. GIUNTA, Revocatoria e concordato preventivo: tutela penale, in *Dir. prat. fall.*, 2006, I, p. 37; A. ALESSANDRI, Profili penalistici delle innovazioni in tema di soluzioni concordate delle crisi d’impresa, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, pp. 111 ss., spec. pp. 129-130; R. BRICCHETTI, Profili penali, in AA.VV., *Le nuove procedure concorsuali. Dalla riforma «organica» al decreto «correttivo»*, a cura di S. AMBROSINI, Bologna, 2008, pp. 639 ss., spec. pp. 644-645; A. ZORZI, Il finanziamento alle imprese in crisi e le soluzioni stragiudiziali (piani attestati e accordi di ristrutturazione), in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 1236.

⁷⁹ Si veda L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, op. cit., pp. 314 ss.

vantaggio importante è che, mediante le nuove soluzioni stragiudiziali il debitore può far conoscere il suo stato di crisi solo ai creditori con i quali stipulerà il piano di ristrutturazione e/o risanamento, avendo la capacità di escludere dalle negoziazioni gli altri creditori.

In conclusione, grazie all'introduzione di questi due nuovi istituti, oggi le soluzioni contrattuali alla crisi d'impresa godono di importanti tutele rispetto al passato; esse permettono la crescita della disciplina contrattuale della crisi d'impresa, sempre che ci siano i presupposti idonei nella pratica per la loro realizzazione; sembra comunque inimmaginabile una disciplina dell'insolvenza che ricorra esclusivamente al contratto, tagliando fuori la legge e le sue procedure concorsuali.

4. Conclusioni

Nel corso del presente capitolo siamo giunti alle seguenti conclusioni:

a) *Sul valore del debito:*

1. Il debitore non contrae debito per piacere, ma esso è, inevitabilmente, una delle componenti del capitale di ogni impresa;
2. un corretto indebitamento giova all'impresa;
3. l'istituto della responsabilità limitata permette ai soci di scaricare le perdite sui creditori;
4. in teoria, secondo il Teorema Modigliani e Miller, a certe condizioni l'impresa dovrebbe essere costituita interamente da capitale di debito, ma in realtà, essa è frutto di un mix tra capitale di debito e capitale di rischio.

b) *Sull'indebitamento insostenibile:*

1. Se l'indebitamento supera la soglia della sostenibilità i creditori diventano i veri fornitori di capitale di rischio;
2. in situazioni di insolvenza i soci-*managers* sono incentivati ad intraprendere operazioni ad alto rischio a danno dei creditori, i quali risentiranno esclusivamente delle perdite;

3. si generano degli *agency costs of debt* tra creditori e soci azionisti;
4. per eliminare tali costi di agenzia occorre trasferire il controllo dell'impresa nelle mani dei creditori.

c) *Sul capitale sociale e i doveri degli amministratori:*

1. In Europa, con la Seconda Direttiva, si attuano delle regole legali che prevedono un limite al capitale sociale;
2. alcuni Stati membri prevedono all'interno dei loro ordinamenti anche delle ulteriori regole ancora più restrittive, su tutta la regola "ricapitalizza o liquida", secondo la quale se la società supera il limite legale di capitale sociale può avere due alternative: ricapitalizzare o liquidare. Tale regola è prevista anche nel nostro codice civile [(artt. 2446, 2447 per le S.p.A.) (artt. 2482-bis e 2482-ter per le s.r.l.)]. Negli Stati Uniti invece, si preferisce una disciplina contrattuale;
3. dalle disposizioni citate nasce il divieto di continuare l'impresa sottocapitalizzata, se il divieto non viene rispettato gli amministratori possono incorrere in responsabilità *ex post* per non corretta gestione dell'impresa;
4. la legge fallimentare prevede i reati di bancarotta semplice e fraudolenta (o preferenziale) per chi non ha gestito correttamente un'impresa insolvente in caso di successivo fallimento (artt. 216-217 l. fall.);
5. in Inghilterra si prevedono al riguardo due istituti: il *fraudulent trading* ed il *wrongful trading*;
6. le regole legali che attribuiscono una certa responsabilità agli amministratori in caso di non corretta gestione dell'impresa non bastano a risolvere il problema del conflitto di interessi tra creditori e azionisti in situazioni di crisi.

d) *Sul trasferimento del controllo mediante le procedure di insolvenza:*

1. Le procedure di insolvenza realizzano il trasferimento del controllo dell'impresa in crisi nelle mani dei creditori, i quali sono i veri fornitori di capitale di rischio;

2. le procedure di insolvenza organizzano gli interessi delle varie categorie di creditori, i quali sarebbero altrimenti un «gruppo senza regole»;
3. grazie alle recenti riforme della legge fallimentare i creditori godono di effettivi poteri di controllo anche nei confronti dei soggetti che gestiscono l'andamento di tali procedure, come, ad esempio, il curatore (artt. 37.bis-41, l. fall.);
4. le procedure di insolvenza prevedono alcuni svantaggi, su tutti vi sono i costi delle stesse e la loro attivazione quando si è già verificata l'insolvenza;

e) *Sul trasferimento del controllo mediante il contratto:*

1. Il contratto può sostituirsi alle procedure di insolvenza per disciplinare situazioni di crisi;
2. la disciplina contrattuale dell'insolvenza si realizza attraverso la stipulazioni di pattuizioni contrattuali, i *covenants*, che permettono di realizzare il trasferimento del controllo dell'impresa nella mani dei creditori;
3. i creditori possono convenire di convertire il loro credito in *equity*, in tal modo possono assumere un controllo interno all'impresa;
4. la «contrattualizzazione» dell'insolvenza ha dei significativi vantaggi rispetto alle procedure concorsuali, anche se queste ultime non possono essere evitate in certe situazioni che emergono nella realtà;
5. il contratto presenta anche delle carenze, come, ad esempio, i costi di negoziazione e la esigenza di avere quella adeguata competenza per stipulare le pattuizioni contrattuali;
6. gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis, l. fall. e i piani di risanamento attestati ex art. 67, comma 3, lett. d, l. fall. incentivano le soluzioni stragiudiziali alle crisi d'impresa, prevedendo delle «protezioni» che gli accordi stragiudiziali di diritto comune non possiedono.

CAPITOLO II

LENDER GOVERNANCE E DEBT COVENANTS

SOMMARIO: 1. Il monitoraggio del creditore. – 1.1. Il modello di *corporate governance* tradizionale. – 1.2. Le banche come creditori speciali. – 1.3. Il ruolo del debito nella *corporate governance*. – 1.4. L'importanza dei *bank-loan covenants* nella *corporate governance*: il caso Warnaco. – 2. Strumenti contrattuali a tutela degli interessi dei creditori: i covenants. – 2.1. Tipologie di covenants. – 2.1.1. Covenants per la corretta gestione imprenditoriale. – 2.1.2. Covenants che impongono limiti alle scelte gestionali della società. – 2.1.3. Covenants di bilancio. – 2.1.4. Covenants che si riferiscono a terzi come condizione di *default*. – 2.1.5. Covenants informativi. – 2.2. La particolarità dei bond covenants. – 2.3. *Events of default*. – 2.3.1. La rinegoziazione. – 2.3.2. L'art. 72, comma 6, legge fallimentare. – 2.4. Profili civilistici dei covenants. – 2.4.1. La nullità dei covenants. – 2.5. Profili societari dei covenants. – 2.5.1. La previsione di una convocazione *ex-ante* dell'assemblea. – 2.5.2. La pubblicità della stipulazione dei covenants. – 2.6. Covenants all'interno dei finanziamenti a gruppi di società. – 2.7. La stipulazione dei covenants per garantire nuova finanza all'interno di un accordo stragiudiziale "protetto". – 3. Il controllo derivante da "particolari vincoli contrattuali". – 3.1. Covenants come "particolari vincoli contrattuali". – 3.2. Controllo contrattuale e attività di direzione e coordinamento. – 4. I limiti della *lender governance*. – 4.1. La liquidità. – 4.2. Il trasferimento del rischio. – 4.2.1. Prestiti sindacati e operazioni nel mercato secondario. – 4.2.2. I crediti derivati. – 5. Conclusioni.

1. Il monitoraggio del creditore

Abbiamo visto nel capitolo precedente che le procedure di insolvenza hanno lo svantaggio di scattare soltanto quando l'insolvenza si è già manifestata all'esterno, a meno che non sia il debitore ad attivarle prima che la situazione sia compromessa, ma sono rari i casi in cui questo comportamento diligente si manifesta, a causa della carenza all'interno del nostro ordinamento di una norma che preveda un obbligo per il debitore stesso di assumere condotte idonee a tutela dei suoi creditori (*supra*, cap. 1, par. 1.2).

Le procedure concorsuali possono però avere anche un effetto *ex ante*, perché i soggetti possono organizzare i loro rapporti e le loro operazioni sulla base di cosa essi comporteranno giuridicamente. Tali effetti si sviluppano soltanto in via indiretta.

Il nostro ordinamento prevede anche degli strumenti preventivi dell'insolvenza con efficacia diretta ed aventi lo scopo di incentivare condotte adeguate. Alcuni di questi strumenti appartengono al diritto civile e processuale, nel diritto statunitense sono chiamati *nonbankruptcy remedies*, altri dal diritto societario¹.

Anche il diritto fallimentare possiede dei potenti incentivi per combattere delle crisi imprenditoriali, pensiamo alla revocatoria fallimentare dei pagamenti (artt. 65-67, comma 1°, n. 2, comma 2°, legge fall.) e delle garanzie posteriori al sorgere del credito (artt. 64-67, comma 1°, nn. 3-4)².

La migliore soluzione da seguire è quella di affidare ai creditori l'applicazione dei citati strumenti di prevenzione dell'insolvenza, in quanto sono questi ultimi soggetti che risentiranno delle perdite causate da un indebitamento eccessivo dell'impresa debitrice alla quale hanno concesso credito; anche le scelte fatte dal nostro legislatore si muovono verso i creditori, pensiamo ad esempio, alle opposizioni e alla revocatoria fallimentare.

Tuttavia, i creditori non possono esercitare un'efficace azione preventiva se non hanno quelle informazioni necessarie per valutare lo stato in cui versa il debitore. Nella realtà, vi sono dei costi transattivi ed il finanziatore non può conoscere la condizione del suo debitore senza una adeguata attività di monitoraggio, anche se quest'ultima potrà avere l'effetto di avvantaggiare il creditore a conoscenza delle informazioni rispetto a quelli non aventi le possibilità ed i mezzi per essere informati (ad esempio i fornitori)³.

¹ In materia civilistica e processuale pensiamo al sequestro conservativo, all'espropriazione, all'azione surrogatoria e alla revocatoria ordinaria; nel campo del diritto societario pensiamo alle opposizioni. Per una dettagliata analisi di tali strumenti si rinvia a D. GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza. Il diritto fallimentare tra diritto ed economia*, Bologna, Il Mulino, 2006, pp. 261 ss.

² D. GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza. Il diritto fallimentare tra diritto ed economia*, op. cit., p. 258.

³ Non esiste un mondo perfetto in cui sono azzerati i costi transattivi. E' opportuno però segnalare che, con l'avvento di internet, i costi transattivi subiscono una riduzione nella contrattazione *online*. Al riguardo, anche la smaterializzazione della contrattazione comporta però rischi aggiuntivi, come ad esempio la ricerca per la verifica dell'affidabilità del venditore di un certo bene; tuttavia, internet può costituire una delle componenti per la realizzazione in un futuro relativamente prossimo di un mondo senza imprese, caratterizzato dalla smaterializzazione dei rapporti. Cfr. P.L. SCANDIZZO, *Il mercato e l'impresa: le teorie e i fatti*, in *Tratt. dir. comm.* (diretto da V. BUONOCORE), I, 6, Torino, Giappichelli, 2002, p. 229.

Ulteriormente, il prestatore di credito non può prevedere il rischio con il tasso di interesse; vi è una asimmetria informativa tra quest'ultimo ed il suo debitore. Per questo motivo nel mercato si applicano tassi di interesse standardizzati dividendo i debitori in classi in relazione a vari criteri, poiché non è possibile valutare la qualità di ogni singolo debitore⁴.

Cosa possono fare allora i creditori per tutelare la loro posizione attivando un'attività di monitoraggio?

Nella prassi contrattuale i creditori ottengono informazioni sulla condizione dei loro debitori attraverso delle pattuizioni contrattuali, i *covenants* (*infra*, par. 2), mediante i quali si può realizzare un monitoraggio che permette, dunque, di constatare tempestivamente la presenza di una crisi. Nel caso in cui tali *covenants* vengano violati (*events of default*) si potranno attivare quei rimedi contrattuali previsti, in genere realizzanti un controllo ancora più stringente; oltre a ciò potranno essere attivati anche quei rimedi legali che anche il nostro ordinamento prevede, basti pensare all'art. 1186 c.c.⁵ Una minor esigenza di monitoraggio può riguardare le grandi imprese, le quali, in genere, saranno più disponibili a dare informazioni circa la loro situazione economico-finanziaria. Tali imprese possono quindi ricorrere a diversi tipi di finanziamento, come l'emissione di obbligazioni oppure attraverso il ricorso ai mercati mobiliari⁶, anche se in tempi recenti abbiamo assistito a casi che smentiscono questa considerazione, pensiamo ad esempio ad Enron⁷.

⁴ 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.

⁵ In materia di *covenants* legali si veda D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, reperibile all'indirizzo <http://aleasrv.cs.unitn.it>, pp. 2 ss.

⁶ In tal senso si vedano ad esempio: R. RAJAN - A. WINTON, *Covenants and collateral as incentives to monitor*, in *Journal of finance*, 1995, p. 1115; S. GILSON - J. WARNER, *Private versus public debt: evidence from firms that replace bank loans with junk bonds*, 1998, reperibile al sito <http://paper.ssrn.com>; Y. AMIHUD - K. GARBADE - M. KAHAN, *An institutional innovation to reduce the agency costs of public corporate bonds* in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2000, I; J. ARMOUR - B. CHEFFINS - D. SKEEL, *Corporate ownership structure and the evolution of bankruptcy law in the US and UK*, 2002, reperibile al sito www.cbr.cam.ac.uk.

⁷ La Enron Corporation era una delle società leader del settore dell'energia che inspiegabilmente fallì nel 2001. Il fallimento fu un avvenimento molto sorprendente, in quanto la Enron era cresciuta esponenzialmente negli ultimi 10 anni, tanto da collocarsi al 7° posto della classifica delle più grandi multinazionali degli Stati Uniti. In pochissimo tempo, le azioni di Enron subirono una brusca riduzione nel loro valore, bruciando circa 60 miliardi di dollari in soli 3 mesi. Il tracollo azionario pose sul lastrico i dipendenti della stessa società, i quali erano stati pagati in azioni. Gli alti dirigenti, invece, non subirono perdite nelle loro tasche perché avevano venduto le loro partecipazioni sociali prima della catastrofe finanziaria. La crisi di Enron causò delle importanti ripercussioni anche nei confronti dei suoi istituti di credito, i quali esercitarono una pressione ancora più pregnante sugli altri debitori,

Naturalmente, i *covenants* sono graditi a debitori che hanno una buona condizione economico-finanziaria, mentre, viceversa, non lo sono per i c.d. “cattivi debitori”, i quali hanno interesse a mascherare la loro situazione di crisi.

1.1. *Il modello di corporate governance tradizionale*

La *corporate governance*⁸ è stata tradizionalmente analizzata facendo riferimento particolarmente alle relazioni intercorrenti tra *management* e soci della società. Il focus della relazione è ancora oggi contraddistinto dai più volte menzionati *agency costs* che si verificano in caso di conflitto di interessi tra proprietà e controllo della compagine societaria. Si segnalano ulteriori dibattiti che recentemente hanno riguardato il panorama statunitense del diritto societario come, ad esempio, l’influenza degli azionisti nelle elezioni societarie⁹, il ruolo e la responsabilità dei soci istituzionali¹⁰, i doveri dei membri del consiglio di amministrazione relativi ai soci¹¹, la composizione dello stesso cda¹². Questi dibattiti seguono il modello tradizionale di diritto societario che vede in posizione centrale il ruolo dei soci azionisti.

Nei prossimi paragrafi invece, si cercherà di sottolineare l’importanza e il ruolo che attualmente possiedono i creditori – in special modo le banche – all’interno della *corporate governance*.

1.2. *Le banche come creditori speciali*

Le banche sono considerate creditori speciali in quanto possono influire all’interno delle gestione societaria dei loro debitori mediante un’attività di

causando il fallimento di alcuni di essi. Le indagini mostrarono che la Enron aveva ottenuto alti rendimenti truccando i suoi dati contabili e acquisendo favori dal governo. In più si scoprì anche che i dirigenti avevano costituito centinaia di società collegate in paradisi fiscali (isole Cayman). Dopo la bancarotta fraudolenta, gli amministratori della società sono stati condannati a pene detentive che variano dai 18 mesi ai 24 anni di reclusione. Oggi la Enron Creditors Recovery Corp. (ECRC), istituita dopo che la *United States Bankruptcy Court* approvò il piano di riorganizzazione aziendale, ha la missione di liquidare i creditori di Enron Corporation. Su questo caso si veda W. BRATTON, *Enron and the dark side of shareholder value*, in *Tulane law review*, 2002 reperibile in <http://paper.ssrn.com>.

⁸ Letteralmente, «governo dell’impresa societaria». Per un’analisi della tematica nel diritto italiano si veda il testo di F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, II ed., Padova, 2010.

⁹ Si veda ad esempio L. A. BEBCHUCK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, in *Harv. L. Rev.*, 2005, pp. 833 ss.; ID, *The Myth of the Shareholder Franchise*, in *Va. L. Rev.*, 2007, pp. 675 ss.

¹⁰ Si veda ad esempio, I. ANABTAWI – L. STOUT, *Fiduciary duties for activist Shareholders*, in *Stan. L. Rev.*, 2008, pp. 1255 ss.

¹¹ Si veda ad esempio, S. M. BAINBRIDGE – S. LOPEZ – B. OKLAN, *The Convergence of Good Faith and Oversight*, in *Ucla L. Rev.*, 2008, pp. 559 ss.

¹² Si veda ad esempio, L. A. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, 2004.

monitoraggio che gli altri creditori non possono esercitare; le loro competenze e la loro struttura facilitano l'ottenimento di informazioni private da parte dei loro debitori, mediante le quali possono indirizzare le politiche gestorie della società a tutela dei loro interessi.

Sovente, nei contratti di finanziamento sono inseriti i *covenants*, essi vincolano le operazioni finanziarie, di investimento e le attività operative¹³. Inoltre, la banca accede anche ad informazioni private sull'attività di business del finanziato, mediante dei *report* periodici che quest'ultimo deve trasmettere al suo finanziatore. Come vedremo, una violazione dei *covenants*, potrà comportare severe conseguenze, ad esempio, la risoluzione del contratto di finanziamento e l'immediato pagamento del debito¹⁴. Per questo, il debitore ha interesse a rispettare tali pattuizioni contrattuali.

Si segnala che le "speciali" abilità di monitoraggio delle banche possono essere utilizzate, attraverso delega, da altri investitori che non hanno la competenza e la struttura necessarie per assumere informazioni dai loro debitori¹⁵.

L'attività di monitoraggio della banca può comportare anche dei benefici per gli azionisti, soprattutto quando si tratta di imprese con significativi margini di crescita che hanno elevati *agency costs* dovuti al c.d. *moral hazard*¹⁶. Inoltre, tale attività può comportare dei vantaggi anche per gli obbligazionisti, i quali da soli non sono dotati del potere di ridurre significativamente la suddetta problematica relativa al *moral hazard*¹⁷.

¹³ Cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in 57 *UCLA L. Rev.*, 2009, pp. 115 ss.

¹⁴ Molti tipi di contratti di finanziamento sono "revolving", mediante tali tipi di prestiti il finanziato può pagare il suo debito e prendere ulteriori prestiti durante il corso della vita del suo rapporto di prestito. Si veda D. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in 154 *U. Penn. L. Rev.*, 2006, p. 1229.

¹⁵ Si veda F. TUNG, *The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary duties for Creditors*, in *Emory L. J.*, 2008, pp. 809 ss, part. pp. 836-37, ove l'a. menziona dei casi in cui sono gli stessi investitori a delegare il monitoraggio dei loro debitori alle banche.

¹⁶ Cfr. S. KRISHNASWAMI – P. A. SPINDT – V. SUBRAMANIAM, *Information Asymmetry, Monitoring, and the Placement Structure of Corporate Debt*, in *J. Fin. Econ.*, 1999, pp. 409 ss.

¹⁷ Cfr. S. DATTA – M. I. DATTA – A. PATEL, *Bank Monitoring and the Pricing of Corporate Public Debt*, in *J. Fin. Econ.*, 1999, p. 436.

1.3. Il ruolo del debito nella Corporate Governance

Le banche procurano il fulcro dei mezzi finanziari per le imprese di ogni dimensione. Esse possono avere importanti poteri di controllo all'interno di una società per ridurre l'eventuale *managerial slack*¹⁸.

Come anticipato nel paragrafo precedente, gli altri *stakeholders* possono conseguire dei benefici e dipendere dai poteri di *voice* che esercitano le stesse banche¹⁹.

I rapporti di finanziamento tra i soggetti cambiano nel corso della loro esistenza e perciò si rinnovano anche le condizioni contrattuali del prestito, facendo in modo che il creditore sia messo a conoscenza di ogni rilevante cambiamento all'interno della struttura gestoria del debitore²⁰.

Quest'ultimo deve mantenere certi livelli di flussi di cassa (*cash flows*), essi devono essere trasmessi periodicamente alla banca, la quale potrà conoscere la condizione dei pagamenti all'interno della società, ad esempio nei confronti dei dipendenti²¹. In questo modo, la banca potrà reagire quando emergono delle difficoltà in tali pagamenti.

Grazie all'attività di monitoraggio, le banche possono dunque capire tempestivamente una crisi d'impresa rispetto ai tempi previsti dal diritto concorsuale delle procedure di insolvenza, le quali (*supra*, cap. 1, par. 2) scattano nel momento in cui si è già manifestata l'insolvenza all'esterno. Tutto ciò può avvantaggiare anche i debitori che non dovranno "sventolare" a tutto il mercato e ai loro concorrenti la loro situazione di crisi.

Per avere un ruolo effettivo nella gestione societaria, la banca – una volta acquisite le informazioni necessarie – deve anche sapere come utilizzarle²².

¹⁸ Con tale nozione si intendono le inefficienze del *management*.

¹⁹ G. G. TRIANTIS – R. J. DANIELS, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, in 83 *Cal. L. Rev.*, 1995, pp. 1073 ss., in cui si precisa che il monitoraggio delle banche e la conseguente dipendenza degli altri *stakeholders* è più sfumata nelle *public companies*, per la loro vasta e complessa struttura societaria. In tali compagini le banche eserciteranno minori poteri di *voice*, ma una loro eventuale uscita (*exit*) avrà delle importanti ripercussioni nella *corporate governance* di tali imprese.

²⁰ C. JAMES – P. WIER, *Are Bank Loans Different?: Some Evidence From the Stock Market*, in *J. Applied Corp. Fin.*, Summer 1988, pp. 46 ss., part. 52-53, in cui gli autori evidenziano la necessaria ridiscussione delle condizioni iniziali del prestito tra finanziatore e finanziato, al fine di garantire ad entrambi i contraenti la conformità del contratto ad ogni nuova circostanza verificata dopo la sua stipulazione.

²¹ Secondo F. BLACK, *Bank Funds Management in an Efficient Market*, in 2 *J. FIN. ECON.*, 1975, p. 326, il mancato pagamento dello stipendio dei dipendenti costituisce uno dei primari indici di un serio *default* dell'impresa.

²² G. G. TRIANTIS – R. J. DANIELS, op. cit., p. 1084.

Un'azione che la banca può intraprendere è l'uscita (*exit*). L'azione di *exit* può essere adottata per vari motivi, come, ad esempio, il voler limitare il rischio di credito. La *bank exit* crea un senso di allarme nel *management* e nel cda, spingendoli a porre in essere azioni correttive²³. Per essere produttiva di risultati positivi, l'*exit* deve eliminare *ex ante* il *managerial slack* o, in alternativa, indurre correzioni *ex post*, ma non devastare la struttura societaria, non permettendo un dovuto cambiamento al suo interno²⁴. Conseguentemente, l'uscita della banca provocherà l'uscita di altri creditori e delle difficoltà nel reperire ulteriori finanziamenti²⁵. Questa conseguenza può portare al collasso della società debitrice se il *management* ed il cda non si attivano entro tempi ragionevoli.

Ciò non si verifica sempre, vi sono, infatti, delle eccezioni in cui l'uscita delle banche può incentivare anche la entrata di nuovi *stakeholders*, all'interno della società, che sono disposti a correggere lo *slack*²⁶.

In sintesi, l'*exit* della banca può realizzare l'effetto diretto dell'attivazione del *management* e del cda, o l'effetto indiretto dell'esercizio di poteri di *voice* di nuovi *stakeholders*.

La banca non sempre mette in pratica la scelta di uscire, talvolta usa a suo vantaggio la minaccia dell'uscita per esercitare un'influenza dominante nelle decisioni del *management* societario²⁷. Essa può disporre di incisivi poteri di *voice*²⁸. Grazie a tali poteri, la banca si prefigge l'obiettivo di guidare la società al miglioramento delle sue prestazioni. In particolare, nelle realtà in cui gli azionisti non hanno molta forza per influire con il loro voto il *management*, la banca, con il suo credito, ha incentivi per ridurre o eliminare le inefficienze dell'impresa.

²³ In questo senso si veda M. JENSEN, *Eclipse of the Public Corporation*, in *Harv. Bu. Rev.*, Sept. Oct. 1989, pp. 61, 67, in cui l'a. afferma che «*debt as a "powerful agent for change"*»; si veda anche K. H. WRUCK, *Financial Distress. Reorganization, and Organizational Efficiency*, in 27 *J. fin. econ.*, 1990, pp. 419, 430-35, ove si analizza l'influenza del *financial distressed* sull'efficienza organizzativa della società. La tendenza del cda ad attivarsi in caso di situazioni di crisi è ben analizzata in J. W. LORSCH, *Pawns or Potantes: The reality of America's Corporate Board*, 1989, pp. 141-167.

²⁴ A. O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice, and Loyalties: Responses to the decline in Firms, Organizations and States*, 1990, pp. 22-25.

²⁵ Pensiamo ad esempio all'introduzione ed agli effetti di clausole *cross-default*.

²⁶ Si vedano gli studi empirici di S. C. Gilson, *Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders*, in *J. Fin. Econ.*, 1990, pp. 355 ss., part. 379-84.

²⁷ G. G. TRIANTIS – R. J. DANIELS, op. cit., p. 1087.

²⁸ Secondo O. E. WILLIAMSON, *Corporate Finance and Corporate Governance*, in 43 *J. Fin.*, 1988, pp. 580-581, «*equity is more forgiving than debts*». L'a. analizza alcuni casi in cui le banche, per mezzo del loro credito vantato nei confronti dei loro debitori, esercitano poteri di *voice*, questi ultimi possono incidere più profondamente anche rispetto ai poteri esercitati dai titolari di *equity*, ovvero i soci.

Non sempre la banca deciderà di esercitare poteri di *voice*, quest'ultima non sarà incentivata a farlo, quando, logicamente, i costi dell'*exit* sono bassi e convenienti.

Quindi, la banca creditore speciale, con la *voice* e l'*exit* parteciperà alla correzione del *managerial slack* direttamente; oltre a ciò, in caso di uscita, potrà produrre, in alcune situazioni, anche l'effetto indiretto di incentivare altri *stakeholders* ad entrare nella compagine societaria.

Ovviamente, l'esistenza di una banca finanziatrice, la quale ha stipulato un contratto di finanziamento composto da *covenants* che monitorano e riducono l'autonomia del debitore, è un segnale rassicurante anche per gli altri investitori. E' pur vero però che la stessa banca può utilizzare la sua forza per consolidare la sua posizione di supremazia a danno degli altri *stakeholders*²⁹.

Nei rapporti intercorrenti tra finanziatore e finanziato si suggerisce quindi di porre in essere la disciplina contrattuale dei *covenants* per risolvere problematiche attinenti ad una crisi economico-finanziaria dell'impresa debitrice, prima di ricorrere alla legge e ai costi che prevedono le loro procedure concorsuali, le quali limitano in maniera significativa l'autonomia privata e, conseguentemente, non possono essere “tagliate su misura” per le singole fattispecie concrete.

1.4. *L'importanza dei bank-loan covenants nella corporate governance: il caso Warnaco*

Per mezzo dei *covenants*, inseriti nei contratti di prestito, il creditore – in modo particolare al verificarsi di una violazione di tali pattuizioni contrattuali da parte del debitore – ha un controllo all'interno della società come se fosse un suo azionista di maggioranza³⁰. Queste clausole limitano dunque la differenza esistente tra il *debt* e l'*equity*. I diritti che usualmente sono associati alla titolarità di azioni – pensiamo al

²⁹ G. G. TRIANTIS – R. J. DANIELS, op. cit., p. 1090. Gli autori classificano in quattro categorie i possibili conflitti che si possono realizzare fra gli *stakeholders*:

1. la banca può uscire troppo presto dalla società per ragioni diverse dal correggere lo *slack*, ad esempio, per scappare da uno sfavorevole affare con il debitore;
2. la banca, a causa della sua negligenza, può intervenire troppo tardi per correggere lo *slack*;
3. la banca, quando elimina il deterioramento finanziario del finanziato, può approfittarne per migliorare le condizioni del suo debito;
4. la banca può intervenire per correggere lo *slack*, dettando delle decisioni che favoriscono la sua posizione.

³⁰ D. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in 154 U. Penn. L. Rev., 2006, p. 1217.

diritto di eleggere i membri del cda o al potere di veto in determinate operazioni – possono, quindi, risiedere anche altrove³¹.

Come sappiamo, il controllo si trasferisce quando la società naviga in cattive acque. In tali situazioni bisogna capire se vale la pena continuare il progetto societario o meno. Talvolta, il debitore a capo della compagine societaria non ha quella adeguata esperienza per prendere una decisione così importante. Il creditore, dall'alto della sua esperienza e delle sue competenze, può essere più in grado di valutare il “da farsi”.

Non dobbiamo però pensare al contratto come un qualcosa di completo; *il contratto è necessariamente incompleto*. Esso non può prevedere *ex ante* tutti i problemi che possono sorgere tra i contraenti. Per tale questione, nel corso del rapporto, le parti modificano e rinnovano le loro condizioni contrattuali per adattare ad ogni cambiamento e ad ogni esigenza.

Dunque, continuando la precedente analisi, il fondatore della società, in caso di cambiamenti importanti all'interno della situazione economico-finanziaria di quest'ultima, potrà non essere la persona più adatta a capo della gestione. Egli potrà essere sostituito, per volere degli *stakeholders*, da *managers* esperti e stagionali, i quali avranno l'obiettivo di intraprendere quelle decisioni vitali e complesse per la vita della società³². Il finanziatore infatti, mediante i *covenants*, può sostituire l'amministratore delegato della società e gli altri soggetti posti ai vertici della stessa³³.

Dagli anni Settanta, gli accademici hanno puntato sul *market for corporate control* come il più adatto meccanismo per minimizzare i costi tra soci e *managers*³⁴. Non sempre però tale meccanismo ha i suoi frutti perché possono essere realizzate delle politiche difensive che ostacolano ostili *take-over*.

Recentemente, si è potuto constatare che i *covenants*, attribuendo il controllo nelle mani dei finanziatori, possono costituire un meccanismo più efficiente rispetto

³¹ Si veda ad esempio D. G. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *Four (or Five) Easy Lessons from Enron*, in 55 *Van. L. Rev.*, 2002, pp. 1787, 1808, ove gli autori descrivono l'esercizio di determinati poteri che, di regola, sono attribuiti agli azionisti, ma, a certe condizioni, possono anche essere esercitati da creditori forti come le banche.

³² D. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in 154 *U. Penn. L. Rev.*, 2006, p. 1220.

³³ A. SCANO, *Debt covenants e governo della società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Il nuovo diritto delle società*, n. 8, 2011, p. 20.

³⁴ E' d'obbligo il rinvio al pionieristico studio in materia di H. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in 73 *J. Pol. Econ.*, 1965, in cui, a p. 113, afferma che «*only the take-over scheme provides some assurance of competitive efficiency among corporate managers and thereby affords strong protection to the interests of vast number of small, non-controlling shareholders*».

al precedente³⁵. Il caso Warnaco³⁶ ha testimoniato questa tesi, illustrando come il controllo dei creditori può dare risultati migliori rispetto al tradizionale funzionamento della *corporate governance*. Warnaco è uno dei più importanti gruppi societari produttori di abbigliamento intimo, jeans e *swimwear*. Un piccolo gruppo di investitori la aveva acquistata mediante un'operazione di *leveraged buyout* nel corso degli anni Ottanta. Warnaco ebbe il suo periodo di maggior successo negli anni Novanta, in cui acquistò importanti *brand* come Calvin Klein Jeans. La situazione economico-finanziaria era in piena salute e il cda lavorava bene. Il debito era spartito fra venti differenti banche e non era privilegiato.

Verso la fine degli anni Novanta però, la situazione mutò radicalmente a causa di un cattivo investimento che la società fece in una catena di *outlet stores* di Calvin Klein. Per la realizzazione di questa operazione si indebitò largamente e, nel corso di un solo anno, il suo debito crebbe da 500 milioni di dollari a 1.5 miliardi di dollari. Il CEO aveva commesso un errore imperdonabile, non correggibile mediante il *market for corporate control*. Tuttavia, nonostante che il tradizionale meccanismo di *corporate governance* non poteva dare i risultati sperati, la situazione venne risolta in un modo alternativo.

Il trasferimento del controllo di Warnaco è stato una condizione necessaria della sua ristrutturazione del debito. Il gruppo societario era rimasto solvente, ma non poteva più contrarre nuovi prestiti per finanziare le sue operazioni. Quindi, il suo debito venne trasformato in un prestito “revolving” controllato dalle banche. Da quel momento ogni operazione societaria è stata guidata dai creditori. La presenza di essi aveva mutato radicalmente la *corporate governance*.

Il contratto di prestito prevedeva una serie di positivi e negativi *covenants* che attribuivano ai finanziatori un controllo *de facto* sulla società. Decisioni che normalmente erano affidate al cda o agli azionisti – come la vendita di *assets*, il cambiamento del *business plan*, la sostituzione dei *managers* – richiedevano la “benedizione” dei creditori.

In conclusione, possiamo affermare che in certe condizioni economico-finanziarie il governo dei creditori riesce a raggiungere dei risultati che non posso

³⁵ D. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in 154 U. Penn. L. Rev., 2006, p. 1224.

³⁶ Per riferimenti storici e societari si veda D. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in 154 U. Penn. L. Rev., 2006, pp. 1224 ss.

essere ottenuti dal tradizionale modello di *corporate governance*, il quale pone al centro gli azionisti³⁷.

2. Strumenti contrattuali a tutela degli interessi dei creditori: i *covenants*

Nel paragrafo precedente ci siamo preoccupati di conoscere l'attività di monitoraggio (*supra*, par. 2) posta in essere dai creditori nei confronti dei loro debitori, e attraverso tale analisi, abbiamo potuto avere un “antipasto” di quegli strumenti contrattuali che sovente sono utilizzati nella prassi. Mi riferisco naturalmente a quelle particolari pattuizioni contrattuali – derivanti dalla pratica nordamericana – che regolano e disciplinano i rapporti di finanziamento e di prestito obbligazionario chiamate *covenants*. Come sappiamo, tali strumenti contrattuali sono inseriti per avere l'obiettivo primario di disciplinare contrattualmente la crisi d'impresa (*supra*, cap. 1, par. 3). In questa sede è opportuno ripercorrere quelle che sono le peculiari caratteristiche e le funzioni dei *covenants*, in quanto il presente lavoro necessita ora di una organizzazione in tal senso per armonizzare la disciplina dei medesimi.

Con il termine «debt covenants» si vuol far riferimento alle clausole contrattuali presenti nei contratti di finanziamento a medio e lungo termine (*loan covenants*³⁸) o nei prestiti obbligazionari (*bond covenants*³⁹), aventi l'obiettivo di imporre vincoli di vari tipi nei confronti delle politiche societarie della società finanziata o emittente di obbligazioni.

³⁷ Frederick Tung, nel suo *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in 57 *UCLA L. Rev.*, 2009, a pp. 132 ss., mostra che la gestione del finanziatore privato genera dei rendimenti più elevati nei seguenti aspetti fondamentali:

1. Informations;
2. incentives;
3. expertise;
4. enforcement.

Ulteriormente, l'a. non si ferma solo ad analizzare la situazione di crisi di un'impresa, ma focalizza la sua attenzione sulle imprese solventi, scoprendo che anche in tali casi si può generare un controllo dei creditori mediante i *covenants* ed esso può giovare alla compagine societaria.

³⁸ Si veda A. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Il nuovo diritto delle società*, n. 8, 2011, pp. 14 ss.

³⁹ Si veda W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and the Law, Theory and Practice, Substance and Process*, reperibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=902910>.

Il ricorso a questi tipi di clausole è dovuto alla capacità di risolvere i costi di agenzia tra soci-*managers* e creditori in situazioni in cui il debitore versi in una crisi economico-finanziaria⁴⁰.

Mediante i *covenants* è possibile perseguire il *target* di ridurre al minimo le azioni opportunistiche da parte degli azionisti.

La funzione primaria di queste pattuizioni è dunque quella di tutelare il credito esercitando un controllo sull'azione del finanziato o dell'emittente⁴¹. Si cerca quindi, di «congelare il profilo di rischio dell'impresa sociale. E di permettere al finanziatore, al mutare del profilo di rischio: di disinvestire rapidamente; ovvero di adeguare la remunerazione del capitale investito all'incremento del rischio di *default*⁴²».

Tuttavia, i *covenants* possono anche giovare all'impresa debitrice, la quale, attraverso di essi, riduce il costo dell'eterofinanziamento⁴³, perché, ovviamente, il rischio di credito è direttamente proporzionale al costo del finanziamento.

Recenti studi hanno dimostrato la miglior efficienza dei *covenants* rispetto alle garanzie reali⁴⁴. Per questo, sono stati definiti come una “garanzia atipica” del credito⁴⁵, realizzando quindi una “circolazione atipica del controllo” nelle mani dei creditori⁴⁶. Tali strumenti trasferiscono infatti il controllo nelle modalità che abbiamo visto precedentemente (*supra* cap. 1, par. 3 e cap. 2, par. 2).

Nella prassi si ricorre ai *covenants* quando il debitore non vuole attribuire delle garanzie reali. Come ho già detto, è prevedibile che debitori in buone condizioni economico-finanziarie siano più inclini a stipularli, a differenza di debitori che *navigano in mari molto mossi*. Tali pattuizioni contrattuali stanno prendendo sempre più campo all'interno di accordi di ristrutturazione (*supra*, cap. 1, par. 3.1) che prevedono la fruizione di nuova finanza (*infra*, par. 2.7).

Concludendo, la protezione del finanziatore è funzionale ai seguenti *targets*:

⁴⁰ Su tutti si rinvia a C. W. SMITH – J. B. WARNER, *On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants*, in *J. Fin. Econ.*, 1979, pp. 117 ss. Per analizzare la tematica degli *agency costs* si rinvia alle note contenute nel cap. 1, par. 2.1 del presente lavoro.

⁴¹ Si sottolinea che, di regola, le clausole contenute in un prestito obbligazionario sono meno incisive rispetto a quelle contenute in un finanziamento, in questi termini si veda M. PALMIERI, *I bond covenants*, in *B.I.S.*, 2006, pp. 247 ss. in cui si analizzano i vari tipi di *bond covenants*.

⁴² U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *RDS*, III, 2009, p. 602.

⁴³ M. PALMIERI, op. cit., p. 257.

⁴⁴ Cfr. HILL, *Is secured debt efficient?*, in *Tex. L. Rev.*, 2002, p. 117.

⁴⁵ Si veda G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2009, pp. 498 ss. L'autore evidenzia che i *covenants* sono delle garanzie atipiche perché comunque non costituiscono a favore del finanziatore un diritto di prelazione, proprio delle garanzie reali.

⁴⁶ In tal senso A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi* (a cura di P. BALZARINI), vol. 1, Milano, 2007, pp. 511 ss., part. pp. 526 ss.

- la tutela delle pretese creditorie;
- la continuità dell'impresa debitrice;
- la conservazione dell'attivo residuo dell'impresa;
- La determinazione dei doveri nella gestione imprenditoriale;

2.1. *Tipologie di covenants*

Una prima distinzione relativa al contenuto dei covenants li distingue in positivi e negativi – *affirmative covenants* e *negative covenants* – a seconda che l'impresa sia destinataria di obblighi di fare o di non fare⁴⁷. I *negative covenants* possono essere ricompresi tra quelle che sono le garanzie negative individuate sia dalla dottrina di *common law* (*negative-pledges*) che tedesca (*Negativklausel*)⁴⁸.

Una ulteriore classificazione, essa si riferisce all'oggetto e alle funzione delle clausole, divide in cinque categorie i covenants:

- covenants per la corretta gestione imprenditoriale;
- covenants che impongono limiti alle scelte gestionali della società;
- covenants di bilancio;
- covenants che si riferiscono a terzi come condizione del *default*;
- covenants informativi.

Di seguito sono analizzate le suddette categorie di covenants, esse valgono sia per i covenants inseriti nei prestiti bancari (*loan covenants*) sia per i covenants inseriti nei prestiti obbligazionari (*bond covenants*), anche se questi ultimi avranno bisogno di una ulteriore specificazione (*infra*, par. 2.2.).

2.1.1. *Covenants per la corretta gestione imprenditoriale*

In primo luogo, il contenuto dei covenants può essere riferito alla corretta gestione imprenditoriale⁴⁹. Se una società non rispetta o non adempie alle sue obbligazioni nei confronti sia del creditore che di terzi, essa avrà degli ulteriori rischi e costi che si aggiungeranno a quello già esistente del mercato. Pensiamo al caso in cui una società non paghi in modo corretto le sue imposte fiscali; in tale caso essa

⁴⁷ W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and the Law, Theory and Practice, Substance and Process*, reperibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=902910>.

⁴⁸ In tema di garanzie negative si veda G. PIEPOLI, *Le garanzie negative*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2001, pp. 405 ss.

⁴⁹ U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, op. cit., p. 604.

sarà soggetta a delle sanzioni pecuniarie e penali che potranno farla entrare in crisi. La crisi, ovviamente, si ripercuoterà anche nei confronti dei suoi creditori e quindi del suo finanziatore.

2.1.2. *Covenants che impongono limiti alle scelte gestionali della società*

In questa categoria si possono elencare i seguenti vincoli contrattuali:

- 1) Il divieto di concedere garanzie reali sul patrimonio aziendale, facendo in modo che non si verifichi una diluizione delle garanzie del debitore⁵⁰.
- 2) Non costituzione di garanzie subordinate (*junior liens*) su dei beni già oggetto di garanzie reali e relative ad un finanziamento, per evitare che non vi siano delle controversie tra i vari creditori titolari di tali garanzie⁵¹.
- 3) Divieto di compiere operazioni di *lease back*⁵². Il *lease back* è un contratto di leasing che ha lo scopo di trasformare il cedente di un bene in utilizzatore. Tale vincolo incrementa il *leverage* dell'impresa e, quindi, la sua rischiosità⁵³.
- 4) La stipulazione di clausole *pari passu*. Queste pattuizioni hanno lo scopo di fornire al finanziatore garanzie equivalenti a quelle concesse agli altri creditori⁵⁴. In tal modo sarà ripristinata la *par condicio creditorum* tra i creditori, violata per la concessione di garanzie a terzi⁵⁵.
- 5) Restrizioni ad ulteriore indebitamento⁵⁶. E' chiaro che il contrarre nuovo debito comporterà una riduzione dell'attivo residuo dell'impresa e una diminuzione della "fetta di torta" a disposizione di ogni creditore (*supra*, cap. 1, par. 1.1). Inoltre, l'aumento del debito è un primo indice di crisi imprenditoriale. Si ritiene però che investimenti profittevoli e effettuati quando l'impresa si trovi in buone condizioni di salute possano essere concessi perché sono produttivi di esternalità positive e contribuenti alla crescita della società.

⁵⁰ U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, op. cit., p. 604.

⁵¹ U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, op. cit., p. 604.

⁵² U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, op. cit., p. 604.

⁵³ In tal senso si veda E. MOSCHETTA, *Il ruolo dei financial covenants nella riduzione delle asimmetrie informative sul debito*, in *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano. Un approccio funzionale* (a cura di A. BERTONI), Milano, 2001, p. 45.

⁵⁴ Cfr. L. C. BUCHHEIT, *How to negotiate Eurocurrency loan agreements*, II ed., Londra, 2004, pp. 82 ss.

⁵⁵ Si veda G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit., pp. 498 ss.

⁵⁶ W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and the Law, Theory and Practice, Substance and Process*, reperibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=902910>, pp. 10 ss. in cui si parla delle *negative pledges* e tra esse si menziona le "*restrictions on debt*".

- 6) Limitazione alla concessione di fideiussioni e altri impegni di firma⁵⁷. Con la fideiussione il soggetto fideiussore si impegna ad adempiere ad una altrui obbligazione nel caso in cui il soggetto che la ha contratta (beneficiario) non lo faccia⁵⁸. E' evidente che anche questo tipo di negozio giuridico si rifletta negativamente sul patrimonio netto e sul finanziatore.
- 7) Restrizioni alla distribuzione dei dividendi e ad altri pagamenti ai soci⁵⁹. Questa operazione può nuocere nel caso in cui comporti la limitazione o la dismissione di investimenti profittevoli mediante l'incremento del debito⁶⁰. Oltre ai dividendi, tali covenants fanno riferimento ad altri pagamenti nei confronti degli azionisti, come il riacquisto di azioni e la riduzione del capitale⁶¹. In aggiunta, i contratti di finanziamento bancari possono prevedere ulteriori condizioni "tagliate su misura" per ogni fattispecie concreta: la fissazione di un tetto massimo nella distribuzione dei dividendi, le limitazioni alla frequenza nella distribuzione⁶².
- 8) Il divieto di alienare particolari cespiti patrimoniali⁶³.
- 9) Restrizioni ad operazioni di M&A⁶⁴. Pensiamo al caso in cui si verifichi una fusione tra due società. Essa potrà comportare una diluizione del patrimonio se la *merger partner* ha un elevato debito. La stessa considerazione vale nell'operazione di acquisizione, in cui una società in salute potrà vedere il debito aumentare se acquisisce una società fortemente indebitata⁶⁵.

⁵⁷ U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, op. cit., p. 605.

⁵⁸ L'istituto della fideiussione è disciplinato dall'art. 1936 c.c.: «È fideiussore colui che, obbligandosi personalmente verso il creditore, garantisce (promessa unilaterale) l'adempimento di un'obbligazione altrui. La fideiussione è efficace anche se il debitore non ne ha conoscenza».

⁵⁹ Si veda al riguardo il paragrafo "*Restrictions on dividends and other payments to shareholders*" in W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and the Law, Theory and Practice, Substance and Process*, op. cit., p. 12.

⁶⁰ MOSCHETTA; op. cit., p. 24.

⁶¹ W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and the Law, Theory and Practice, Substance and Process*, op. cit., p. 12.

⁶² W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and the Law, Theory and Practice, Substance and Process*, op. cit., p. 12.

⁶³ U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, op. cit., pp. 605-606. L'a. afferma che tale clausola può limitare la libertà economica del debitore. e tutto ciò potrebbe risultare inefficiente. Per tale motivo, nella prassi si consente l'alienazione di beni oggetto dei covenants quando essi siano sostituiti da beni analoghi, liberi di garanzie e di pari valore.

⁶⁴ Per M&A, acronimo di "mergers and acquisitions", si intendono le operazioni fusione e acquisizione societarie.

⁶⁵ Queste operazioni sono nella pratica poste in essere perché possono presentare dei vantaggi fiscali per la società "sana" che assorbe società in forte perdita. Infatti tale fenomeno – chiamato il fenomeno delle "bare fiscali" – permette di abbattere la base imponibile delle società acquirenti, costituendo una fattispecie elusiva.

- 10) Limitazioni al cambio del controllo (*change of control clauses*)⁶⁶. Tali clausole realizzano l'effetto del *default* del credito quando muta il controllo della società. Evidentemente, la preoccupazione del finanziatore è quella che un cambiamento del controllo possa portare ad una modifica delle strategie imprenditoriali. Tuttavia, non è sempre facile verificare quando l'inadempimento nei confronti del covenant si realizza nella realtà. Il trasferimento del pacchetto di controllo può essere mascherato mediante cessioni occulte⁶⁷. Il legislatore ha cercato di reprimere tali condotte illecite, prevedendo delle norme volte ad imporre alle società di comunicare l'acquisto di partecipazioni che superano una certa soglia⁶⁸.
- 11) Obbligo di continuare la stessa attività dell'impresa. Esso può comportare il divieto di modificare l'oggetto sociale. L'alterazione dell'attività rispetto a quella esercitata nel momento in cui è stato stipulato il contratto di finanziamento può incrementare il rischio dell'impresa⁶⁹. Pensiamo ad esempio ad una società che, al momento della stipula del contratto di finanziamento, comprava direttamente dai fornitori (ad esempio Coca Cola) bevande per poi rivenderle ad una grande catena nazionale di supermercati; dopo la stipula di tale contratto la società modifica il suo oggetto sociale passando a svolgere un'attività di autotrasporto per conto terzi (la grande catena di supermercati).
- In questa situazione, evidentemente, la società potrebbe veder modificato il suo rischio imprenditoriale.

2.1.3. *Covenants di bilancio*

I covenants di bilancio sono quelli più frequentemente utilizzati nei contratti di finanziamento a medio e lungo termine tra le banche e le relative controparti. Essi possono prevedere di mantenere un importo minimo di netto patrimoniale contabile (*minimum net worth*). Abbiamo già visto (*supra*, cap. 1, par. 1.2) che in certi ordinamenti

⁶⁶ Per una esaustiva analisi si rinvia a M. KAHAN – M. KLAUSNER, *Antitakeover provisions in bonds: bondholder protection or management entrenchment?*, in 40 *Ucla L. R.*, 1993, pp. 931 ss.

⁶⁷ M. PALMIERI, op. cit. p. 270.

⁶⁸ Pensiamo all'art. 120, comma 2, TUF, che prevede l'obbligo di comunicazione per coloro che hanno delle "partecipazioni rilevanti" in società quotate: «Coloro che partecipano in un'emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al due per cento del capitale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob».

⁶⁹ Cfr. U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, op. cit., p. 603.

diversi dal modello europeo – in modo particolare quello nordamericano – non vi sono dei limiti legali per la conservazione di un certo ammontare di capitale sociale. Perciò, negli Stati Uniti – Paese in cui si privilegiano le soluzioni contrattuali – molto frequentemente si stipuleranno dei covenants di bilancio aventi il *target* di conservare una certa parte di capitale di rischio della società debitrice a tutela delle posizioni creditorie. Come sappiamo, una riduzione del capitale di rischio può essere il sintomo di una crisi.

Inoltre, i covenants di bilancio possono prevedere i seguenti obblighi⁷⁰:

- l'obbligo di mantenere entro un determinato limite il rapporto tra indebitamento totale e capitale netto;
- l'obbligo di mantenere l'indicatore di liquidità corrente (capitale circolante in rapporto all'indebitamento a breve termine);
- l'obbligo di mantenere il capitale circolante netto al di sopra di un limite fissato;
- l'obbligo di mantenere gli oneri finanziari entro una percentuale di fatturato, o del MOL (margine operativo lordo);
- l'obbligo di non avere una perdita superiore ad un certo valore.

2.1.4. *Covenants che si riferiscono a terzi come condizione del default*

In particolar modo, si ravvisa uno spiccato utilizzo di quelle clausole che la prassi ha denominato *cross-default clauses*. Quando il debitore non adempie alle obbligazioni che ha contratto con altri creditori, il *default* spiega i suoi effetti anche nei confronti degli altri finanziatori che hanno stipulato una clausola del genere⁷¹. Dunque, si realizza un legame tra i diversi rapporti di finanziamento ed una costante informativa sugli stessi⁷². Perciò, anche se il debitore adempie correttamente nei confronti del finanziatore, per effetto del *cross-default*, diventa insolvente se è inadempiente rispetto ad un terzo. Bisogna prestare particolare attenzione all'utilizzo corretto di questa clausola perché essa potrà innescare un meccanismo letale per il debitore, il quale, a causa dell'effetto domino creato, potrà ritrovarsi in una situazione molto critica.

⁷⁰ Cfr. F. MENGHINI, *I covenants di bilancio nei finanziamenti a medio e lungo termine*, Bancaria Editrice, Roma, 2003.

⁷¹ Cfr. P. WOOD, *Law and Practice of International Finance*, op. cit., pp. 43 ss.

⁷² G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit., pp. 498 ss.

2.1.5. *Covenants informativi*

Mi riferisco ai covenants che prevedono obblighi di *disclosure*. Sono le pattuizioni che obbligano il debitore a comunicare al creditore il voler compiere determinate operazioni societarie. Pensiamo, ad esempio, alle operazioni con parti correlate o alla vendita di beni sociali, ovvero alle operazioni straordinarie. Rientra inoltre tra gli obblighi di *disclosure* la trasmissione di documenti contabili particolari e di dati sull'andamento economico-finanziario della società. Nella pratica la clausola ha un contenuto molto ampio per consentire al finanziatore di essere a conoscenza di tutte quelle informazioni rilevanti al monitoraggio (*supra*, par. 1) della società e del suo rischio di credito⁷³.

2.2. *La particolarità dei bond covenants*

I *bond covenants* sono le clausole contrattuali inserite nei contratti di prestito obbligazionario. Essi sono meno frequenti dei *loan covenants*, ma le tipologie, secondo i dati estrapolati dalla prassi, sono coincidenti.

Per una piena comprensione della loro particolarità, è opportuno evidenziare la fondamentale differenza fra i prestiti obbligazionari e i prestiti bancari. I primi sono facilmente cedibili e, di regola, quotati sui mercati finanziari. La quotazione sui mercati è utile perché consente una maggior trasparenza ed una costante informativa sull'andamento economico-finanziario dell'emittente. Inoltre, grazie a tali caratteristiche, si creano meno conflitti di interesse tra azionisti ed obbligazionisti rispetto al caso dei *loan covenants*.

A testimonianza delle suddette considerazioni, nella prassi i *bond covenants* sono più flessibili e meno stringenti dei *loan covenants*.

Il loro utilizzo riguarda soprattutto le emissioni ad alto rendimento (*high yield*)⁷⁴ perché, logicamente, in queste operazioni è elevato anche il rischio di credito⁷⁵.

⁷³ Cfr. U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, op. cit., p. 607.

⁷⁴ *Bond* il cui rating sia inferiore a BBB per Standard & Poor, o a Baa per Moody's.

⁷⁵ Cfr. M. PALMIERI, *I bond covenants*, in BIS, 2006, pp. 247 ss. L'a. raggruppa i *bond covenants* nelle seguenti principali categorie:

- clausole di limitazione all'indebitamento;
- clausole di limitazione ai pagamenti verso taluni soggetti;
- clausole di limitazione ad operazioni di *lease back*;
- clausole di limitazione alla vendita di *assets* aziendali;
- clausole di limitazione alle operazioni di fusione;
- clausole di limitazione al cambiamento della compagine sociale di controllo;
- clausole di limitazione alle transazioni con affiliate e controllanti;

2.3. *Events of default*

Analizzate le varie tipologie di covenants, è giunto il momento di trattare la tematica delle possibili conseguenze che si verificano nel caso in cui si violino queste pattuizioni contrattuali.

Solitamente, la violazione di covenants comporta l'effetto di rendere ancora più stringente il monitoraggio del finanziatore, il quale sarà incentivato a intervenire nei processi di *decision making* del *management*⁷⁶.

Nella generalità dei casi, la violazione di covenants – anche se tecnicamente genera un *default* – non significa che il debitore sia insolvente, ma serve ad attivare tempestivamente il creditore per la tutela dei suoi interessi⁷⁷.

Il *default* raramente sarà risolto attraverso una clausola risolutiva espressa, ex art. 1456 c.c., o una condizione risolutiva, ex art. 1353 c.c., a seconda che l'inadempimento derivi da un comportamento del debitore o dipenda da un fatto esterno⁷⁸. Inoltre, il rimborso anticipato rischierà di aggravare la situazione del debitore anche nei confronti degli altri creditori, incrementando le probabilità dell'insolvenza.

In alcuni casi, il finanziatore, valutata la non gravità della situazione, rinuncia ad attivarsi in caso di violazione⁷⁹.

Soluzioni molto praticate sono l'aumento del tasso di interesse o la riduzione del credito⁸⁰.

- clausole contenenti un obbligo di informazione specifico per gli obbligazionisti.

⁷⁶ Cfr. F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in 57 *UCLA L. Rev.*, 2009, a pp. 150 ss.

⁷⁷ C. W. SMITH – J. B. WARNER, *On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants*, in *J. Fin. Econ.*, 1979, pp. 151 ss.

⁷⁸ In tal senso M. PALMIERI, op. cit., p. 275. L'a. ritiene inoltre che un rimborso anticipato del finanziamento possa realizzarsi introducendo una opzione di tipo *put*, esercitabile al verificarsi del *default*. In tali casi la società dovrà rimborsare anzitempo il capitale raccolto, corrispondendo di regola il 101% del valore nominale del *bond*. La soglia suddetta è prevista per evitare un abuso da parte dell'emittente, la quale – se il prezzo di mercato dell'obbligazione divenisse superiore al valore nominale – potrà essere incentivata a causare volontariamente il *default*, al fine di rimborsare l'obbligazione alla pari, evitando di ricomprarla a costi superiori.

⁷⁹ F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, op. cit., p. 151. L'a. afferma: «Ultimately, however, the lender most often waives the violation. According to one lender's report, more than 95 percent of requests for covenant modification are granted with no quid pro quo—“the vast majority of corporate requests are perfectly reasonable and do not increase [lender] risk materially”».

⁸⁰ F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, op. cit., p. 151.

Dunque, la violazione di covenants nella maggioranza dei casi comporterà non una accelerazione del rimborso del debito ma un'attivazione del finanziatore ed un suo più stringente monitoraggio all'interno della gestione della società.

Nei prestiti obbligazionari, a causa della frammentarietà della massa di obbligazionisti, è più difficile verificare quando si realizzi una violazione dei *bond covenants*. Il nostro legislatore ha previsto un organo assembleare avente il compito di rappresentare gli obbligazionisti⁸¹. Tale assemblea ha la competenza anche di provvedere alle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario, ma la dottrina non è unanime su cosa l'organo possa avere il potere di modificare⁸². Ancora, si sottolineano le difficoltà per il raggiungimento di un *quorum* deliberativo in tempi utili e brevi, richiesti per la rinegoziazione del debito⁸³.

In conclusione, possiamo affermare che la violazione dei covenants ha come effetto principale di rinegoziare le condizioni del prestito. La rinegoziazione però, non riguarda solo il *default*, ma è una costante che si verifica durante tutto il corso del rapporto fra creditore e debitore (*infra*, paragrafo successivo).

2.3.1. La rinegoziazione

Abbiamo analizzato nel paragrafo precedente che, secondo la prassi, la violazione dei covenants attiva un'operazione di rinegoziazione delle condizioni del prestito.

La rinegoziazione dei contratti di debito – *renegotiation* – non viene realizzata soltanto quando si verifica un *default* del debitore, ma è una costante di tutto il

⁸¹ Ai sensi dell'art. 2415 c.c. « L'assemblea degli obbligazionisti delibera:

- 1) sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune;
- 2) sulle modificazioni delle condizioni del prestito;
- 3) sulla proposta di amministrazione controllata e di concordato;
- 4) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo;
- 5) sugli altri oggetti d'interesse comune degli obbligazionisti»

⁸² Sulla modificazione delle condizioni del prestito obbligazionario si rinvia a M. ZACCAGNINI, *Alcune osservazioni in tema di prestiti obbligazioni emessi da società quotate italiane*, reperibile all'indirizzo http://www.gop.it/doc_pubblicazioni/39_57kpgwf2of_ita.pdf; E. MANGONE, *Riflessione sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario da parte dell'assemblea degli obbligazionisti*, in *Il nuovo diritto delle società*, n. 17, 2011, pp. 102 ss.

⁸³ Per ovviare a tale problematica la dottrina statunitense ha avanzato l'ipotesi di costituire un *supertrustee*. Tale istituto potrebbe assumere delle decisioni senza il vincolo della maggioranza dei *bondholders* ed agirebbe come un finanziatore privato, eliminando gran parte delle problematiche di tempistica e di gestione legate ai prestiti obbligazionari. Sul tema si rinvia a Y. AMIHUD – K. GARBADE – M. KAHAN, *An institutional innovation to reduce the agency costs of public corporate bonds*, in *J. of Applied Corp. Fin.*, 2000, pp. 114 ss.

rapporto di finanziamento. Uno studio empirico statunitense ha mostrato che circa il 90% dei contratti di finanziamento viene rinegoziato prima della sua scadenza⁸⁴.

Dunque, il contratto di finanziamento viene visto come un documento che deve essere modificato nel momento in cui si verificano dei cambiamenti rilevanti all'interno del rapporto di debito.

I tre principali termini del contratto che sono oggetto della rinegoziazione sono:

- la scadenza;
- il valore del credito;
- il tasso di interesse.

Circa il 75% dei contratti viene modificato in questi tre termini essenziali prima della sua scadenza; modifiche relative alla scadenza sono previste nel 64% dei casi, al valore del credito nel 43% ed al tasso di interesse nel 40%⁸⁵.

Circa nel 18% dei casi la rinegoziazione è attivata da una violazione dei covenants⁸⁶. Il finanziatore avrà intenzione di rinegoziare il contratto non solo quando si è già verificato un *default*, ma cercherà di modificare le condizioni del prestito tempestivamente, al fine di prevenire un inadempimento; la diminuzione del valore della società debitrice può essere un campanello d'allarme in tal senso.

Una delle determinanti fondamentali è costituita dall'acquisizione di nuove informazioni che concernono la qualità del credito⁸⁷. Evidentemente, incrementi nel valore della società del debitore o decrementi del suo debito permetteranno ad egli di acquisire ulteriori finanziamenti o di abbassare il tasso di interesse. In aggiunta, anche le fluttuazioni del mercato giocheranno un ruolo fondamentale per la rinegoziazione⁸⁸.

⁸⁴ M. ROBERTS – A. SUFI, *Renegotiation of financial contract: evidence from private credit agreements*, reperibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1017629>. Lo studio analizza 1000 contratti di debito tra finanziatori e società nordamericane stipulati tra il 1996 e il 2005.

⁸⁵ M. ROBERTS – A. SUFI, *Renegotiation of financial contract: evidence from private credit agreements*, op. cit., p. 2.

⁸⁶ M. ROBERTS – A. SUFI, *Renegotiation of financial contract: evidence from private credit agreements*, op. cit., p. 2.

⁸⁷ M. ROBERTS – A. SUFI, *Renegotiation of financial contract: evidence from private credit agreements*, op. cit., p. 2.

⁸⁸ M. ROBERTS – A. SUFI, *Renegotiation of financial contract: evidence from private credit agreements*, op. cit., p. 2.

I termini iniziali stipulati nel contratto di finanziamento sono frutto di una ricognizione *ex ante*, per questo motivo sono facilmente soggetti *ex post* agli accadimenti che concernono e mutano il rapporto di debito. Ad esempio, se le condizioni iniziali si sono basate su certi *cash flows*, al momento in cui il debitore ha una riduzione dei *cash flows* si devono cambiare i termini del contratto.

In sintesi, possiamo affermare che un contratto non potrà mai essere “perfetto e completo” nel momento in cui viene stipulato. Anche i migliori consulenti legali non riescono a prevedere *ex ante* gli eventi che in futuro cambieranno il rapporto contrattuale fra le parti in gioco. Queste ultime sono a conoscenza che se vorranno continuare la loro relazione dovranno cercare di “venirsi in contro” per modificare le condizioni iniziali del loro contratto, al fine di adeguarle alle circostanze che, *ex post*, hanno inciso sul loro rapporto. Quindi, sia creditore che debitore devono mettere in conto i futuri costi per la necessaria rinegoziazione del debito⁸⁹.

2.3.2. L'art. 72, comma 6, legge fallimentare

Le conseguenze che possono attivarsi dalle violazioni dei covenants devono essere coordinate con il nostro ordinamento giuridico. La legge fallimentare, infatti, all'art. 72, comma 6, prevede la inefficacia delle «clausole negoziali che fanno dipendere la risoluzione del contratto dal fallimento».

Dunque, dalla suddetta norma si comprende che, in caso di fallimento dell'impresa finanziata, il finanziatore non può risolvere il suo contratto anche se tale evento è espressamente previsto da pattuizioni contrattuali, queste ultime non possono produrre i loro effetti.

Tuttavia, la natura e il senso dei covenants consistono nell'attivare il creditore prima che la situazione del debitore sia irreparabilmente compromessa; il creditore, quando non si adempie ad un covenant, ha la facoltà di “uscire” dal rapporto contrattuale prima del fallimento e dell'insolvenza del contraente, mediante l'apposizione di una clausola risolutiva espressa o di una condizione risolutiva,

⁸⁹ Abbiamo già visto (*supra*, cap. 1, par. 4) che la contrattualizzazione dell'insolvenza ha degli svantaggi, come il costo delle negoziazioni e la necessità di possedere le adeguate competenze tecnico-strutturali. Ne consegue che soltanto grandi finanziatori – le banche in modo particolare – e grandi società debentrici potranno realizzare questi contratti costituiti da *covenants*, aventi l'obiettivo di disciplinare contrattualmente i loro rapporti di credito/debito in sostituzione della legge.

rispettivamente artt. 1456-1356 c.c. (*supra*, par. 2.3.). La violazione di covenants costituisce un *default* anche quando l'impresa non è realmente insolvente.

Quindi, possiamo ritenere che un attento ed accorto finanziatore non aspetti il fallimento per far valere i suoi poteri derivanti dalla stipulazione di covenants, ma si adoperi prima che l'impresa superi il "limite delle acque pericolose", fissando un "paletto di sicurezza" non all'evento della sentenza dichiarativa del fallimento, ma nel momento in cui si manifesti una crisi ancora riparabile.

Nonostante tale considerazione sembra comunque utile procedere all'analisi della tematica relativa alla inefficacia della clausole negoziali che, illecitamente, prevedono la risoluzione in caso di fallimento del contraente.

Dalla lettura del comma sesto, emerge chiaramente la *ratio* di non aggirare il primo comma dello stesso art. 72 della legge fallimentare; il comma di apertura contiene l'essenza di tutto l'articolo, prevedendo la possibilità per il curatore di sciogliere o subentrare in un rapporto contrattuale pendente al fallimento. Se non fosse preclusa la facoltà del contraente *in bonis* di stipulare clausole volte a risolvere il contratto in caso di fallimento, evidentemente, il potere discrezionale del curatore – autorizzato dal comitato di creditori – non sarebbe molto efficace⁹⁰.

Né è possibile sostenere che la disposizione possa essere elusa attraverso la previsione della risoluzione del contratto per mutamento delle condizioni patrimoniali del debitore e rischio di inadempimento, applicando poi l'art. 1456 c.c. prima del fallimento, poiché la clausola risolutiva espressa può produrre i suoi effetti solo in presenza di un inadempimento e non di un mero rischio di inadempimento. Dunque, in caso di modifica delle condizioni patrimoniali si potrebbe al massimo

⁹⁰ Anche nel sistema previgente la dottrina si era espressa in tal senso. Secondo L. GUGLIELMUCCI, *Commento sub-art. 72, l. fall.*, in *Commentario Scialoja Branca. Effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti*, Bologna – Roma, 1979, pp. 136 ss., il fallimento può essere dedotto «come evento che evidenzia il carattere determinante della considerazione della persona dell'originario contraente o che altera l'originario equilibrio contrattuale». Al di fuori di tali circostanza, secondo l'a., «da clausola si traduce in una limitazione all'espropriazione del patrimonio del debitore,... e deve essere considerata alla stregua di condizione illecita, che, essendo risolutiva, si ha per non apposta». In favore di questo orientamento si è espresso il Trib. Roma, 21 febbraio 1983, in *Fallimento*, 1983, p. 1122. Tuttavia, si è espresso in senso contrario U. AZZOLINA, *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, II ed., Torino, 1961, p. 1203, ove l'a. afferma che «da clausola secondo cui la dichiarazione di fallimento costituisce motivo di risoluzione del contratto o, più esattamente, opera come condizione risolutiva del rapporto, deve ritenersi senz'altro valida». Mentre, invece, non possono essere considerate valide le clausole che identificano il fallimento come causa di risoluzione del contratto per inadempimento del contraente. Dubitativamente R. PROVINCIALI, *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1974, p. 1186.

provocare la decadenza del beneficio del termine ex art. 1186 c.c. e dopo far valere il 1456 c.c.⁹¹.

Tuttavia, per motivi di coerenza con il testo normativo di cui al comma 5 dell'art. 72, l. fall. – secondo il quale sono ammesse le azioni di risoluzione del contratto fino alla sentenza dichiarativa di fallimento – ritengo che si possano considerare validi ed efficaci i covenants che prevedono la risoluzione al verificarsi dell'insolvenza o all'avvio del procedimento per la richiesta di fallimento ex art. 15, l. fall., facendo valere una condizione risolutiva. Ritengo che sia la sentenza dichiarativa di fallimento a fungere da spartiacque.

L'introduzione della norma ha modificato il comma 1 dell'art. 80, l. fall., in materia di locazione; esso ammetteva il patto contrario al fatto che il fallimento del locatore non scioglie il contratto.

Non è stato, invece, oggetto di modifica da parte del legislatore il comma 1 dell'art. 82, l. fall., in materia di contratto di assicurazione, secondo il quale «il fallimento dell'assicurato non scioglie il contratto di assicurazione contro i danni, salvo patto contrario». Tuttavia, parte della dottrina ha appoggiato la tesi della sua tacita abrogazione⁹².

2.4. *Profili civilistici dei covenants*

I covenants devono essere analizzati anche per i loro aspetti civilistici all'interno del nostro ordinamento giuridico.

Tali profili riguardano il contenuto di queste pattuizioni contrattuali e i loro effetti che si riverberano sui soggetti interessati⁹³. Deve essere realizzato un bilanciamento degli interessi in gioco, l'interesse del finanziatore alla protezione del suo credito, da un lato, e l'interesse del debitore a mantenere un certa autonomia imprenditoriale, dall'altro.

⁹¹ Cfr. L. GUGLIELMUCCI, *Commento sub-art. 72, l. fall.*, in *Il nuovo diritto fallimentare* (diretto da A. JORIO), Bologna, 2006, p. 1132.

⁹² In tal senso L. GUGLIELMUCCI, *Commento sub-art. 72, l. fall.*, op. cit., p. 1133; B. INZITARI, *Sospensione del contratto per sopravvenuto fallimento*, in *Contratti in esecuzione e fallimento. La disciplina dei rapporti pendenti nel nuovo diritto concorsuale* (a cura di F. DI MARZIO), Ipsoa, 2007, p. 14; A. JORIO, *I rapporti giuridici pendenti*, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da G. COTTINO), Tomo II, Padova, 2009, p. 491; L. JEANTET, *Commento sub-art. 82*, in *Il nuovo diritto fallimentare* (diretto da A. JORIO), Bologna, 2006, p. 1321.

⁹³ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2009, pp. 498 ss.

Dall'art. 1179⁹⁴ del nostro codice civile si individuano i requisiti della “buona” garanzia, la quale deve essere “idonea” e “sufficiente”. Da questa norma si desume un principio di proporzionalità che può essere esteso anche ai covenants per bilanciare gli interessi delle parti, essendo questi ultimi delle garanzie atipiche⁹⁵.

Adesso, è opportuno analizzare i diversi vincoli che possono prevedere i covenants al loro interno, al fine di capire se essi sono rispettosi del suddetto principio di proporzionalità degli interessi intercorrenti tra creditore e debitore.

Innanzitutto, i covenants che al loro interno prevedono la trasmissione di informazioni relative alla gestione societaria e ai risultati raggiunti non limitano particolarmente l'autonomia imprenditoriale del debitore e, dunque, sono considerati legittimi⁹⁶. Essi hanno l'obiettivo di far conoscere al finanziatore le strategie gestionali ed i *targets* della società debitrice, tutelando l'interesse del creditore.

Per quanto concerne i *financial covenants* relativi al rispetto di dati e rapporti di bilancio l'analisi è più articolata, in quanto essi incidono in modo importante sull'autonomia imprenditoriale del debitore. Dinanzi a tali vincoli è opportuno procedere ad una verifica del bilanciamento degli interessi in gioco per ogni singolo finanziamento che si realizza in concreto.

In una operazione di *project-financing* o nel finanziamento di acquisizioni, in cui è essenziale la presenza del debitore (società-veicolo) per la realizzazione del progetto o della acquisizione, la previsione ed il rispetto di stringenti vincoli economico-aziendali è legittima perché funzionale al conseguimento del risultato prefissato⁹⁷.

La stessa considerazione vale per i finanziamenti effettuati per il risanamento di un'impresa. In tali casi è evidente che è giustificatamente elevato e prevalente l'interesse creditorio del finanziatore sull'autonomia gestionale del debitore. Inoltre, in una operazione di risanamento sono in gioco anche gli interessi degli altri creditori, i quali potranno risentire di scelte gestionali non conformi ad una loro tutela.

Bisogna prestare attenzione anche per quelle pattuizioni contrattuali che vietano al debitore la realizzazione di determinate operazioni, come la stipulazione di nuovi finanziamenti o nuovi investimenti. Queste operazioni possono essere poste in

⁹⁴ «Chi è tenuto a dare una garanzia, senza che ne siano determinati il modo e la forma, può prestare a sua scelta un'idonea garanzia reale o personale, ovvero altra sufficiente cautela».

⁹⁵ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit.

⁹⁶ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit.

⁹⁷ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit.

essere quando sono conformi alle finalità del finanziamento⁹⁸. Se, ad esempio, un investimento è molto conveniente e giova all'economia dell'impresa debitrice, è giusto che esso si realizzi, in quanto non incide negativamente sull'interesse del creditore. Una riduzione dell'autonomia imprenditoriale deve essere ragionevolmente legata ad una tutela effettiva del finanziatore, ma non coordinata con una politica gestoria "conservatrice" a prescindere.

Per quanto attiene alle *negative covenants*, abbiamo già osservato (*supra*, par. 2.1.) che esse possono essere viste come garanzie negative (*negative pledges*). Su tali vincoli di "non fare" si esercita il controllo dell'art. 1379 c.c.⁹⁹, anche se plasmato sulla funzione di garanzia economica "preventiva" delle stesse pattuizioni. La norma determina il rispetto di un principio di proporzionalità in funzione dell'oggetto e dello scopo perseguito dal contratto in cui le clausole negative sono contenute¹⁰⁰. Sono due gli elementi che devono sussistere per giustificare una eccezione al principio della libera disponibilità dei beni ed alla loro circolazione:

- interesse apprezzabile di una delle due parti;
- divieti contenuti entro convenienti limiti di tempo.

Ovviamente, l'apprezzabilità dell'interesse deve essere valutata tenendo conto:

- a) dello scopo dell'operazione economica;
- b) della stipulazione della garanzia per la tutela del finanziatore.

È evidente che non basterà un mero interesse alla conservazione dell'attivo residuo del debitore, altrimenti non si dovrebbe neanche discutere circa la legittimità di tali vincoli. Gli interessi del finanziatore, secondo tale concezione meritoria, sarebbero sempre legittimi.

In sintesi, si è quindi sostenuta l'invalidità dei covenants che vincolano in modo generale ed assoluto il potere di disposizione del mutuatario, corrispondendo un potere di veto al finanziatore, poiché essi hanno l'effetto di paralizzare la libertà economica del debitore, producendo l'effetto di "far pendere l'ago della bilancia" dal

⁹⁸ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit.

⁹⁹ «Il divieto di alienare stabilito per contratto ha effetto solo tra le parti, e non è valido se non è contenuto entro convenienti limiti di tempo e se non risponde a un apprezzabile interesse di una delle parti».

¹⁰⁰ G. PIEPOLI, *Le garanzie negative*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2001, p. 427.

lato del creditore senza conformarsi al suddetto principio di proporzionalità¹⁰¹. Senz'altro, a mio avviso, covenants particolarmente stringenti sarebbero idonei a far scattare un controllo contrattuale ex art. 2359, comma 1, n. 3, c.c. (*infra* par. 3) e una responsabilità da abuso di eterodirezione nel caso in cui si configuri un'attività di direzione e coordinamento ed un danno cagionato dalla stessa (*infra*, cap. 4).

2.4.1. *La nullità dei covenants*

Cosa accade se i covenants sono giudicati nulli ai sensi dell'art. 1419 c.c.¹⁰²? Quali sono le conseguenze di tale nullità?

Dall'art. 1419 c.c. si desume che il contratto sarà dichiarato nullo se il covenant giudicato nullo sia stato imprescindibile per la stipulazione del contratto medesimo tra le parti.

Nel caso in cui la clausola illecita non comporti la caducazione dell'intero contratto, il finanziatore – in favore del quale il covenant era stato stipulato – potrebbe veder molto ridimensionata la protezione contrattuale del suo credito¹⁰³.

Inoltre, la verifica che senza quella clausola il contratto non sarebbe stato stipulato non comporterebbe automaticamente la nullità dell'intero contratto, poiché ad essere considerata illecita non è la clausola in senso stretto, ma «solo la sua sproporzionata estensione»¹⁰⁴. Quindi, secondo parte della dottrina – in virtù degli artt. 1366-1367 c.c. – se il debitore si offre di rinegoziare il contratto in modo da conformare la clausola illecita al principio di proporzionalità, il finanziatore è tenuto a rispettare questa decisione e a mantenere la relazione contrattuale con la società¹⁰⁵.

2.5. *Profili societari dei covenants*

In questo paragrafo si relazionano i covenants con i profili del nostro diritto societario, prestando particolare riguardo al ruolo che oggi hanno gli amministratori di una società ed agli effetti delle loro azioni.

¹⁰¹ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit.

¹⁰² Art. 1419 c.c.: «da nullità parziale di un contratto o la nullità di singole clausole importa la nullità dell'intero contratto, se risulta che i contraenti non lo avrebbero concluso senza quella parte del suo contenuto che è colpita dalla nullità.

La nullità di singole clausole non importa la nullità del contratto, quando le clausole nulle sono sostituite di diritto da norme imperative».

¹⁰³ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit.

¹⁰⁴ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, op. cit.

¹⁰⁵ Si veda in modo particolare G. PIEPOLI, op. cit., e F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996, pp. 132 ss.

L'art. 2380-bis del codice civile¹⁰⁶, modificato dalla riforma del diritto societario del 2003¹⁰⁷, attribuisce esclusivamente la gestione della società agli amministratori, i quali – avendo l'obiettivo di realizzare l'oggetto sociale – possono stipulare anche delle pattuizioni contrattuali contenute in un rapporto di credito. Tali pattuizioni, da un lato, ovviamente, dovranno essere conformi all'oggetto sociale, assumendo le sembianze di strumenti funzionali al suo raggiungimento. Dall'altro lato, il contenuto delle stesse dovrà anche rispettare il principio di proporzionalità precedentemente descritto (*supra*, par. 2.4) per fare in modo che l'estensione del vincolo non gravi esageratamente sulla libertà imprenditoriale del debitore¹⁰⁸.

Dal punto di vista della validità dei covenants stipulati tra amministratori e finanziatore non sussistono particolari problematiche. Nel reperimento di risorse finanziarie, gli amministratori – essendo i rappresentanti della società – possono certamente contrarre obblighi di “non fare”¹⁰⁹, anche se tali obblighi hanno bisogno di una delibera dell'organo assembleare. La divisione dei poteri all'interno della società è un aspetto che non attiene alla validità del negozio stipulato con il finanziatore, ma sarà relativo ad un momento successivo (esso verrà analizzato nel prossimo sotto-paragrafo).

Tuttavia – una volta pattuito un *negative covenant* – l'organizzazione societaria può contraddire se stessa adottando nella delibera assembleare una decisione che essa, tramite il consiglio di amministrazione, si era impegnata di non assumere¹¹⁰. Tale inadempimento non comporterà una responsabilità per equivalente, ma risarcitoria, in quanto i vincoli contrattuali hanno un'efficacia solo obbligatoria e non reale¹¹¹. Se

¹⁰⁶ Art. 2380-bis c.c.: «la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. L'amministrazione della società può essere affidata anche a non soci. Quando l'amministrazione è affidata a più persone, queste costituiscono il consiglio di amministrazione. Se lo statuto non stabilisce il numero degli amministratori, ma ne indica solamente un numero massimo e minimo, la determinazione spetta all'assemblea. Il consiglio di amministrazione sceglie tra i suoi componenti il presidente, se questi non è nominato dall'assemblea».

¹⁰⁷ Per un'analisi in materia di amministrazione e controllo si veda V. CALANDRA BUONAURO, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, 2003, V, pp. 535 ss.

¹⁰⁸ Cfr. A. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Il nuovo diritto delle società*, n. 8, 2011, p. 23. L'a. riporta il seguente esempio di una pattuizione sproporzionata e irragionevole: il covenant che vincola la società a non distribuire gli utili ai soci per tutto il periodo del finanziamento.

¹⁰⁹ Pensiamo all'obbligo di non distribuire gli utili, di non trasformare la società, di non modificare l'oggetto sociale, di non ridurre il capitale nominale.

¹¹⁰ Cfr. A. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, op. cit., p. 24.

¹¹¹ A. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, op. cit., p. 24.

invece la stessa pretesa fosse contenuta in uno strumento finanziario partecipativo ex art. 2346, ultimo comma, c.c., avrebbe una efficacia reale, poiché essi hanno una rilevanza endo-societaria¹¹². Dunque, i covenants stipulati tra amministratori e finanziatore – anche se relativi a materie rientranti nella competenza assembleare – sono validi ed hanno una efficacia solo obbligatoria, in quanto sono gli stessi amministratori che hanno il potere di gestire in maniera esclusiva la società ai sensi dell'art. 2380-bis c.c. e di rappresentarla all'esterno¹¹³.

2.5.1. *La previsione di una convocazione ex-ante dell'assemblea*

Abbiamo compreso la validità dei covenants stipulati tra amministratori e finanziatore. Ora è opportuno capire come poter conciliare gli interessi degli azionisti con le scelte gestionali dell'organo amministrativo. La problematica che vorrei analizzare, infatti, si riferisce al conflitto di poteri che può ravvisarsi nel caso in cui gli amministratori adottino decisioni gestorie riservate alla competenza dell'assemblea.

Il nuovo testo dell'art. 2364, comma 1, n.5, c.c.¹¹⁴, ha radicalmente mutato il ruolo dell'assemblea nella gestione della società. Oggi l'assemblea – oltre alle deliberazioni riservate ad essa dalla legge – può solo deliberare «sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti». Ne consegue che la competenza generale per la gestione della società è attribuita agli amministratori – in primo luogo con l'art. 2380-bis c.c., mentre all'assemblea è riservata una competenza speciale, prevista dalla legge o dallo statuto¹¹⁵. Dunque, nel caso in cui l'organo amministrativo stipuli dei covenants che rientrano tra le materie attribuite –

¹¹² Gli strumenti finanziari partecipativi possono contenere sia diritti patrimoniali che diritti amministrativi. In generale si veda M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006. Per un'analisi dell'utilizzo di tali strumenti all'interno di operazioni di *restructuring* si rinvia a A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le società*, n.8, 2011, p. 925 ss.

¹¹³ Non è dello stesso avviso E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra le clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, p. 1091. L'a. afferma che, nel caso in cui gli amministratori assumano obblighi per la società, si possa configurare la fattispecie della promessa del fatto del terzo ex art. 1381 c.c.

¹¹⁴ L'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. dispone che nelle società prive di consiglio di sorveglianza l'assemblea ordinaria «delibera sugli altri oggetti attribuiti dalla legge alla competenza dell'assemblea, nonché sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti».

¹¹⁵ Si veda in tal senso P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle S.p.A.*, in *Riv. arbitrato*, 2009, IV, pp. 269 ss.

dalla legge o dallo statuto – alla competenza speciale dell’assemblea, si ritiene che gli stessi amministratori debbano interpellare preventivamente i soci¹¹⁶.

Inoltre, è pur vero però che la riforma del diritto societario ha eliminato la possibilità per gli amministratori di sottoporre allo scrutinio dell’assemblea delle singole operazioni relative alla sfera gestoria della compagine societaria¹¹⁷, ma ciò non esclude che gli amministratori medesimi non possano richiedere la convocazione dell’assemblea anche per la discussione di aspetti gestionali relativi agli interessi degli azionisti, non previsti dalla legge o dallo statuto; in tali casi il legislatore non vieta espressamente che i soci formulino pareri o raccomandazioni non vincolanti¹¹⁸.

Occorre fare una distinzione tra le autorizzazioni assembleari previste dalla legge e dallo statuto e le convocazioni richieste dagli amministratori per la formulazione di pareri o raccomandazioni vincolanti. Gli amministratori possono, infatti, disattendere un parere non positivo alla adozione di una certa decisione gestionale, a differenza dei casi in cui l’autorizzazione assembleare è prevista dalla legge o dallo statuto. Il mancato rispetto di un parere o di una raccomandazione non vincolanti è legittimo, ma potrebbe aggravare la posizione di responsabilità dell’organo gestorio, il quale non si è conformato agli indirizzi dei soci¹¹⁹.

In conclusione, una soluzione utile e di raccordo fra l’organo gestorio ed assembleare di una società – in modo particolare di una S.p.A. – per la stipulazione di covenants nei contratti di finanziamento, sarebbe quella di prevedere *ex ante* la convocazione – da parte degli amministratori – dell’assemblea, sicuramente per le decisioni gestionali attribuite a quest’ultima dalla legge o dallo statuto e, ragionevolmente, anche per la richiesta di pareri o raccomandazioni non vincolanti

¹¹⁶ Cfr. A. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, op. cit., p. 26.

¹¹⁷ Il riferimento è al vecchio testo dell’art. 2364, comma 1, n. 4, c.c., che contemplava la possibilità degli amministratori di convocare l’assemblea su atti gestori della società.

¹¹⁸ Cfr. P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell’assemblea nelle S.p.A.*, in *Riv. arbitrato*, 2009, IV, pp. 269 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, 2003, V, pp. 541 ss.; G. E. COLOMBO, *Amministrazione e controllo*, in *Il nuovo ordinamento delle società* (a cura di S. ROSSI), Milano, 2004, p. 177; A. TUCCI, *Gestione dell’impresa sociale e “supervisione” degli azionisti. L’esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies americane*, Milano, 2003, p. 21.

¹¹⁹ In tal senso P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell’assemblea nelle S.p.A.*, in *Riv. arbitrato*, 2009, IV, pp. 269 ss.

relativi a materie incidenti gli interessi degli azionisti. In tal modo, si adempirebbe anche all'obbligo di amministrare il patrimonio altrui con correttezza e buona fede¹²⁰.

Alla luce dell'attuale contesto normativo, infatti, si rileva che quando un contratto sia idoneo ad incidere sulle competenze dell'assemblea o ad alterare il governo delle società contraenti, la sua conclusione deve essere decisa dai soci di queste ultime¹²¹.

2.5.2. *La pubblicità della stipulazione dei covenants*

Un'ulteriore esigenza legata all'impatto dei covenants sul nostro ordinamento è rappresentata dalla possibilità di prevedere una loro pubblicità nel mercato, al fine di consentire a tutti gli investitori di conoscere che la società non ha stipulato un normale rapporto di debito con il finanziatore, ma quest'ultimo – attraverso i covenants – ha il potere di incidere sulla sua gestione in maniera significativa¹²².

Tali strumenti contrattuali, infatti, possono costituire dei poteri di controllo simili a quelli previsti nei patti parasociali – pensiamo ai sindacati di voto – i quali devono essere comunicati a norma del disposto di cui all'art. 122 del testo unico della finanza (TUF)¹²³.

Inoltre, i covenants più incisivi – sulla base di ciò che sostiene la dottrina recente (*infra*, par. 3) – possono configurare un'attività di direzione e coordinamento (o eterodirezione) attraverso il controllo derivante da particolari vincoli contrattuali ex art. 2359, comma 1, n.3, c.c.

Perciò dovrebbe essere ragionevole una loro pubblicazione. Una soluzione prospettata sarebbe quella di pubblicare la stipulazioni di questi vincoli contrattuali

¹²⁰ Cfr. A. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, op. cit., p. 26; V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, op. cit., p. 541.

¹²¹ In tal senso si rinvia a A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* (a cura di ABBADESSA – PORTALE), 3 Torino, 2007, p. 883.

¹²² A. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, op. cit., p. 27.

¹²³ Art. 122, comma 1, D.Lgs. n. 58/1998: «I patti, in qualunque forma stipulati, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano entro cinque giorni dalla stipulazione sono:

a) comunicati alla Consob;
b) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana;
c) depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sua sede legale;
d) comunicati alle società con azioni quotate».

nella nota integrativa al bilancio, in cui la legge già prevede la “specifica indicazione delle garanzie” per debiti di durata superiore a cinque anni, ex art. 2427, n.6, c.c.)¹²⁴, in quanto i covenants – come abbiamo già visto – sono considerati delle garanzie “atipiche” del credito.

2.6. *Covenants all'interno dei finanziamenti a gruppi di società*

I covenants – oltre ad avere la funzione primaria di disciplinare contrattualmente i rapporti di debito/credito tra finanziatore e impresa debitrice – hanno un ulteriore ruolo, costituiscono una disciplina convenzionale per l'esercizio dell'attività di impresa¹²⁵.

Logicamente, tali strumenti contrattuali riguardano soprattutto la realtà delle grandi imprese, in quanto queste ultime sono dotate delle adeguate strutture e disponibilità per realizzare a pieno l'attività e la trasmissione delle informazioni dettate dai covenants stessi (*supra*, cap.1, par. 3).

Le grandi imprese si organizzano sovente in gruppi, in cui si ha una società controllante a capo del gruppo, la quale controlla altre società appartenenti al gruppo stesso (società controllate). Quindi, la capogruppo eserciterà un'attività di direzione e coordinamento sulle controllate. Nella prassi, i contratti di finanziamento destinati a finanziare una società controllata possono essere stipulati dalla controllante, la quale, di regola, stipula anche i covenants oggetto del contratto medesimo¹²⁶. In questi casi, la banca finanziatrice della impresa soggetta all'attività di direzione e coordinamento può richiedere anche alla *parent company* (capogruppo) di adempiere a particolari obblighi, come ad esempio di fornire alla sua controllata finanziata il capitale adeguato¹²⁷.

¹²⁴ A. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, op. cit., p. 27.

¹²⁵ In questi termini si veda A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *Le società per azioni oggi* (a cura di BALZARINI – CARCANO – VENTORUZZO), Milano, 2007, pp. 509 ss.

¹²⁶ Si rinvia a M. MAUGERI, *Finanziamenti anomali dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, pp. 177 ss.; pp. 250 ss.

¹²⁷ G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *RDS*, 2009, III, pp. 611 ss. L'a. individua anche ulteriori tipologie di covenants che spesso sono oggetti di contratti di finanziamento relativi ad una realtà di gruppo:

- a) un adeguato rapporto tra capitale proprio e capitale di debito;
- b) la trasmissione di informazioni sia da parte della società finanziata che della capogruppo la cui interruzione può causare la risoluzione anticipata del contratto;

Ne consegue che ad un finanziamento del gruppo – relativo al rapporto banca/capogruppo/controllata – può derivare anche un finanziamento infragruppo – relativo al rapporto capogruppo/controllata – al fine di rispettare i “paletti” imposti dal finanziatore. La banca, infatti, prevede come condizione per l'erogazione del credito la dotazione di mezzi patrimoniali sufficienti in favore della società finanziata, in modo da ottemperare alle disposizioni previste dall'accordo di Basilea 2¹²⁸.

Inoltre, la banca sfrutta a suo vantaggio l'attività di direzione e coordinamento per realizzare mediante essa un'ottimizzazione del monitoraggio sulla impresa destinataria del credito¹²⁹. Ed in particolari situazioni il finanziatore può anche avere un potere di veto sull'attuazione di atti di disposizione patrimoniale o di indebitamento, sia della finanziata che della società esercitante l'attività di direzione e coordinamento¹³⁰.

Si viene quindi ad impostare un rapporto trilaterale tra la banca finanziatrice, la capogruppo e la controllata finanziata. Tale rapporto può configurare la fattispecie del contratto a favore di terzo – in maniera particolare del *pactum de adimplendo cum tertio* – adottato dalla *parent company*, la quale fornisce i mezzi patrimoniali e finanziari adeguati alla società finanziata¹³¹, ovvero la fattispecie della promessa del fatto del terzo, in quanto la società finanziata osserverà la disciplina contrattuale prevista dai covenants stipulati, tra banca e capogruppo, nei suoi confronti.

c) la individuazione di particolari eventi detti “*trigger event*” - come ad esempio l'assoggettamento a procedure concorsuali – il cui verificarsi può comportare la decadenza del beneficio del termine (art. 1186 c.c.) e la risoluzione del contratto;

d) la assunzione di obblighi di mantenimento del controllo societario mediante la stipulazione di *change of control clauses*;

e) il divieto di costituire garanzie a favore di terzi senza prima offrirle al finanziatore e il divieto di compiere operazioni di *lease back* (*negative pledge*);

f) l'obbligazione *pari passu* per la parità di trattamento, nelle garanzie, con gli altri finanziatori;

g) nel caso di finanziamenti infragruppo da parte della società controllante nei confronti della controllata, l'assunzione della prima di un obbligo di postergazione dei crediti rispetto a quelli vantati dagli altri creditori e, comunque, dalla banca finanziatrice.

¹²⁸ A. MARABINI, *La gestione delle crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi: il riequilibrio finanziario*, in *Dir. fall.*, 2009, p. 261. Si evidenzia inoltre che, a partire dal 2013, entrerà in vigore in modo graduale l'accordo di Basilea 3, avente lo scopo di rafforzare il patrimonio bancario e rispondere opportunamente alla crisi economico-finanziaria 2007-2008.

¹²⁹ Cfr. R. VIVALDI, *Soluzione negoziale dell'insolvenza: responsabilità civile della banca nelle crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 1998, pp. 557 ss.

¹³⁰ G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, op. cit., p. 612.

¹³¹ Il trasferimento di ricchezza dalla società esercitante l'attività di direzione e coordinamento alla società controllata e finanziata può identificarsi o in un mutuo – destinato a confluire tra i debiti – o in una ricapitalizzazione o dotazione di *equity* non sotto forma di capitale, destinata a confluire nel patrimonio netto. Si rinvia a G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, op. cit., pp. 612-613.

Vedremo nel corso del presente elaborato che il finanziamento della banca contenete stringenti covenants potrà costituire la fattispecie di controllo contrattuale (art. 2359, comma 1, n.3, c.c., *infra*, par. 3) e comportare per essa una responsabilità per eterodirezione ai sensi dell'art. 2497 c.c. (*infra*, cap. 4).

2.7. *La stipulazione dei covenants per garantire nuova finanza all'interno di un accordo stragiudiziale "protetto"*

Come già ho descritto (*supra*, cap. 1, par. 3.1), i covenants posso essere stipulati anche nell'ambito di accordi stragiudiziali "protetti" – accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182-bis, l. fall.) e piani di risanamento attestati (art. 67, comma 3, lett. d, l. fall.) – in modo particolare per la concessione di nuova finanza ad una impresa in crisi.

Prima di approfondire il legame esistente tra i covenants e la erogazione di nuova finanza all'interno di un piano per il risanamento della crisi d'impresa ritengo sia opportuno fornire preventivamente un cenno alla natura ed alla nuova disciplina dei finanziamenti in funzione ed in esecuzione di una accordo stragiudiziale "protetto" e di un concordato preventivo.

Per "nuova finanza" si intendono quei finanziamenti necessari all'impresa in crisi per la continuazione dell'esercizio della sua attività. Essi serviranno a pagare sia i fornitori che i creditori esclusi dall'accordo stragiudiziale. Questi ultimi devono essere soddisfatti per intero.

Evidentemente, i creditori che decidono di fornire all'impresa ulteriori finanziamenti scommettono sul suo risanamento; essi credono nel buon esito del piano, al fine di contribuire a recuperare, mediante la nuova finanza, i loro vecchi crediti.

La concessione di nuova finanza si realizza abitualmente nei seguenti modi:

- il ripristino o l'incremento di linee di credito autoliquidanti;
- la concessione di nuovi finanziamenti per cassa;
- l'effettuazione di aumenti di capitale a pagamento¹³².

¹³² M. BELCREDI, *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni '90*, in *La gestione delle crisi di impresa in Italia: un'analisi economica* (a cura di L. CAPRIO), Milano, 1997, pp. 291 ss.

Per facilitare ed incentivare il finanziamento alle imprese in crisi¹³³, il legislatore del 2010 – con il D.L. 31 maggio 2010, n. 78, convertito, con modificazioni, con L. 30 luglio 2010, n. 122 – ha introdotto l'art. 182-quater all'interno della nostra legge fallimentare. La norma si riferisce al finanziamento ad un'impresa soggetta ad un accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 182-bis) o ad un concordato preventivo (artt. 160 ss.). L'articolo individua tre tipologie di crediti derivanti da finanziamenti:

- 1) «I crediti derivanti da finanziamenti in qualsiasi forma effettuati da banche e intermediari finanziari iscritti negli elenchi di cui agli articoli 106 e 107 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, in esecuzione di un concordato preventivo di cui agli articoli 160 e seguenti ovvero di un accordo di ristrutturazione dei debiti omologato ai sensi dell'articolo 182-bis»;
- 2) «i crediti derivanti da finanziamenti effettuati dai soggetti indicati al precedente comma in funzione della presentazione della domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo o della domanda di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, qualora i finanziamenti siano previsti dal piano di cui all'articolo 160 o dall'accordo di ristrutturazione e purché la prededuzione sia espressamente disposta nel provvedimento con cui il tribunale accoglie la domanda di ammissione al concordato preventivo ovvero l'accordo sia omologato»;
- 3) i finanziamenti effettuati dai soci.

I crediti di cui al n.1 sono prededucibili ai sensi dell'art. 111 della legge fallimentare¹³⁴. I crediti di cui al n. 2 sono equiparati ai prededucibili ai sensi e per gli effetti dell'art. 111 suddetto, se l'accordo di ristrutturazione o il concordato preventivo siano successivamente omologati¹³⁵. Infine, anche i crediti nella forma dei finanziamenti

¹³³ Al riguardo sono state elaborate dal Consiglio Nazionale dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili, da Assonime e dall'Università di Firenze, delle linee-guida al finanziamento delle imprese in crisi: *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, I ed. 2010, redatte dal Consiglio Nazionale dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili, Assonime, Università di Firenze, reperibili al sito www.unifi.it/nuovodirittofallimentare.

¹³⁴ L. STANGHELLINI, *Finanziamenti ponte e finanziamenti alla ristrutturazione*, in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2010 fasc. 12, pp. 1346 – 1365. L'a. definisce tali finanziamenti con il nome di “finanziamenti alla ristrutturazione”.

¹³⁵ L. STANGHELLINI, *Finanziamenti ponte e finanziamenti alla ristrutturazione*, in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2010 fasc. 12, pp. 1346 – 1365. L'a. definisce tali finanziamenti con il nome di “finanziamenti-ponte”.

effettuati dai soci di cui al n. 3, in deroga agli artt. 2467 e 2497-quinquies del codice civile, sono considerati prededucibili a concorrenza dell'ottanta per cento del loro ammontare.

Come ben si comprende, il legislatore – attraverso l'art. 182-quater – ha voluto tutelare in maniera importante il fornimento di nuova finanza per le imprese in crisi, avendo lo scopo di ridurre il numero di fallimenti e spingendo le parti ad una soluzione negoziale della crisi d'impresa. Invece, la riforma ha volutamente escluso da tale protezione i finanziamenti alle imprese in crisi contenuti in un piano di risanamento attestato, ex art. 67, comma 3, lett. d.; quest'ultimo si mostra meno protettivo ma più rapido e flessibile (*supra*, cap. 1, par. 3.1).

Dopo questa premessa generale sugli aspetti peculiari del finanziamento alle imprese in crisi, adesso è giunto il momento di trattare della relazione che esso ha con i covenants.

Una forma di garanzia che potrebbe essere utile al pagamento dei finanziamenti alle imprese in crisi sono, appunto, i covenants¹³⁶. La particolare struttura di queste garanzie “atipiche” permette al finanziatore di monitorare ed indirizzare l'attività gestoria del debitore, al fine di proteggere il suo interesse creditorio. I covenants potrebbero, ad esempio, contenere un obbligo di pagare regolarmente gli interessi e le quote di capitale della nuova finanza, oltre ai già visti obblighi positivi e negativi che influiscono profondamente sulle scelte imprenditoriali.

Attraverso queste particolari garanzie, il finanziatore potrà quindi capire se il piano o l'accordo di ristrutturazione stia andando a buon fine o non possa essere supportato dal destinatario del credito. In quest'ultimo caso, al verificarsi di un *events of default* (*supra*, par. 2.3), il finanziatore potrà anche decidere di risolvere il contratto di finanziamento, ove pattuito con la parte debitrice.

3. Il controllo derivante da “particolari vincoli contrattuali”

In materia di covenants, un ulteriore aspetto rilevante da analizzare, riguarda la possibilità che da tali vincoli contrattuali possa derivare un controllo a norma dell'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c. La configurazione di un controllo contrattuale può

¹³⁶ Dello stesso avviso M. GALARDO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Risanare l'impresa*, San Marino, 2011, pp. 88 ss.

prevedere la conseguenza di costituire a sua volta una attività di direzione e coordinamento, essendo una presunzione relativa di quest'ultima a norma dell'art. 2497-sexies, c.c. La problematica non è di poco conto, in quanto la banca finanziatrice, nel caso in cui sia accertata un'attività di direzione e coordinamento nei confronti dell'impresa finanziata, potrà essere soggetta alla connessa responsabilità, prevista dall'art. 2497 c.c. (sulla responsabilità della banca per eterodirezione si rinvia a *infra*, cap. 4).

Innanzitutto, è necessario comprendere la normativa del controllo derivante da particolari vincoli contrattuali, per poi argomentare le dovute considerazioni in relazione al legame con la disciplina dei covenants e le sue eventuali ripercussioni in tale ambito.

In passato, la dottrina¹³⁷ identificava nei contratti commerciali¹³⁸ un indice presuntivo di una posizione di controllo esterno, in cui si instaurava un rapporto di soggezione tra una impresa forte e un'impresa debole¹³⁹.

In tempi recenti, è emersa l'esigenza di rivisitare i contenuti di tale vecchio orientamento¹⁴⁰.

La stipulazione di contratti commerciali, infatti, realizza un rapporto di dipendenza economica fra le parti, ma non sempre quest'ultima da origine ad un vero e proprio controllo esterno¹⁴¹.

Occorre, dunque, accertare in concreto la sussistenza del controllo esterno, analizzando il vincolo dal quale deriva un'influenza dominante nei confronti dell'impresa controllata¹⁴².

¹³⁷ Si veda, ad esempio, G. FRÈ – G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario SCIALOJA – BRANCA*, Bologna – Roma, 1961, p. 245; C. ANGELICI, *La partecipazione azionaria nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* (a cura di RESCIGNO), vol. 16, tomo 2, Torino, 1985, p. 334.

¹³⁸ Pensiamo ai contratti di agenzia, somministrazione, distribuzione, subfornitura, franchising e licenza di marchio.

¹³⁹ Affermare che il controllo esterno sia ravvisabile sempre nel caso in cui si stipulino questi tipi di contratti commerciali, sarebbe in contrasto con il senso comune e con le scarse decisioni giurisprudenziali che lo accertano; in questi termini M. S. SPOLIDORO, *Gruppi di società e gruppi di imprese tra diritto societario e diritto della concorrenza*, in *I Gruppi di società. Atti del Convegno Internazionale di Studi di Venezia*, Milano, 1995, pp. 2204 ss.

¹⁴⁰ Si veda, ad esempio, E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 43. L'a. afferma che il procedere a prevedere la sussistenza di una fattispecie di controllo contrattuale a seconda delle tipologie contrattuali non riesce a risolvere il problema, in quanto non si prendono in considerazione lacune ed ipotesi non contenute in tali casistiche contrattuali.

¹⁴¹ E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, op. cit., pp. 21 ss. Anche la giurisprudenza ha evidenziato come l'influenza derivante da una mera posizione di mercato non possa derivare da un vincolo contrattuale, il quale attribuisca all'impresa forte il potere di gestire l'impresa. Altrimenti si rischierebbe di allargare in modo esagerato l'applicazione della norma, si veda Trib. Torino, sentenza 21 aprile 1986, in *Fallimento*, 1987, p. 414, nota di SIDERI.

Il contratto deve, quindi, contenere ulteriori vincoli dai quali derivi un potere di ingerenza “qualificato” nei confronti della controllata.

Tuttavia, la giurisprudenza, ancora oggi, continua a considerare l'elemento della soggezione economica un indice di controllo contrattuale; nonostante ciò, è necessaria un'analisi concreta della presenza di un potere per la società forte di incidere sulle scelte gestorie della società debole controllata¹⁴³.

Proprio la presenza di un potere di ingerenza nella gestione societaria determina il passaggio dalla posizione di forza contrattuale derivante dal potere di mercato alla nascita di una relazione di controllo ex art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.¹⁴⁴

Si ritiene che il potere di ingerenza possa risultare nei casi in cui siano stipulati dei vincoli più incisivi, nei confronti della controllata, rispetto a quelli previsti nella formulazione ordinaria del contratto¹⁴⁵.

Ne deriva che la sola dipendenza economica non basta a configurare la fattispecie di controllo contrattuale ove non si realizzi anche un potere di influenzare in modo significativo le scelte gestionali della società¹⁴⁶.

Bisogna però tener presente che non tutti i poteri di ingerenza possono dar vita a posizioni di controllo, è necessario verificare in concreto quando essi siano sufficienti a realizzare tali posizioni.

3.1. *Covenants come “particolari vincoli contrattuali”*

Un esempio di “particolare vincolo contrattuale” può essere contenuto in contratti di finanziamento.

¹⁴² In questi termini, Cass. 27 settembre 2001, n. 12094, in *Soc.*, 2002, p. 316, per la quale, «escluso che nel quadro attuale della normativa di riferimento esista una specifica tipologia di contratti di dominio o di controllo di impresa e dovendosi desumere il carattere «esistenziale» del vincolo non dal tipo di contratto ma dal concreto atteggiarsi del suo contenuto, che lo renda, nel caso singolo, vitale per la controllata, ne consegue che l'accertamento circa l'attitudine o meno di un dato rapporto negoziale a porre una delle parti in quella particolare situazione di predominio caratteristica del controllo esterno, ex art. 2359, n. 3 c.c., si risolve, in definitiva, in una quaestio facti».

¹⁴³ Tribunale di Pescara, 2 febbraio 2009, cit., p. 2829, con nota di PERRINO.

¹⁴⁴ E' uniforme in dottrina che il vincolo debba essere sia stabile che duraturo; si veda E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, op. cit., pp. 66 ss.; F. ANGIOLINI, *Abuso di dipendenza economica e controllo societario*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p. 77.

¹⁴⁵ A. MUSSO, *Il controllo societario mediante “particolari vincoli contrattuali”*, in *Contr. Impr.*, 1995, pp. 35 ss. L'a. esamina vari tipi di contratti con lo scopo di distinguere gli elementi “tipici” del vincolo da quelli “particolari”, dai quali deriva un controllo esterno.

¹⁴⁶ A. MUSSO, *Licenze di proprietà industriale e clausole di dominazione: alcuni recenti sviluppi sul controllo “contrattuale”*, in *Contr. Imp.*, 1999, p. 366.

Come sappiamo, in questi casi, l'impresa finanziata è in una posizione di dipendenza economica con il suo finanziatore, mediante la stipulazione di poteri di monitoraggio in favore di quest'ultimo, al fine di tutelare il credito erogato.

Oltre a ciò, sovente, nella prassi contrattuale dei contratti di prestito si prevedono ulteriori attribuzioni di poteri di ingerenza del creditore sull'impresa debitrice, dando vita alla c.d. *lender governance*¹⁴⁷.

Negli ultimi anni, infatti, sono moltiplicati i casi in cui si sono stipulati contratti di finanziamento caratterizzati da incisivi poteri gestori sulla società finanziata da parte della società finanziatrice¹⁴⁸.

Le esigenze di mercato hanno incentivato i finanziatori a porre in essere delle modalità alternative di garanzia per il rimborso dei loro crediti erogati senza alcuna partecipazione al capitale sociale e in assenza di garanzie reali o personali. Queste modalità hanno dato vita ai covenants.

I covenants – nei casi in cui realizzino una pregnante influenza del finanziatore sul finanziato – possono inquadrarsi come “particolari vincoli contrattuali” in virtù dei quali viene esercitato un controllo esterno¹⁴⁹.

Ovviamente, il controllo contrattuale si realizza non quando il finanziatore ha solo un potere di monitoraggio sull'andamento economico-finanziario dell'impresa, ma quando egli possa significativamente incidere sulle politiche gestionali di quest'ultima¹⁵⁰.

¹⁴⁷ Con tale accezione, già spiegata nel corso del presente capitolo, si intende il governo del finanziatore sull'impresa debitrice; si rinvia a F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in 57 *UCLA L. Rev.*, 2009, pp. 115 ss. In Italia l'argomento è trattato in modo particolare da A. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Il nuovo diritto delle società*, n. 8, 2011, pp. 14 ss.

¹⁴⁸ Cfr. F. VELLA, *Il nuovo diritto societario e la “governante” bancaria*, in *Banca Imp. Soc.*, 2003, p. 310. Secondo l'a. la legge permette alle parti di costruire il contratto di finanziamento prevedendo poteri di *voice* nel governo societario.

¹⁴⁹ Cfr. G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *RDS*, 2009, III, pp. 611 ss.; E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, op. cit., pp. 55 ss.; R. PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *RDS*, 2009, III, pp. 627 ss. Nello stesso senso A. VICARI, *I finanziamenti delle Banche a fini ristrutturativi*, in *Giur. Comm.*, 2008, pp. 478 ss., part. pp. 507-508, il quale afferma che «da stipula da parte delle banche di contratti di finanziamento può avvenire in presenza di situazioni di forte potere contrattuale delle banche stesse; tali situazioni possono generare – al ricorrere di determinate circostanze – situazioni di “controllo contrattuale” e dare luogo ad una responsabilità da attività di direzione e coordinamento ex art. 2497 c.c.».

¹⁵⁰ Secondo E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. Comm.*, 2008, p. 1091, la *corporate finance* incide sulla *corporate governance* nel momento in cui «il soggetto finanziatore tende ad acquisire diritti di controllo, recte di ingerenza, qualitativamente diversi rispetto a quelli che possono spettare ai membri della compagine sociale, andando oltre le più semplici forme di protezione del creditore di fronte a sempre possibili comportamenti pregiudizievoli della società».

In primo luogo, un covenant che può concretizzarsi nell'accezione di "particolare vincolo contrattuale" risulta essere quello che prevede l'impegno degli amministratori di rispettare il *business plan* predefinito. Anche se il finanziatore non ha particolari poteri di veto o un'influenza *day by day management*, è evidente che la gestione della società debba conformarsi a delle politiche gestorie contrattualmente predeterminate¹⁵¹.

In secondo luogo, si registrano nella prassi altri tipi di covenants, aventi l'obiettivo di vietare l'alienazione di particolari cespiti patrimoniali o di limitare l'indebitamento della società impedendole di contrarre nuovi debiti (*supra*, par. 2.1.2). Essi incidono concretamente sulla gestione della società e, conseguentemente, possono costituire la fattispecie di controllo contrattuale.

Si aggiungono, inoltre, quelle pattuizioni contrattuali che prevedono di continuare l'attività di impresa alle stesse condizioni esistenti al momento della stipulazione del contratto. Un esempio sono i covenants che prevedono il divieto di modificare l'oggetto sociale (*supra*, par. 2.1.2).

Ancora, incidono sulle politiche finanziarie le clausole relative ad obblighi di non acquistare azioni proprie, di limitare investimenti, di non distribuire utili ai soci, di non realizzare operazioni di fusione e acquisizione (*supra*, par. 2.1.2).

I suddetti doveri comportamentali, non essendo soltanto finalizzati al mero monitoraggio della società finanziata, attribuiscono poteri stringenti di cui, di regola, sono possessori unici i soci della società¹⁵².

Si sottolinea la necessità di verificare in concreto i casi in cui i covenants, di volta in volta, siano riconducibili ad un controllo contrattuale a norma dell'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.

In astratto, invece, possiamo subito desumere la insufficienza per la realizzazione di tale controllo di quei covenants di bilancio (*supra*, par. 2.1.3) o contenenti obblighi di *disclosure* (*supra*, par. 2.1.4), in quanto essi hanno il solo scopo di garantire il monitoraggio del debito della società finanziata e la sua stabilità

¹⁵¹ Cfr. A. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, p. 208.

¹⁵² Secondo P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 320, il controllo consiste in poteri di nomina di amministratori e in poteri organizzativi come le modifiche statutarie, le operazioni di riorganizzazione societaria (fusioni e acquisizioni), nonché in decisioni finanziarie.

patrimoniale, senza nessun tipo di potere volto ad influenzare la sue decisioni imprenditoriali in senso stretto.

Per quanto concerne, in conclusione, gli obblighi di concessione al finanziatore delle stesse garanzie concesse a terzi (*pari passu*), o il divieto di concedere garanzie reali sul patrimonio aziendale (*negative pledge*), sembra difficile poter ravvisare un controllo esterno, poiché tali clausole hanno sicuramente degli importanti effetti nei confronti del finanziatore, ma non sono certo espressione di quell'influenza dominante necessaria ai fini del controllo.

Comunque, le varie tipologie dei covenants contrattuali non possono permettere all'interprete di capire in astratto se egli sia davanti o meno ad un controllo; è quindi opportuna una verifica *case by case*, in modo da procedere ad una valutazione *ad hoc* della singola fattispecie realizzata nella realtà dei rapporti di finanziamento.

3.2. Controllo contrattuale e attività di direzione e coordinamento

Analizzato che i covenants – nei casi in cui non si limitino a prevedere la sola attività di monitoraggio del finanziatore sul debitore, ma si sostanzino in vincoli molti più stringenti – possano dar luogo ad un controllo contrattuale, adesso è necessario capire in quali casi la banca, in posizione di controllo in virtù dei covenants, agisca esercitando un'attività di direzione e coordinamento e possa, quindi, essere soggetta alla relativa responsabilità (art. 2497 c.c., *infra*, cap. 4)¹⁵³.

Il confine tra controllo e attività di direzione e coordinamento sembra essere molto sottile, ma è opportuno osservare le relative peculiarità del controllo derivante da “particolari vincoli contrattuali”, distinguendosi quest'ultimo dal controllo interno

¹⁵³ Ritengo che sia meno preferibile la tesi secondo la quale il covenant possa dar luogo ad un'attività di direzione e coordinamento in virtù del disposto di cui all'art. 2497-septies c.c. Prevede questa possibilità G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in RDS, 2009, III, pp. 611 ss., ove riconosce che tramite i covenants è possibile regolamentare contrattualmente un'attività di direzione e coordinamento di tipo “verticistico”, a norma dell'art. 2497-septies c.c. Dello stesso avviso R. PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in RDS, 2009, III, pp. 627 ss., il quale sostiene che «si potrebbe, in altre parole, immaginare che il covenant sia strutturato in modo da realizzare la fattispecie di cui all'art. 2497-septies c.c. Il finanziamento viene concesso a fronte di un impegno a sottostare all'attività di direzione e coordinamento della banca, che non si fida per nulla dell'impresa affidata e subordina la concessione del prestito all'impegno ad attenersi alle disposizioni riguardanti le decisioni imprenditoriali». Ancora, in tal senso, A. DE LUCA PICIONE, *Operazioni finanziarie nell'attività di direzione e coordinamento*, Milano, 2008, pp. 88 ss., secondo il quale ammette la realizzazione di un contratto di finanziamento strutturato in modo da configurare la fattispecie dell'art. 2497-septies c.c.

(in cui il controllante possiede una partecipazione sociale di maggioranza nella controllata) e avente “l’indole” di influire istantaneamente sulle politiche gestionali¹⁵⁴.

Si ritiene che il potere contrattuale di dettare le direttive gestionali da seguire nei confronti della società controllata, manifesti la sussistenza di una eterodirezione extra-assembleare e, conseguentemente, un’attività di direzione e coordinamento¹⁵⁵.

In aiuto di tale tesi, l’art. 2497-ter c.c. impone di definire quando una decisione adottata dalle società soggette all’attività di direzione e coordinamento, derivi dall’influenza esercitata da tale attività¹⁵⁶.

Infatti, il controllo contrattuale ha l’effetto di influire direttamente sulle scelte imprenditoriali della società destinataria.

Il potere derivante dal controllo contrattuale viene esercitato anche per realizzare – differentemente dal socio titolare del pacchetto azionario di maggioranza – un interesse ulteriore rispetto a quello perseguito dalla società controllata, anche se non sempre confliggente¹⁵⁷. Nel caso di un contratto di finanziamento la banca svolgerà la sua attività, la quale avrà un *target* diverso da quello della società finanziata,

¹⁵⁴ Secondo G. ROSSI, *Il fenomeno dei gruppi ed il diritto societario: un nodo da risolvere*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 1136 ss., il controllo esterno derivante da vincoli contrattuali è “tardivo” e “spurio” rispetto al controllo detenuto in assemblea. Il concetto di controllo “salta” completamente nel caso in cui vi sia uno stretto legame tra la società che svolge l’attività di direzione e coordinamento e l’organo amministrativo della controllata. Concorda con tale argomentazione A. PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 773, in cui afferma che per l’identificazione di una direzione unitaria non è importante avere la maggioranza nell’assemblea ordinaria della società, ma ciò che è rilevante è poter decidere le scelte gestionali della società stessa.

¹⁵⁵ A. L. NIUTTA, *Sulla presunzione di esercizio dell’attività di direzione e coordinamento dicui agli artt. 2497 sexies e 2497 septies c.c.: brevi considerazioni di sistema*, in *Giur. Comm.*, 2004, p. 997, afferma che l’attività di direzione e coordinamento derivi da direttive a contenuto negoziale e organizzativo emanate nei confronti degli amministratori della società controllata e non nei confronti della sua assemblea. Tali direttive limitano così l’autonomia gestionale dell’organo amministrativo a cui esse rivolte. Dello stesso orientamento G. ROSSI, op. cit. p. 1136; l’a. ritiene che il gruppo abbia una struttura non democratica ma gerarchica. Il controllo contrattuale, differentemente dal controllo assembleare, realizza questo rapporto gerarchico e possiede la forza di poter annientare il controllo assembleare, attuando le scelte gestionali che esso preferisce.

¹⁵⁶ M. LIBERTINI, *La motivazione obbligatoria delle decisioni nelle società soggette adirezione e coordinamento (art. 2497-ter c.c.)*, Relazione al Convegno Paradigma, Milano, 27 maggio 2003, ha sostenuto che l’influenza sussiste quando la capogruppo abbia inciso sul processo decisionale della controllata in modo tale da deviarlo «dalla logica prettamente “egoistica” che dovrebbe presiedere alle decisioni gestionali dell’impresa».

¹⁵⁷ G. FERRI, *Concetto di controllo e di gruppo*, in *Disciplina giuridica del gruppo di imprese*, Atti del convegno svoltosi a Bellagio il 19-20 giugno 1981, Milano, 1982, p. 77. L’a. afferma che l’interesse ulteriore si viene a creare con la stipulazione di un contratto di dominio che coordina i rapporti tra le società coinvolte. Tuttavia, non sembra condivisibile la tesi secondo la quale il controllo esterno si sostanzia in un contratto di dominio, in quanto non è questo il senso dell’art. 2359, comma 1, n. 3, c.c. Questa considerazione pare rientrare nel contenuto dell’art. 2497-septies c.c.

ma l'interesse creditorio della prima spesso coinciderà con quello del debitore, poiché entrambi i soggetti hanno in comune l'interesse alla solvibilità dell'impresa¹⁵⁸.

Si aggiunge che, sebbene l'art. 2497-sexies c.c. prevede una presunzione solo relativa tra il controllo contrattuale e la conseguente attività di direzione e coordinamento, è difficile provare il contrario¹⁵⁹.

In sintesi, sembra dunque possibile che la presenza di una fattispecie configurante un controllo esterno, in modo molto più pregnante rispetto all'ipotesi raffigurante un controllo interno, riduca fino ad annullare il *gap* con la relativa attività di direzione e coordinamento; ne deriva che la stipulazione di un contratto avente dei "particolari vincoli", dai quali si definiscano le linee gestionali della società controllata, «faccia necessariamente scattare uno scenario di gruppo»¹⁶⁰.

Pare corretto, quindi, non esonerare da responsabilità una posizione di potere e controllo così incisiva e vincolante come quella esercitata dalla banca finanziatrice nei confronti dell'impresa debitrice¹⁶¹.

Possiamo concludere affermando che nei casi in cui un contratto di finanziamento contenga dei covenants stringenti al punto tale da realizzare un controllo esterno del debitore, si configuri, di regola, una attività di direzione e coordinamento, ed il suo abuso possa far scattare la conseguente responsabilità (si rinvia per un'analisi della responsabilità al capitolo 4).

¹⁵⁸ Cfr. R. PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, op. cit., p. 634. L'a. sostiene inoltre che vi sono casi in cui l'interesse della banca entra in conflitto con quello della finanziata debitrice, nel caso in cui il finanziatore faccia prevalere il suo interesse in maniera illecita. «Si pensi all'ipotesi in cui la banca impedisca determinate operazioni pregiudicando in tal modo la redditività delle partecipazioni nella società finanziata. In queste ipotesi non pare possa essere esclusa la configurabilità di una responsabilità ex art. 2497 c.c.».

¹⁵⁹ P. DAL SOGLIO, *Artt. 2497 sexies - 2497 septies*, in *Il nuovo diritto delle società* (a cura di MAFFEI ALBERTI), Padova, 2005, p. 2423.

¹⁶⁰ E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, op. cit., p. 123. Secondo Rimini «la concreta esplicazione delle prerogative che derivano dai «particolari vincoli contrattuali» risulta comunque in grado di dar luogo ad un gruppo di imprese». *Contra*, R. SANTAGATA, *Il gruppo paritetico*. Torino, 2001, p. 11, nt. 23, il quale preferisce la tesi secondo la quale l'esistenza di un'attività di direzione e coordinamento sia correlata ad un contratto solo quando quest'ultimo si identifichi in un dominio contrattuale a norma dell'art. 2497-septies c.c.

¹⁶¹ Secondo F. ANGIOLINI, *Abuso di dipendenza economica e controllo societario*, pp. 84 ss., bisogna distinguere due tipi di responsabilità derivante dall'abuso del potere di controllo all'interno del codice civile: la responsabilità da influenza dominante e la responsabilità da attività di direzione e coordinamento. Nel primo caso si applicherà l'art. 1375 c.c. (e l'art. 2043 c.c. per il risarcimento dei terzi), mentre nel secondo caso si applicheranno le disposizioni di cui agli artt. 2497 ss., c.c.

4. I limiti della lender governance

Fino ad ora abbiamo focalizzato la nostra attenzione sull'analisi dell'influenza dei finanziatori nei confronti delle imprese debentrici, mediante la stipulazione di particolari pattuizioni contrattuali, i covenants, aventi il *target* di permettere al finanziatore di monitorare e indirizzare la condizione economico-finanziaria e il processo di *decision-making* del debitore.

A questo punto, sembra opportuno, per una osservazione completa del fenomeno della *lender governance*, fare cenno anche a quelli che possono risultare i potenziali limiti per il governo del finanziatore.

La tematica è stata trattata dal Professor Frederick Tung della Boston University School of Law¹⁶².

Egli evidenzia le potenziali limitazioni dell'influenza del finanziatore derivanti dagli effetti del mercato del credito:

- la liquidità;
- il trasferimento del rischio.

La liquidità si riferisce alla competitività all'interno del mercato del prestito; una consistente concorrenza tra i finanziatori avrà l'effetto di ridurre la loro forza nello stipulare i covenants, nel monitorare l'impresa e nell'influenzare le sue scelte gestionali¹⁶³. La possibilità di trasferire il rischio di credito – attraverso i prestiti sindacati (*syndicated loans*), il mercato secondario dei prestiti e il mercato dei crediti derivati – diminuiranno gli incentivi dei finanziatori al monitoraggio del finanziato e, conseguentemente, limiteranno la *lender governance*¹⁶⁴.

4.1. La liquidità

La competizione tra i finanziatori causa importanti ripercussioni nei rapporti con i debitori; quando il denaro è a buon mercato, la concorrenza si intensifica, causando la stipulazione di covenants non molto stringenti. Tali vincoli sono

¹⁶² F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in 57 *UCLA L. Rev.*, 2009, pp. 115 ss., part. pp. 161 ss.

¹⁶³ C. K. WHITEHEAD, *The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, *The Journal of Corporation Law*, 2009, pp. 641 ss.

¹⁶⁴ F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, op. cit., p. 161.

chiamati “*covenants lite*”, i quali hanno caratterizzato il mercato dei prestiti fino alla recente crisi finanziaria¹⁶⁵.

Fino al 2007, infatti, le operazioni di LBO (*leveraged-buy-out*) sono state caratterizzate da una esplosione di liquidità, la quale ha portato il denaro ha un costo più conveniente ed ha, in secondo luogo, rafforzato la concorrenza fra i prestatori¹⁶⁶.

Tutto ciò ha portato a minori incentivi nel monitoraggio delle imprese debentrici da parte dei finanziatori, questi ultimi hanno meno strumenti per verificare periodicamente il loro rischio di credito e per influenzare la *governance* del finanziato; dall'altro lato, l'impresa ha meno probabilità di violare i *covenants* causando *events of default*, e maggiore autonomia imprenditoriale¹⁶⁷.

4.2. Il trasferimento del rischio

I finanziatori hanno la possibilità di trasferire il loro rischio di credito attraverso alcuni strumenti, con i quali si ritiene che si riducano gli incentivi al monitoraggio. I meccanismi più comuni per trasferire il rischio nei confronti di terze parti sono i prestiti sindacati (*syndicated loans*), il mercato secondario dei prestiti, il mercato dei crediti derivati¹⁶⁸.

4.2.1. Prestiti sindacati e operazioni nel mercato secondario

Molti finanziamenti destinati alle *public companies* sono dei prestiti sindacati, nei quali una pluralità di banche si accordano per l'erogazione di un credito ad un soggetto finanziato.

¹⁶⁵ F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, op. cit., p. 161.

¹⁶⁶ Si veda V. V. ACHARYA – J. FRANKS – H. SERVAES, *Private Equity: Boom and Bust?*, in J. APPL. CORP. FIN., Fall 2007, pp. 44 ss., part. pp. 44-46. Gli autori analizzano l'incremento che hanno avuto le operazioni di LBO negli anni 2000 rispetto alle due decadi precedenti, inquadrando l'esplosione della liquidità tra i fattori causa del boom di tali operazioni. Dal 2003 fino alla notissima e recente crisi dei mutui sub-prime del 2007, la liquidità ha avuto un incremento esponenziale nel mercato del credito; tra le sue principali sorgenti, nel citato testo, si evidenzia l'incremento degli investimenti nel petro-dollaro.

¹⁶⁷ V. V. ACHARYA – J. FRANKS – H. SERVAES, *Private Equity: Boom and Bust?*, op. cit., p. 46. Secondo i quali elevati livelli di indebitamento con un monitoraggio ridotto possono incrementare il rischio sistemico globale.

¹⁶⁸ F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, op. cit., p. 162.

Generalmente, si formano due gruppi di creditori: un gruppo di banche che hanno il compito di guidare e formare il sindacato (*arrangers* o *lead banks*), un altro gruppo costituito dalle altre banche partecipanti al prestito (*other syndicate members*)¹⁶⁹.

Nel caso in cui il mutuatario violi i covenants, dando luogo ad un *event of default*, l'*arranger* (o *lead bank*) ha il compito di porre in essere le dovute indagini e dettare le “mosse” che il sindacato deve compiere a tutela degli interessi di tutti i membri¹⁷⁰. Grazie ai prestiti sindacati i finanziatori possono ridurre così il loro rispettivo rischio di credito.

Inoltre, mediante operazioni di *loan sales*, le banche possono decidere di vendere il loro credito a terzi soggetti in un mercato secondario del prestito¹⁷¹.

Ciò comporterà un trasferimento del rischio; tale trasferimento in teoria disincentiva il monitoraggio sull'attività del debitore, ma causa il fenomeno del *moral hazard* nei confronti degli acquirenti¹⁷².

4.2.2. I crediti derivati

Il mercato dei crediti derivati ha delle ripercussioni più importanti nella *lender governance* rispetto ai prestiti sindacati e al mercato secondario¹⁷³.

¹⁶⁹ B. GADANECZ, *Il mercato dei prestiti sindacati: struttura, sviluppo e implicazioni*, in *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2004, pp. 81 ss., part. pp. 84-85, ove l'a. descrive, come esempio di semplice struttura consorziale, il prestito sindacato di Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc da \$250 milioni, prestito a due anni, firmato 30 maggio 2001. Esso prevede un gruppo di creditori che costituiscono il sindacato (*arranger*) e un gruppo di creditori che partecipano all'operazione (partecipanti). L'*arranger* riceve delle commissioni (*fees*) per la sua attività prestata al sindacato.

¹⁷⁰ Si veda M. ROBERTS – A. SUFI, *Renegotiation of financial contract: evidence from private credit agreements*, reperibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1017629>, pp. 23-24. Gli autori descrivono l'operazione di rinegoziazione di un prestito sindacato in cui, a causa del variare delle circostanze e della situazione del debitore, devono essere ridefinite le condizioni iniziali. Si evidenzia che, di regola, la *lead bank* avente il compito di dettare le opportune operazioni da compiere è una *commercial bank* con molta esperienza in tale settore. D'altro canto, F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, op. cit., p. 164, osserva la possibilità che la *lead bank* ha di utilizzare le informazioni del *borrower* opportunisticamente a suo vantaggio e a scapito degli altri membri del sindacato.

¹⁷¹ Secondo A. DE ZORDO, *La gestione del rischio di credito: sviluppo e applicazione degli strumenti derivati sui crediti*, ALEA Tech Reporth, n. 19, aprile 2004, reperibile al sito <http://www.unitn.it/files/download/19362/alea019.pdf> pp. 2-3, il mercato del credito secondario è fortemente illiquido e l'attività di trading limitata. La difficoltà di queste operazioni è dovuta anche dalla partecipazione e dal consenso del debitore, richiesto in molti casi.

¹⁷² In realtà le banche hanno interesse a mantenere stretti rapporti con il finanziato. Inoltre, nei casi in cui si realizza una vendita del prestito si riscontra una presenza più pregnante di covenants restrittivi, al fine di ridurre il *moral hazard* nei confronti degli acquirenti. Le *lead banks* che pongono in essere delle operazioni nel mercato secondario, sovente, trattengono parte del loro credito e continuano a monitorare l'attività del *borrower*. In questi termini si veda F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, op. cit., pp. 165-166.

¹⁷³ F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, op. cit., p. 167.

Tra i vari tipi di derivati spicca il contratto di *credit default swap* (CDS). Mediante il CDS il finanziatore si tutela dall'eventuale mancato pagamento da parte del debitore. Questo tipo di *swap* è realizzato tra due parti, il venditore (*protection seller*) ed il compratore (*protection buyer*); il primo, generalmente una banca di investimento, garantisce al secondo finanziatore la tutela del suo credito nel caso in cui si verifichi un *credit event*¹⁷⁴. Il CDS si identifica come una sorta di “polizza assicurativa” per il *protection buyer*, il quale deve pagare un premio periodico al *protection seller* per essere garantito dal rischio di *default* del prestito concesso al debitore.

Quindi, il creditore protetto da un CDS non sarà solo disincentivato al monitoraggio dell'impresa finanziata, ma non avrà neanche interesse a rinegoziare le condizioni del prestito nel caso si verifichi una violazione dei covenants¹⁷⁵.

Tuttavia, può accadere che il *protection buyer* abbia una protezione di valore superiore al prestito; in tali casi egli sarà incentivato a condurre il debitore verso il *default* per massimizzare il suo profitto, compromettendo la vita dell'impresa stessa¹⁷⁶.

Evidentemente, in una situazione di questo tipo sarà importante un adeguato coordinamento fra la disciplina in materia di CDS, il diritto societario e il diritto fallimentare, al fine di non lasciare esente da responsabilità il finanziatore che porta l'impresa all'insolvenza, con lo scopo di conseguire un guadagno maggiore.

¹⁷⁴ Il *credit event* può concretizzarsi se il debitore non adempie alle sue obbligazioni (*failure to pay*), o se sia soggetto ad una procedura di insolvenza (*bankruptcy*), ovvero se si verificano altri eventi che possono compromettere il rischio di credito del *protection buyer*. Si veda R. TARELLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. Comm.*, 2008, n. 6, pp. 1169 ss.

¹⁷⁵ In questo senso si veda HENRY T.C. HU & BERNARD BLACK, *Debt and Hybrid Decoupling: An Overview*, M&A LAWYER, Apr. 2008, p. 8, reperibile al sito http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=960512.

¹⁷⁶ F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, op. cit., p. 168, descrive il particolare caso in cui il *protection buyer* ha una protezione del valore di 200 milioni di dollari e un credito del valore di 100 milioni. In una situazione del genere l'a. afferma che il creditore sarà incentivato a contribuire al default del debitore per avere diritto ai 200 milioni, anziché ai 100 milioni del prestito concesso.

5. Conclusioni

Nel corso del presente capitolo siamo giunti alle seguenti conclusioni:

a) *Sul monitoraggio del finanziatore sulla società finanziata:*

1. esistono degli strumenti previsti dal nostro ordinamento aventi lo scopo di incentivare comportamenti idonei a non far esplodere una crisi imprenditoriale;
2. tali strumenti devono essere esercitati dal soggetto che risente direttamente dell'indebitamento eccessivo dell'impresa, il creditore;
3. attraverso i covenants le banche possono monitorare l'attività del debitore finanziato;
4. le banche possono avere due alternative in caso di verifica di un *managerial slack*: l'uscita (*exit*) o l'esercizio di poteri all'interno della gestione societaria dell'impresa (*voice*);
5. è stato analizzato che i covenants possono conseguire dei risultati più efficienti rispetto al modello tradizionale di *corporate governance* basato sul *market for corporate control* per il trasferimento del controllo societario;
6. il caso Warnaco testimonia l'importanza di queste pattuizioni contrattuali per l'adozione di una soluzione adeguata alla crisi d'impresa.

b) *Sulle funzioni dei covenants:*

1. i covenants realizzano il trasferimento atipico del controllo societario in capo ai creditori;
2. disciplinano contrattualmente la crisi d'impresa;
3. riducono gli *agency costs* tra soci-*managers* e creditori;
4. si utilizzano come garanzia "atipica" per la concessione di nuova finanza;
5. possono dettare la disciplina convenzionale dell'attività di impresa.

c) *Sulle tipologie dei covenants:*

1. esistono covenants che prevedono obblighi "di fare" (*affirmative covenants*) e obblighi di "non fare" (*negative covenants*);
2. individua 5 categorie di covenants: covenants per la corretta gestione imprenditoriale, covenants che impongono limiti alle scelte gestionali

della società, covenants di bilancio, covenants che si riferiscono a terzi come condizione di *default*, covenants informativi;

3. i covenants possono essere contenuti anche in prestiti obbligazionari (*bond covenants*) ed hanno, di regola, un contenuto meno stringente rispetto a quelli inseriti nei contratti di finanziamento (*loan covenants*).

d) *Sulla violazione dei covenants:*

1. la violazione dei covenants è vista come un *event of default*;
2. in tali situazioni i creditori possono attivarsi tempestivamente;
3. di regola un *default* non vuol dire insolvenza;
4. in rari casi la violazione di covenants comporta la risoluzione del contratto;
5. la conseguenza più comune è quella della rinegoziazione delle condizioni del prestito;
6. la rinegoziazione si riferisce ai tre elementi essenziali: scadenza, ammontare del credito, tasso di interesse;
7. la modifica delle condizioni del prestito è più problematica in caso di *bond covenants*, a causa della frammentarietà degli interessi degli obbligazionisti.

e) *Sul controllo derivante da particolari vincoli contrattuali:*

1. i covenants possono dare origine ad un controllo esterno ex art. 2359, comma 1, n.3, c.c.;
2. per la realizzazione di un controllo contrattuale non basta la mera soggezione economica;
3. è il potere di ingerenza gestionale a determinare il passaggio dalla posizione di forza contrattuale al controllo vero e proprio;
4. solo i covenants che attribuiscono incisivi poteri gestionali al finanziatore sono considerati “particolari vincoli contrattuali”;
5. i covenants che prevedono solo il mero monitoraggio sull’attività dell’impresa finanziata non fanno scattare il controllo;
6. è importante verificare in concreto quando tali pattuizioni contrattuali hanno una portata sufficiente da realizzare il controllo esterno.

f) *Sull'attività di direzione e coordinamento derivante dal controllo contrattuale:*

1. si ritiene che l'imposizione di direttive gestionali derivanti da un potere di controllo contrattuale realizzi un'attività di direzione e coordinamento;
2. la banca finanziatrice può avere un interesse ulteriore, ma non sempre confliggente con quello della finanziata;
3. l'art. 2497-sexies c.c. prevede una presunzione relativa fra il controllo e l'attività di direzione e coordinamento;
4. è difficile fornire una adeguata prova contraria alla suddetta presunzione;
5. in caso di attività di direzione e coordinamento la banca può essere soggetta alla relativa responsabilità, ex art. 2497 c.c.;
6. alcuni autori hanno previsto anche la possibilità di desumere la presenza dell'attività di direzione e coordinamento, identificando il contratto di finanziamento composto da stringenti covenants come un contratto di dominio ex art. 2497-septies c.c.

g) *Sui limiti della lender governance:*

1. gli effetti del mercato del credito possono costituire dei potenziali limiti al governo del finanziatore all'interno della società finanziata;
2. la liquidità aumenta la concorrenza fra i prestatori e, conseguentemente, può rendere meno stringenti i covenants all'interno dei contratti di finanziamento;
3. il trasferimento del rischio disincentiva i finanziatori a monitorare l'impresa debitrice;
4. il trasferimento del rischio si realizza attraverso i seguenti strumenti nella prassi: prestiti sindacati (*syndicated loans*), operazione nel mercato secondario, crediti derivati;
5. difficilmente si realizza una vendita del prestito (*loan sales*), essa può causare *moral hazard* nei confronti degli acquirenti;
6. solitamente i prestiti venduti nel mercato secondario sono dotati di covenants più stringenti per consentire il monitoraggio sul debitore ceduto;
7. i *credit default swaps* (CDS) sono i derivati più utilizzati e consentono la protezione del finanziatore (*protection buyer*), mediante il pagamento di un

premio periodo al venditore (*protection seller*), dal *default* del debitore finanziato;

8. possono verificarsi dei problemi nel caso in cui il valore della protezione offerta dal CDS sia più elevato del valore del rimborso del prestito, in tali situazioni, infatti, il creditore potrebbe essere incentivato a porre in essere operazioni per portare l'impresa al *default*.

CAPITOLO III

LA CONVERSIONE DEL CREDITO IN CAPITALE DI RISCHIO

SOMMARIO: 1. L'operazione di conversione dei crediti in capitale di rischio. – 1.1. L'operazione di *loan-to-own*. – 2. Conversione dei crediti in *equity* o quasi-*equity*. – 2.1. Conversione in azioni. – 2.1.1. Autonomia statutaria e contenuto delle azioni. – 2.1.2. I limiti all'autonomia statutaria. – 2.1.3. Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis, 1. fall. e *debt-for-equity-swap*. – 2.1.3.1. Il caso Gabetti Property Solutions S.p.A. – 2.1.3.2. Il caso Risanamento S.p.A. – 2.1.4. Il prestito convertendo: il caso Fiat S.p.A. – 2.2. Conversione in strumenti finanziari partecipativi. – 2.2.1. La natura e la nozione degli strumenti finanziari partecipativi. – 2.2.2. Diritto di voto e autonomia statutaria. – 2.2.3. Poteri di nomina. – 2.3. Conversione in obbligazioni convertende. – 3. Perché le banche partecipano in imprese non finanziarie?. – 3.1. La nuova disciplina della Banca d'Italia. – 3.2. L'esenzione da OPA obbligatoria. – 4. Le procedure per il *debt-for-equity-swap* in Regno Unito e Germania. – 4.1. Regno Unito. – 4.2. Germania. – 5. Il controllo interno derivante da una conversione del credito. – 5.1. Il controllo interno ex art. 2359, comma 1, n. 1-2, c.c. – 5.2. Il controllo interno e l'attività di direzione e coordinamento. 5. Conclusioni.

1. L'operazione di conversione dei crediti in capitale di rischio

Nel capitolo 2 abbiamo analizzato la possibilità di trasferire il controllo e la gestione di una impresa in crisi mediante delle pattuizioni contrattuali chiamate covenants. L'operazione di trasferimento del controllo è un'operazione di vitale importanza per la tutela degli interessi dei creditori nei casi in cui l'impresa debitrice abbia un debito eccessivo e, conseguentemente, elevati *agency costs* tra soci e creditori (*supra*, cap. 1, par. 1.2). Da tali pattuizioni può derivare per il finanziatore un controllo contrattuale ed esterno della società, ma questo non è l'unico modo attraverso il quale possiamo realizzare il passaggio della gestione societaria in capo ai creditori; esiste anche un'altra operazione che può raggiungere l'obiettivo di far gestire la società in crisi ai creditori, l'operazione di conversione di crediti in capitale di rischio (*debt-for-equity-swap*), mediante essa i creditori

possono compensare i loro crediti ed, in alcuni casi, acquisire il controllo interno dell'impresa¹ (*infra*, par. 5).

Convertendo il credito in azioni, il finanziatore può dunque intervenire nella gestione societaria dell'impresa, al fine di risanare la sua esposizione debitoria a tutela del credito che le ha erogato².

La banca, essendo un creditore dotato di particolari competenze (*supra*, cap. 2, par. 1.2), può detenere una partecipazione nell'impresa in crisi per la continuazione della sua relazione contrattuale che regola l'erogazione del credito; essa può così beneficiare dell'*upside opportunity*³, esercitare una maggiore influenza sull'impresa durante il risanamento e disporre di più informazioni relative alla situazione economico-finanziaria della debitrice⁴.

Solitamente, operazioni di questo tipo sono poste in essere quando la società versi in una grave crisi, ove non si possa fare più ricorso al capitale di debito, il quale causerebbe

¹ L. NIERI, *Il ruolo delle banche nelle crisi d'impresa: L'esperienza di Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Giappone*, in *Banca Impresa e Società*, 1996, pp. 379 ss., part. pp. 398-399, afferma che in alcuni piani di risanamento nordamericani le parti concordano privatamente di trasformare parte del capitale di credito in capitale di rischio. L'a. prevede due tipi di controllo sulla gestione della società: un controllo diretto mediante operazioni di conversione dei crediti in capitale di rischio e un controllo contrattuale mediante i covenants. Ivi (p. 398) si argomenta, infatti, che «il controllo sulla gestione viene esercitato dalle banche non solo direttamente, ossia attraverso la partecipazione agli organi direttivi aziendali, ma anche, e forse più frequentemente, attraverso l'utilizzo di specifiche clausole – le cosiddette covenants – inserite all'interno dei contratti che regolano i prestiti ristrutturati». L. FIMMANO⁹, *L'allocazione dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 57 ss., ritiene che l'operazione di conversione dei crediti in capitale di rischio o in strumenti di *equity-related* possa conseguire il risultato di ridurre i costi di agenzia in situazioni di insolvenza. Egli prende spunto, in modo particolare, dalla c.d. *Corporate Reorganization* statunitense, prevista nel *Chapter 11* dell'*U.S. Bankruptcy Code*, la quale favorisce gli accordi tra creditori e debitore, consentendo anche la conversione del credito in capitale di rischio. L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto e economia*, Bologna, 2007, p. 319, ove l'a. sostiene che il *debt-for-equity-swap* può trasferire il controllo societario dal debitore ai creditori in alternativa alle procedure di insolvenza. P. GUALTIERI, *Il processo decisionale delle banche per l'adesione ai piani di risanamento delle imprese*, in *Riv. soc.*, 1996, pp. 854 ss., part. p. 861, ove l'a. afferma che, mediante la conversione, almeno parziale, dei crediti in azioni, si consentirebbe ai creditori di esercitare un controllo più diretto sulla gestione, ottenendo in pool la maggioranza del capitale.

² Cfr. A. MARABINI, *La gestione delle crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi il riequilibrio finanziario*, in *Dir. fall.*, 2009, n. 2, pp. 232 ss., part. pp. 278-279, secondo il quale «con la conversione dei crediti in azioni, le banche, ottenendo in pool la maggioranza del capitale sociale (raramente la totalità), ovvero diluendo la percentuale di controllo dell'azionista di riferimento, possono intervenire direttamente e tempestivamente sulla gestione aziendale affinché l'impresa (o gruppo) operi nel rispetto degli impegni assunti in sede di piano di risanamento».

³ Il valore dell'investimento non incontra limiti superiori e incrementa all'aumentare del rendimento dell'impresa.

⁴ In tal senso L. NIERI, *Il ruolo delle banche nelle crisi d'impresa: L'esperienza di Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Giappone*, op. cit., p. 382. Nella stessa direzione A. MARABINI *La gestione delle crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi il riequilibrio finanziario*, op. cit., p. 279, ove l'a. sostiene che l'acquisizione di partecipazioni mediante la conversione di crediti in *equity* consente:

- «all'impresa, nuove ed appropriate condizioni di auto-espansione, grazie ad un modificato utilizzo del proprio *cash flow*;
- agli istituti di credito, l'esercizio del controllo sugli indirizzi gestionali intrapresi, capace di modificare il rapporto con l'impresa rendendolo più coerente alla mutata condizione di rischio e, al contempo, di beneficiare dell'*upside opportunity* di risanamento, offerta dalla rivalutazione delle azioni in portafoglio».

un ulteriore aumento dell'indebitamento. Esse possono essere contenute in un accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 182-bis, l. fall.), in un piano di risanamento attestato (art. 67, comma 3, lett. d, l. fall.), in un concordato preventivo (art. 160, l. fall.) ed in un concordato per la ristrutturazione delle grandi imprese in crisi (art. 4-bis, legge n. 39/2004, c.d. "legge Marzano").

Negli ultimi tempi le operazioni di *debt-for-equity-swap* hanno avuto una rilevante crescita nella prassi delle ristrutturazioni societarie, in quanto consentono ai creditori – ovviamente nei casi in cui abbiano una convenienza economica – di poter compensare il loro vecchio credito con la sottoscrizione di azioni di nuova emissione in occasione di un aumento di capitale sociale⁵. Per fare in modo che la banca acquisti tali partecipazioni è necessaria una delibera dell'assemblea straordinaria della società, la quale, dopo aver coperto le perdite eventuali⁶, deve porre in essere un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai soci – ex art. 2441, commi 5-6, c.c. – e conseguente riserva di sottoscrizione a favore delle banche, ovvero con un diritto di opzione sulle azioni che i soci cederanno alle banche medesime⁷. Il Consiglio Notarile di Milano⁸ ha prospettato la possibilità di poter procedere all'aumento di capitale in un momento successivo all'assemblea, entro tempi ragionevoli da questa previsti, non eccedendo il tempo necessario per la realizzazione delle condizioni sostanziali o procedurali richieste per l'esecuzione dell'aumento di capitale stesso. Questa variante può essere utile nei casi in cui la banca sia impossibilitata a sottoscrivere l'aumento di capitale in occasione della delibera assembleare, poiché non si sia ancora verificata la condizione che permette ad esso di

⁵ Cfr. A. CASTIELLO D'ANTONIO, *La trasformazione del credito in capitale di rischio delle imprese: profili giuridici*, in *Dir. Banc. Merc. Fin.*, 1997, pp. 288 ss. K. CLOWRY, *Debt-to-Equity conversion in the UK and Europe*, in *European Company Law*, 2007, vol. 2, pp. 52 ss., part. pp. 52, afferma che «*the principal element of any debt-for-equity swap is a restructuring of the balance sheet of a corporate debtor so that the relevant participating creditors (often, only financial creditors) receive equity interests in a reorganized capital structure in consideration for reducing their debt claims against the company*».

⁶ Tuttavia, la Massima n. 122 Consiglio Notarile di Milano, 18 ottobre 2011, *Aumento di capitale in presenza di perdite (artt. 2446, 2447, 2482-bis e 2482-ter c.c.)*, afferma che «la presenza di perdite superiori al terzo del capitale, anche tali da ridurre il capitale ad un importo inferiore al minimo legale previsto per le s.p.a. e le s.r.l., non impedisce l'assunzione di una deliberazione di aumento del capitale che sia in grado di ridurre le perdite ad un ammontare inferiore al terzo del capitale e di ricondurre il capitale stesso, se del caso, a un ammontare superiore al minimo legale».

⁷ L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto e economia*, Bologna, 2007, p. 319, ove l'a. sostiene che solo in caso di procedure di insolvenza è possibile fare a meno della deliberazione, come dimostra la ristrutturazione di Parmalat. A. MARABINI, *La gestione delle crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi il riequilibrio finanziario*, op. cit., p. 280, prevede inoltre che, in alcuni casi, la banca «proceda all'effettivo versamento dell'importo corrispondente all'aumento di capitale sottoscritto, quando vi sia certezza dell'adempimento dell'obbligo, preventivamente assunto dall'impresa, di utilizzare tali fondi per estinguere i debiti verso le banche sottoscrittrici in misura corrispondente all'entità dei crediti convertiti».

⁸ Massima n. 38 del 19 novembre 1994, *Azzzeramento e ricostituzione del capitale sociale in mancanza di contestuale esecuzione dell'aumento (artt. 2447 e 2482 c.c.)*.

compiere tale operazione; pensiamo all'omologazione per gli accordi di ristrutturazione ex art. 182-bis, l. fall.⁹

Come anticipato, il credito delle banche deve essere compensato con il valore della partecipazione acquisita; oggi, sia dottrina¹⁰ che giurisprudenza¹¹ non sembrano più mettere in discussione la compensazione, la quale deve però essere conforme ai requisiti di certezza, liquidità ed esigibilità previsti per la compensazione legale dall'art. 1243 c.c.¹²

Evidentemente, soltanto se il valore post-ristrutturazione è superiore al valore di liquidazione la banca avrà la volontà di aderire al piano¹³.

Nella prassi le banche sono restie a convertire il loro credito in azioni, poiché la loro posizione di rischio potrebbe crescere in modo significativo nel caso in cui la società non riesca a risanarsi. In caso di fallimento infatti le azioni delle banche potrebbero non avere alcun valore e, conseguentemente, esse perderebbero il loro credito compensato. Per questo motivo sono preferite delle conversioni in strumenti di *equity-related*, come ad esempio *warrants* e obbligazioni convertibili. Questa alternativa non incrementa il rischio del creditore e, dall'altro lato, permette alla banca di poter beneficiare dell'aumento del valore del capitale azionario nel caso in cui il piano di risanamento vada a buon fine. Inoltre, il ricorso a *warrants* o ad altri tipi di meccanismi contrattuali analoghi può fungere anche da

⁹ In tal senso P. CARRIÈRE, *Dal Merger Leveraged Buy Out al (De-merger) De-leveraged Sell Out: la "conversione" dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione*, in *Le Società*, 2012, n. 3, pp. 278 ss., part. p. 284.

¹⁰ Si veda ad esempio: D. DUCCI, *Sub art. 2440*, in *Codice commentato delle s.p.a.* (diretto da FAUCEGLIA), III, Torino, 2007, pp. 1269 ss.; F. GUERRERA, *Sub art. 2440*, in *Società di capitali. Commentario* (a cura di G. NICCOLINI - A. STAGNO D'ALCONTRES), Napoli, 2004, pp. 1164-1166; F. MARTORANO, *Compensazione del debito per conferimento*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. CAMPOBASSO, I, Torino, 2006, pp. 521 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Attuazione e inadempimento dell'obbligazione di conferire denaro*, in *Trattato COLOMBO- PORTALE*, Torino, 2004, pp. 423 ss.

¹¹ In passato la Cassazione si era pronunciata prevedendo la illegittimità della compensazione (Cass., 10 dicembre 1992, n. 13095, in *Foro it.*, I, 1993, c. 3100; in *Fallimento*, 1993, p. 595. Tale sentenza è stata poi smentita dalla giurisprudenza a partire dal 1996 (Cass., 5 febbraio 1996, n. 936, in *Foro it.*, I, 1996, c. 2490; *Corriere giur.*, 1996, p. 547; *Società*, 1996, p. 782; *Giust. civ.*, I, 1996, p. 1647).

¹² P. OLIVIERO, *"Conversione" del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa*, in *Crisi di Impresa: casi e materiali* (a cura di F. BONELLI), Milano, 2011, pp. 91 ss., part. p. 94.

¹³ In tal senso M. RUTIGLIANO, *La conversione dei crediti in capitale di rischio*, in *Banche e banchieri*, 2010, n. 2, pp. 93 ss., part. 101, ove l'a. prevede che la banca scelga come muoversi sulla base di una valutazione circa la possibilità di risanamento della società e gli annessi costi. Egli prevede che la banca, nel caso abbia un credito nei confronti di un'impresa in crisi, possa avere tre alternative:

- «non accordare nuova finanza, ma soltanto un riscadenziamento dei debiti in essere con revisione migliorativa delle condizioni;
- accordare nuova finanza e inoltre un riscadenziamento dei debiti in essere con revisione migliorativa delle condizioni;
- accordare nuova finanza e un riscadenziamento dei debiti in essere con revisione migliorativa delle condizioni, e inoltre procedere a un parziale conversione dei debiti in azioni».

mezzo per consentire alle banche di intervenire nella gestione dell'impresa, se quest'ultima non adempie agli obblighi previsti nel piano di risanamento¹⁴.

Molto diffusa nella prassi è inoltre la conversione in strumenti finanziari partecipativi (*infra*, par. 2.2) e in obbligazioni convertende (*infra*, par. 2.3).

La conversione si può realizzare anche in via indiretta, attraverso la cessione di crediti ad una società veicolo (*Newco*), costituita *ad hoc* per tale operazione¹⁵. La procedura consiste, in primo luogo, nell'attribuzione alla *Newco* dell'indebitamento della società debitrice. Successivamente, mediante modalità giuridiche e negoziali¹⁶, la *Newco* diventerà creditrice della società per un importo equivalente al credito delle banche¹⁷. L'ulteriore passo sarà quello di convertire il credito in partecipazioni della società debitrice. Una volta compiuto il risanamento, il pacchetto azionario verrà dismesso ed il compenso dovrà essere trasferito dalla *Newco* alle banche¹⁸.

¹⁴ Cfr. P. GUALTIERI, *Il processo decisionale delle banche per l'adesione ai piani di risanamento delle imprese*, op. cit., p. 862, ove l'a. prospetta un'utilità di questa operazione soprattutto nei confronti delle imprese di grandi dimensioni quotate in borsa o quotabili dopo essere state risanate. Egli inoltre prevede la possibilità di acquisto per le banche della maggioranza del capitale sociale – mediante l'esercizio di warrants – in modo da determinare le scelte gestorie della società, nel caso in cui essa non adempia alle disposizioni previste nel piano di risanamento. Nello stesso senso A. MARABINI, *La gestione delle crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi il riequilibrio finanziario*, op. cit., p. 282. L'a. precisa però alla nota 126 che «l'alternativa del *debt/equity swap* costituita dal package «credito più opzioni» non garantisce alle banche, fino ad esercizio delle opzioni stesse, il controllo dell'impresa in quanto difettano dello «status di azionista»... è possibile tuttavia replicare contrattualmente i diritti amministrativi che competono agli azionisti, per di più di controllo, inserendo una serie di covenants».

¹⁵ M. ARATO, *Convenzioni bancarie e procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 1998, n. 9, pp. 928 ss., part. p. 929, ove l'a. prevede che per la realizzazione di questa complessa operazione si sono sviluppate nuove categorie professionali, come i consulenti finanziari esperti nella elaborazione di piani di risanamento, e i *managers* di fiducia dei nuovi soci aventi il compito, da un lato, di proseguire la gestione in situazioni di sottocapitalizzazione e di scarsa liquidità e, dall'altro lato, di procedere alla dismissione delle partecipazioni sociali.

¹⁶ Gli schemi tecnico-giuridici ipotizzabili sono quelli dell'accollo di debito o della cessione di credito, si veda un esempio di conversione con accollo di debito in A. ACCORNERO – C. ROBBIANO, *Strategie societarie per la ristrutturazione del debito bancario*, in *Le Società*, 2011, n. 8, pp. 916 ss., part. pp. 922 ss., ove gli autori descrivono una conversione in strumenti finanziari ed il *push up* del debito. Sulla cessione di credito si veda M. BELCREDI, *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni '90*, in *La gestione delle crisi di impresa in Italia: un'analisi economica* (a cura di L. CAPRIO), Milano, 1997, pp. 211-326, part. p. 285, ove afferma che «non è raro che la conversione avvenga attraverso la cessione pro-soluto di capitale e, eventualmente, sottoscrizione di un prestito obbligazionario convertibile».

¹⁷ Secondo M. BELCREDI, *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni '90*, op. cit., p. 286, la costituzione di una nuova società presenta tre vantaggi per la realizzazione della conversione:

- 1) «da centralizzazione di tutti i rapporti con l'impresa in crisi, con conseguente eliminazione – da tale momento in poi – dei problemi di *free riding*;
- 2) la salvaguardia assoluta della par condicio in caso di eventuale fallimento (l'impresa in crisi ha un solo nuovo creditore – partecipato pro-quota dai vecchi);
- 3) la neutralità fiscale per il debitore, che può compensare i debiti finanziari verso la nuova società (holding) coi crediti per la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione senza vedere emergere sopravvenienze attive – fiscalmente imponibili – di rilevante entità».

¹⁸ P. CARRIERE, *Dal Merger Leveraged Buy Out al (De-merger) De-leveraged Sell Out: la "conversione" dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione*, op. cit. p. 287, afferma che le banche dovranno rinunciare ad ogni importo superiore non rimborsato attraverso la dismissione attraverso la stipulazione di una pattuizione vincolante tra

L'operazione di conversione dei crediti in partecipazioni è attentamente monitorata dalle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia; esse prevedono la redazione di un piano di risanamento funzionale per il riequilibrio dell'esposizione economico-finanziaria non avente, di regola, una durata superiore ai 5 anni (*infra*, par. 3.1)¹⁹.

Ciò che intendo sottolineare è la possibilità di un cambiamento del controllo dell'impresa o del gruppo in crisi mediante una operazione di *debt-for-equity-swap* da parte delle banche, le quali potranno procedere anche a nominare un nuovo *management* di fiducia. Evidentemente, la crisi dell'impresa è stata causata dai vecchi *managers* della società, dunque, la prima cosa di cui preoccuparsi sarà sostituire tali soggetti con altri esperti per una gestione ottimale dell'impresa²⁰.

L'operazione di conversione consente di realizzare tre interessi:

- l'interesse dei creditori che, attraverso tale operazione, possono recuperare il credito precedentemente erogato all'impresa in crisi;
- l'interesse dell'impresa a ridurre il suo indebitamento;
- l'interesse degli altri creditori, i quali non dovranno più concorrere alla ripartizione dell'attivo con quelli che partecipano all'operazione di *swap*²¹.

L'assunzione di partecipazioni in imprese in crisi da parte delle banche sembra essere più frequente nei casi in cui l'impresa si trovi nella possibilità di avere un buon potenziale di crescita, nonostante le difficoltà finanziarie esistenti. Si rileva la maggior

le parti, il c.d. "*pactum ut minus solvatur*". Egli, inoltre sostiene che la dismissione dovrà avvenire sotto il monitoraggio delle banche e nel momento in cui la società abbia riacquisito un valore tale da consentire alle banche stesse il rientro di una parte importante di credito. Secondo l'a. la realizzazione di questa complessa operazione di conversione dei crediti in capitale di rischio attraverso la *Newco* troverà alcune difficoltà di inserimento all'interno di procedure stragiudiziali, come gli accordi di ristrutturazione ex art. 182-bis, l. fall., mentre meno problemi si riscontreranno nel più flessibile piano di risanamento attestato ex art. 67, comma 3, lett. d., l. fall.

¹⁹ Oltre alle Istruzioni di Vigilanza, oggi importanti indirizzi in materia di risanamento delle imprese in crisi ed intervento delle banche sono consigliati anche da Università di Firenze, CNDCEC, Assonime, *Linee guida per il finanziamento delle imprese in crisi*, 2010.

²⁰ In realtà, sovente, le banche accettano che l'ex azionista di controllo continui temporaneamente a gestire la società sotto la loro vigilanza, senza procedere immediatamente alla sostituzione. Sull'argomento si rinvia a A. MARABINI, *La gestione delle crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi il riequilibrio finanziario*, op. cit., p. 283, ove l'a. osserva inoltre che all'imprenditore al quale viene consentita una gestione limitata a certi atti di ordinaria amministrazione «è sovente affiancato un *management* di gradimento delle banche, cui vengono conferiti i più ampi poteri di ordinaria amministrazione, mentre quelli di straordinaria sono conferiti di volta in volta con espresso mandato dell'organo amministrativo».

²¹ L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto e economia*, op. cit., pp. 318 ss., ove, inoltre, sottolinea che piani di risanamenti contenenti una operazione così complessa necessitano di una rilevante adesione da parte dei creditori.

inclinazione degli istituti di credito a scommettere sul capitale di rischio delle società aventi delle prospettive future incoraggianti²².

Facendo un breve passaggio alla trattazione delle procedure concorsuali, una problematica legata alla attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori nell'ambito di un concordato preventivo o fallimentare – rispettivamente artt. 160 ss., l. fall. e art. 124 ss., l. fall. – è quella della violazione della *par condicio creditorum*, in quanto l'attribuzione di azioni determina l'esercizio di diritti amministrativi e patrimoniali all'interno della società. Da un punto di vista giuridico si è sostenuto che «la diversità dei diritti attribuiti ai soci in conseguenza del differente ammontare della partecipazione assegnata non costituisce violazione della *par condicio*, ma solo il portato della coerente applicazione delle ordinarie regole del diritto societario»²³. Da un punto di vista economico, invece, possono nascere dei problemi più rilevanti, poiché spesso il valore nominale delle azioni non coincide con il loro valore di mercato. Dunque, l'ammontare del credito potrebbe essere proporzionale al valore nominale della partecipazione attribuita al creditore, ma non al suo autentico valore di mercato. Pensiamo ad esempio alle azioni di controllo, le quali hanno un valore di mercato più elevato rispetto alle partecipazioni di minoranza. Le prime infatti, sovente, contengono anche il c.d. premio di maggioranza per il titolare delle medesime²⁴.

L'operazione di conversione dei crediti in capitale di rischio è supportata anche dalla guida UNCITRAL, la quale raccomanda agli Stati l'abolizione di divieti contro tale tipo di operazione²⁵. Inoltre, tale pratica ristrutturativa è appoggiata dalla World Bank²⁶.

²² Tali conclusioni sono state tratte da M. BELCREDI, *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni '90*, op. cit., p. 301, analizzando un campione di società quotate in Italia nell'anno 1996.

²³ G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par condicio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, n. 5, pp. 852 ss., ove l'a. sostiene inoltre che non possono essere pattuite delle deroghe al principio di eguaglianza tra soci – anche se ammissibili nel diritto societario – lesive della *par condicio*, ad eccezione dei casi in cui tali deroghe siano previste per tutelare la *par condicio* da un punto di vista di valore economico delle partecipazioni attribuite.

²⁴ Secondo G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par condicio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, op. cit., «la valutazione del rispetto della *par condicio creditorum* deve essere compiuta non già con riferimento al numero delle azioni o alla misura della quota attribuita al socio, ma in relazione all'effettivo valore economico delle azioni o della quota, tenendo presente che esso dipende anche dall'entità della partecipazione sociale complessiva del socio e dagli assetti proprietari della società». L'a. sostiene che la violazione della *par condicio* si realizzi ove la partecipazione attribuita al creditore, indipendentemente del suo valore nominale, sia più che proporzionale al credito concorsuale vantato, per effetto del premio di maggioranza.

²⁵ Cfr. LEGISLATIVE GUIDE ON INSOLVENCY LAW, reperibile al sito www.uncitral.org/uncitral/es/publications/publications.html, p. 215.

²⁶ THE WORLD BANK, *PRINCIPLES AND GUIDELINES FOR EFFECTIVE INSOLVENCY AND CREDITOR RIGHTS SYSTEMS*, Aprile, 2001, reperibile al sito <http://www.worldbank.org/ifa/Insolvency%20Principles%20and%20Guidelines%20April%202001.pdf>.

Da segnalare infine che la conversione dei crediti in capitale di rischio comporta dei risvolti significativi dal punto di vista fiscale e contabile. La disciplina sulle partecipazioni acquisite per il recupero dei crediti bancari, contenuta nel D.lgs. n. 344/2003, è stata interpretata in modo completo e per la prima volta con la circolare dell'Agenzia delle entrate n. 42/E del 2010. Essa analizza le implicazioni fiscali concentrando la sua attenzione sul bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS; oggi, infatti, le banche – destinatarie della disciplina contenuta dall'art. 113 T.U.I.R. – devono obbligatoriamente applicare detti principi in forza del D.lgs. n. 38/2005²⁷.

1.1. L'operazione di *loan-to-own*

In aggiunta, si segnala che anche gli investitori sono incentivati all'acquisto di titoli nell'azionariato di società in crisi. Le operazioni rivolte a tale scopo sono definite "*loan-to-own*". Mediante la "*loan-to-own transaction*", i fondi di investimento comprano a buon prezzo il debito di una società in crisi, al fine di convertirlo in partecipazioni sociali ed acquisire il controllo societario. Queste strategie di investimento saranno impostate nei confronti di imprese in difficoltà, ma aventi un buon business²⁸. La *loan-to-own* è una operazione che è nata negli Stati Uniti – ove il *Chapter 11* la favorisce – ma attualmente si sta sviluppando anche in Europa. Una delle più importanti *loan-to-own* del nostro continente si riferisce all'acquisizione di Countrywide da parte di un pool di fondi tra quali spiccano Oaktree e Apollo Management, realizzato in Inghilterra nel 2007. Il valore dell'acquisizione era di £ 1.054 mld finanziato da *senior debt*, *revolving facilities*, *bonds*, *notes*, *stub equity*, e *PIK option*²⁹. Nonostante il crollo del mercato immobiliare e la conseguente diminuzione dei flussi di cassa, la flessibilità dell'operazione ha impedito alla società di andare subito in insolvenza. Infatti, grazie ad una conversione del debito in partecipazioni sociali, la società ha potuto continuare la sua attività ed i fondi guadagnare, poiché hanno proceduto alla dismissione delle partecipazioni nel momento in cui è aumentato il loro valore³⁰.

²⁷ Per un esaustivo esame dei profili fiscali e contabili di cui si è fatto cenno si rinvia a R. PARISOTTO – G. RENNELLA, *Partecipazioni acquisite per il recupero di crediti bancari*, in *Corriere tributario*, 2010, fasc. 34, pp. 2787 ss.

²⁸ In tal senso J. M. LANDERS, *Reflections on Loan-to-own Trends*, in *American Bankruptcy Institute Journal*, Ottobre 2007, n. 8, reperibile al sito <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/Landers-ReflectionsOnLoan-to-OwnTrends.pdf>.

²⁹ O. FERNANDEZ, *Loan-to-own coming to Europe?*, in *PLC Cross-border*, reperibile al sito <http://crossborder.practicallaw.com/2-500-7203>.

³⁰ S. PATERSON – S. LEWIN, *"Loan-to-own": Europe Latest Acquisition Strategy?*, in *Slaughter and May*, July 2010, reperibile al sito http://www.slaughterandmay.com/media/1429523/loan_to_own_article_23_july_2010.pdf.

2. Conversione dei crediti in *equity* o quasi-*equity*

Per risolvere situazioni di grave crisi imprenditoriale, caratterizzate da un sostanzioso indebitamento, si prospetta dunque la possibilità di attivare una procedura di *debt-for-equity-swap*, la quale comporta, come abbiamo già osservato, la conversione del credito in capitale di rischio.

Il credito può essere convertito in azioni (ordinarie o aventi caratteristiche speciali, *infra*, par. 2.1) o in altri tipi di strumenti detti di “quasi-*equity*”, come ad esempio gli strumenti finanziari partecipativi (*infra*, par. 2.2) e le obbligazioni convertende (*infra*, par. 2.3)³¹.

Si parla quindi di “conversione” per descrivere l’operazione mediante la quale il prezzo di azioni, strumenti finanziari partecipativi o obbligazioni convertende, emessi dalla società debitrice, si compensa con il credito vantato, nei confronti di quest’ultima, dalla banca finanziatrice.

Attualmente, non è inusuale la stipulazione di accordi di ristrutturazione ex art. 182-bis, l. fall., o di piani di risanamento attestati ex art. 67, comma 3, lett. d., l. fall., contenenti operazioni di conversione in *equity* o in strumenti di quasi-*equity*³². Molte società, infatti, hanno un debito insostenibile per le loro casse e per tale motivo necessitano una conversione dei loro debiti, al fine di *consentire il risanamento della esposizione debitoria dell’impresa*” e di *“assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria”* (art. 67, comma 3, lett. d.), ovvero di omologare l’*“accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti”* (art. 182-bis).

Malgrado il tentativo delle società di allungare anche oltre la durata del piano di risanamento il rimborso del credito, in casi di eccessivo ed insostenibile indebitamento (*supra*, cap. 1, par. 1.2) il riscadenziamento dei debiti non permette al professionista –

³¹ In tal senso si veda P. OLIVIERO, “Conversione” del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d’impresa, op. cit., pp. 91 ss., ove si analizzano in modo particolare le conversioni in azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni convertende; M. RUTIGLIANO, *La conversione dei crediti in capitale di rischio*, op. cit., p. 93, ove l’a. afferma che «in quest’ambito si collocano soluzioni che comportano per le banche la conversione di parte dei crediti in strumenti finanziari “ibridi”, strumenti finanziari partecipativi, oppure *equity*, o eventualmente l’immissione di nuove risorse finanziarie avvalendosi se necessario anche dei citati strumenti».

³² Tra i quali si menzionano in materia di accordi di ristrutturazione dei debiti i casi Gabetti Property Solutions S.p.A. e Risanamento S.p.A., trattati ed analizzati in modo particolare da U. MOLINARI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall.: i casi Gabetti Property Solutions S.p.A. e Risanamento S.p.A.*, in *Crisi di Impresa: casi e materiali* (a cura di F. BONELLI), Milano, 2011, pp. 47 ss.

incaricato per dare un giudizio di ragionevolezza sulla fattibilità ed attuabilità del piano – di poter dare una valutazione positiva sulla società debitrice³³.

In sintesi, se la società versa in una situazione di grave crisi finanziaria ove non possa essere ulteriormente incrementato il suo indebitamento, essa ha due opzioni: (i) proporre uno stralcio del debito; (ii) proporre alle banche creditrici di convertire parte del loro credito in azioni o in strumenti di quasi-*equity*.

2.1. *Conversione in azioni*

In relazione all'oggetto di conversione del credito, a seconda delle fattispecie concrete che vengono alla luce nella prassi, si possono convertire crediti in azioni ordinarie o in azioni di carattere speciale.

La nuova formulazione dell'art. 2348 c.c., al secondo comma, prevede infatti la possibilità di creare azioni con «diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie».

Tale norma consente di differenziare la posizione delle banche creditrici che convertono il loro credito rispetto ai soci esistenti³⁴.

Oltre a ciò possono verificarsi anche delle situazioni in cui vi è un investitore terzo che decide di investire nella società. Il soggetto che è disposto a versare nuovi mezzi finanziari all'interno della società avrà diritto alla attribuzione di azioni con privilegi superiori non solo a quelli dei soci esistenti, ma anche a quelli delle banche, poiché queste ultime hanno già erogato il loro credito precedentemente e sono dunque già esposte al rischio di insolvenza della società³⁵.

³³ Cfr. P. OLIVIERO, *“Conversione” del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa*, op. cit., pp. 91 ss., ove descrive brevemente il piano di riscadenziamento, composto da un periodo di ammortamento e da un'ultima rata che dovrebbe essere rimborsata facendo ricorso ad un rifinanziamento. In tali casi il professionista per rilasciare la sua “autorizzazione” dovrebbe osservare che l'indebitamento residuo a fine piano sia fisiologico per la società debitrice e possa essere rifinanziato come accade per una società sana o ormai risanata. Come sappiamo, ogni società, anche la più in salute, ricorre al capitale di debito per finanziare la sua attività.

³⁴ In tal senso P. CARRIÈRE, *Dal Merger Leveraged Buy Out al (De-merger) De-leveraged Sell Out: la “conversione” dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione*, op. cit. p. 285. L'a. prevede la possibilità di attribuire alle banche azioni aventi il privilegio nelle distribuzioni e la postergazione nelle perdite.

³⁵ Cfr. P. OLIVIERO, *“Conversione” del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa*, op. cit., pp. 91 ss.; ove sostiene che «il vecchio socio avrebbe diritto a una distribuzione solo dopo che la società abbia saldato per intero i propri debiti. Tradotto in termini di strutturazione dei rapporti fra le varie categorie di azionisti, vecchi e prospettici, ne discende che è ragionevole che il vecchio socio venga esposto a sopportare le prime perdite che si potranno generare successivamente all'approvazione del piano; parimenti ragionevole è che le banche, dal loro canto, in quanto *ex* creditrici, sopportino le perdite solo dopo i vecchi soci. Quando, in

Al fine di differenziare le posizioni dei vari soggetti nei confronti della società ricapitalizzata, l'autonomia statutaria può decidere di prevedere i seguenti tre principali benefici per una partecipazione sociale:

- (i) privilegi nella distribuzione degli utili;
- (ii) postergazione delle perdite;
- (iii) privilegi in caso di scioglimento e liquidazione.

Di centrale importanza sarà la negoziazione fra le parti per determinare nel modo più opportuno le caratteristiche delle azioni da attribuire ad una categoria di soggetti piuttosto che ad un'altra.

2.1.1. *Autonomia statutaria e contenuto delle azioni*

Nel testo dell'art. 2348, secondo comma, c.c., precedente alla riforma 2003 erano previste stringenti limitazioni all'autonomia statutaria per la creazione di azioni speciali, in quanto potevano soltanto scegliersi i modelli di azioni tipici, già conosciuti e diffusi nella prassi.

Oggi, invece, nel 2° comma della norma novellata si lascia un ampio margine alle società di prevedere non solo azioni speciali tipiche, ma anche di creare azioni speciali atipiche, plasmandole alle esigenze delle fattispecie concrete, fermi restando i limiti imposti dalla legge³⁶.

In primo luogo, il legislatore della riforma ha focalizzato la sua attenzione nella previsione di nuove fattispecie di azioni tipiche all'interno della disciplina codicistica.

In tale ambito, prendendo spunto anche dagli ordinamenti giuridici di altri Paesi, sono state introdotte le azioni postergate (art. 2348, comma 2, c.c.), le azioni correlate (o *tracking stocks*, art. 2350, comma 2, c.c.), le azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni

questo quadro, si inserisca il nuovo investitore, poiché lo stesso immette nuovi fondi senza esservi tenuto, avrà a sua volta diritto a pretendere un trattamento migliore rispetto a chi, come le banche, i fondi li ha già erogati e quindi è già esposto al rischio del dissesto della società». Secondo l'a., l'investitore pretenderà un trattamento migliore rispetto alle banche ed ai soci esistenti per l'immissione di nuovi mezzi finanziari. In questi casi le banche sono in una posizione di mezzo.

³⁶ Cfr. A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento art. 2348 c.c.*, in *Società di capitali* (a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES), Napoli, 2004, pp. 273 ss., part. p. 277-278, ove l'a. sottolinea la volontà del legislatore di prevedere degli strumenti ancor più flessibili e conformi all'evolversi della prassi e delle esigenze dei mercati per le società, rispetto a quelli previsti dalla legge; N. ABRIANI, *Commento art. 2348 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario* (diretto da G. COTTINO – G. BONFANTE – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI), Bologna, 2004, pp. 261 ss., part. p. 262, ove l'a. afferma che il nuovo secondo periodo del secondo comma dell'art. 2348 c.c. codifica il principio generale della atipicità delle categorie speciali di azioni.

non meramente potestative (art. 2351, comma 2, c.c.). A queste si aggiungono le azioni privilegiate (art. 2350, comma 1, c.c.) già contenute nel dettato del 1942³⁷.

In secondo luogo, per quanto concerne la possibilità di creare delle categorie di azioni atipiche, è stata prospettata la possibilità di prevedere azioni diverse da quelle introdotte dal legislatore aventi ulteriori diritti informativi e/o amministrativi³⁸. In questi termini – sulla base della disciplina di cui all’art. 2348, comma 2, c.c. – possiamo ad esempio pensare alla creazione di: (i) azioni con clausola di “*put*”; (ii) azioni a voto determinante aventi il diritto di subordinare, al voto favorevole di tutte o della maggioranza delle azioni della stessa categoria, l’approvazione di delibere assembleari; (iii) azioni che attribuiscono soltanto ad una categoria la possibilità di “autorizzare” gli atti gestori degli amministratori a norma dell’art. 2364, comma 1, n.5, c.c.; (iv) azioni aventi la facoltà di nominare un certo numero di amministratori o di membri del consiglio di sorveglianza, purché non si superi la maggioranza³⁹.

Ancora, è riservata all’autonomia statutaria la possibilità di creare delle azioni: (i) aventi privilegi di natura patrimoniale; (ii) postergate nella partecipazione alle perdite; caratterizzate da una minor incidenza delle perdite⁴⁰.

In relazione ai privilegi di natura patrimoniale spicca il privilegio nella partecipazione agli utili. Lo statuto può attribuire a speciali categorie di azioni il diritto di “preferenza”, consistente in una percentuale maggioritaria dell’utile o, in alternativa, il diritto di “priorità”, inteso come diritto alla soddisfazione prima delle altre categorie azionarie⁴¹.

Particolare rilevanza è costituita dalla definizione di categorie di azioni postergate nella partecipazione alle perdite. Tali azioni infatti possono essere funzionali ad attirare nuovo capitale di rischio, offrendo ai sottoscrittori una tutela nella esposizione alle perdite.

³⁷ U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, n. 5, pp. 965 ss., ove l’a ritiene inoltre che si debbano considerare categorie di azioni speciali tipiche anche le azioni riscattabili (art. 2437-sexies, c.c.), «nonché le azioni a voto “contingentato” o “scaglionato”, le quali in determinati casi possono essere configurate come “categoria”».

³⁸ In tal senso M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa*, 2003, I, pp. 542 ss., part. 552, ove l’a. non scorge particolari problemi «nel riconoscere solo ad una categoria di azioni il diritto di richiedere la convocazione dell’assemblea, ai sensi dell’art. 2367 c.c., con una percentuale inferiore di azioni oppure, al limite, anche qualora vi sia il possesso di una sola azione».

³⁹ Cfr. U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, op. cit.. Sul punto (iv) N. ABRIANI, *Commento art. 2348 c.c.*, op. cit., pp. 325-326, il quale ammette la legittimità di categorie di azioni aventi il diritto di nominare un componente o comunque una minoranza degli organi sociali, mentre ritiene illegittime le categorie di azioni che riservino la nomina della maggioranza degli amministratori non disponendo di almeno la metà del capitale sociale.

⁴⁰ N. ABRIANI, *Commento art. 2348 c.c.*, op. cit., pp. 267 ss.

⁴¹ N. ABRIANI, *Commento art. 2348 c.c.*, op. cit., pp. 267.

In caso di riduzione del capitale sociale non si avranno delle riduzioni di valore delle azioni postergate se non ove la perdita ecceda il valore complessivo delle azioni ordinarie⁴².

Oltre alla classica clausola di postergazione il nuovo dettato normativo legittima anche la predisposizione di clausole che determinino una diversa incidenza percentuale nelle perdite sulle diverse categorie di azioni, sia in caso di scioglimento che durante l'esercizio dell'attività della società⁴³.

Infine, il terzo comma dell'art. 2348 c.c. sancisce il principio secondo il quale «tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti». Da esso è quindi possibile desumere il concetto di “categoria” di azioni: insieme di azioni che conferiscono gli stessi diritti ad i titolari. La norma si conforma alla tradizionale dottrina sulla uniformità della situazione giuridica dei titolari di azioni di una stessa categoria⁴⁴. Si è ritenuto che una categoria di azioni sia contraddistinta dalla presenza di regole diverse rispetto alle altre azioni all'interno dell'organizzazione societaria⁴⁵.

2.1.2. I limiti all'autonomia statutaria

Tuttavia, come è espressamente disciplinato dal comma 2 dell'art. 2348 del codice civile, l'autonomia statutaria nella creazione di categorie di azioni speciali non deve intendersi in senso assoluto, ma in senso relativo, tenendo conto dei “limiti imposti dalla legge”.

In questa sede è opportuno quindi analizzare quali sono i detti limiti normativi che il legislatore fissa nei confronti delle azioni, al fine di conformarle ai principi di diritto societario e azionario del nostro ordinamento giuridico.

Innanzitutto, da un'interpretazione sistematica della norma si desume che, mancando un determinato riferimento ad un preciso limite legislativo, le categorie di azioni speciali sorte dall'autonomia statutaria possono avere il contenuto che quest'ultima preferisce, fermo restando il loro elemento essenziale, ovvero la loro identificazione in, appunto, azioni di società⁴⁶.

⁴² Per un esempio di applicazione di questa categoria di azioni speciali si vedano gli artt. 5 e 9 dello statuto della FIAT GE. VA. S.p.A., in F. GALGANO, *Una società per la gestione accentrata degli esborsi ed introiti valutari del gruppo*, in *Contr. e Impr.*, 1988, p. 415.

⁴³ N. ABRIANI, *Commento art. 2348 c.c.*, op. cit., pp. 273, aggiunge che lo statuto avrebbe l'autonomia di prevedere «sia una diversa incidenza frazionaria rispetto alle azioni ordinarie, sia una diversa distribuzione percentuale della perdita complessivamente realizzata dalla società».

⁴⁴ Sul punto si veda ad esempio G. COTTINO, *Diritto commerciale*, I, 2, *Le società*, Padova, 1999, p. 289.

⁴⁵ Cfr. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso* (diretto da P. ABBADESSA E G.B. PORTALE) 1, Torino, 2007, p. 605.

⁴⁶ Così A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento art. 2348 c.c.*, op. cit., p. 282.

Evidentemente, la problematica della legittimità del contenuto delle categorie di azioni speciali si riferisce esclusivamente alle azioni atipiche, in quanto si ritiene che le azioni speciali tipiche debbano considerarsi certamente rispondenti ai limiti di legge, poiché è lo stesso legislatore ad averle previste.

Sono considerate “azioni” i titoli di capitale di rischio idonei alla costituzione del capitale sociale di una S.p.A. e dello *status* di socio per il soggetto che ne ha la titolarità.

Dunque, il primo elemento è la costituzione del capitale sociale. Strumenti finanziari che – pur concorrendo alla formazione del patrimonio societario – non contribuiscono alla determinazione del capitale sociale non possono considerarsi *equity*.

Il secondo elemento è la configurabilità di un rapporto tra i diritti della partecipazione sociale ed il soggetto che la detiene. In relazione a questa tematica è necessario verificare l'attitudine dei diritti a far configurare la condizione di azionista per i titolari⁴⁷.

Uno dei limiti previsti dal nostro diritto societario in materia di azioni è specificato dall'art. 2351 c.c. La norma tratta del diritto di voto – il diritto per eccellenza – che può attribuire ogni azione. Al comma secondo viene individuato il primo limite all'autonomia statutaria, consistente nel divieto di superare la metà del capitale sociale per le azioni a voto limitato, a voto condizionato e prive del diritto di voto⁴⁸. Il comma quarto prevede il secondo limite: «non possono emettersi azioni a voto plurimo». Un ulteriore divieto per le sole società che fanno ricorso al mercato del capitale del rischio è contenuto nel comma terzo, secondo il quale esse non possono introdurre clausole di voto massimo o scalare⁴⁹.

Si aggiunge il divieto di emettere "azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore" (*tracking stocks*) «se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società» (cfr. art. 2350, ultimo comma, c.c.).

In riferimento al nostro argomento principale – la conversione del credito in capitale di rischio – va considerato che le banche sono restie a prendere il controllo della società, a causa della possibilità della configurazione di una responsabilità da attività di direzione e coordinamento o, comunque, da controllo interno (*infra*, cap. 4). Gli istituti di

⁴⁷ A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento art. 2348 c.c.*, op. cit., p. 283.

⁴⁸ Cfr. art. 2351, comma 2, c.c.: «Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale».

⁴⁹ Cfr. art. 2351, comma 3, c.c.: «Lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti».

credito non avranno l'esigenza di essere titolari del diritto di voto per l'approvazione del bilancio o del diritto di nomina degli amministratori, «preferendo che gli organi gestori siano espressione degli altri soci»⁵⁰.

In ultima analisi, l'autonomia statutaria incontra il limite costituito dal c.d. patto leonino (art. 2265 c.c.). Il divieto del patto leonino preclude la possibilità di creare categorie di azioni speciali che escludano i titolari delle medesime dalla partecipazione agli utili o alle perdite. Nel divieto si comprendono anche quelle pattuizioni che comportano il medesimo risultato anche se non direttamente⁵¹. L'azione deve quindi essere legata ad un rischio di impresa superiore rispetto ad ogni tipo di obbligazione o strumento non costituente capitale sociale⁵².

2.1.3. *Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis, l. fall. e debt-for-equity-swap*

Svolte le dovute ed opportune considerazioni teoriche, adesso, per una piena comprensione della tematica, è necessario analizzare in concreto l'operazione di conversione del credito in capitale di rischio.

Nei seguenti paragrafi saranno trattati due casi nei quali si è realizzato un *debt-for-equity-swap* mediante il quale le banche hanno compensato parte dei loro crediti con la sottoscrizione di partecipazioni sociali delle società debitorie.

Mi riferisco ai casi “Gabetti Property Solutions S.p.A.” e “Risanamento S.p.A.”, ove nei relativi accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall. ha assunto una centrale importanza ai fini della buona riuscita degli accordi stessi la assunzione di *equity* da parte dei creditori bancari.

Vedremo come, nonostante entrambi gli accordi prevedessero la stessa operazione di conversione, gli istituti di credito hanno avuto una differente incidenza nel controllo societario dell'impresa partecipata. In Gabetti le banche non hanno acquisito una partecipazione o diritti amministrativi tali da incidere sulle politiche gestionali del Gruppo,

⁵⁰ P. OLIVIERO, “Conversione” del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa, op. cit., pp. 98 ss., ove l'a. sottolinea che ciò che preme alle banche è la titolarità di diritti amministrativi (in modo particolare il diritto di voto) per proteggere i loro investimenti, attuando quella che la prassi chiama *minority protection rights*. Tutto questo si conforma alla volontà del nuovo investitore di acquisire il controllo della società.

⁵¹ Cfr. N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, p. 54. Secondo l'a. la proibizione del patto leonino colpisce anche ogni convenzione che fissi ad un livello così alto il limite oltre il quale sorge il diritto agli utili o così basso il limite sotto il quale si risponde delle perdite, in modo da compromettere gli elementi essenziali del titolo azionario. In giurisprudenza si veda Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927 e Cass., 21 gennaio 2000, n. 642, in *Soc.*, 2000, p. 697.

⁵² U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi "partecipativi"*, Firenze, 2000, 47 ss.

mentre in Risanamento i creditori bancari si sono ritrovati ad avere una partecipazione di maggioranza e, di conseguenza, il controllo della società per azioni.

Concludendo la premessa, le questioni che saranno osservate nelle prossime righe hanno evidenziato inoltre lo stretto *feeling* esistente tra l'accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 182-bis, l. fall.) e l'operazione di conversione dei crediti in capitale di rischio, mostrandosi il primo flessibile e plasmabile alle caratteristiche della seconda.

Trattasi di casi di attualità sui quali la dottrina e gli esperti di ristrutturazioni societarie hanno posto il loro interesse.

2.1.3.1. Il caso Gabetti Property Solutions S.p.A.

Il marchio Gabetti nasceva intorno agli anni '50, grazie al fondatore Giovanni Gabetti, il quale costituì a Torino la prima agenzia di intermediazione immobiliare in Italia. Negli anni '80 Gabetti diventava una Holding, estendendo la sua attività in finanziamenti immobiliari, interventi nel settore industriale e terziario e potenziando i suoi uffici di studio. Nel marzo 1990, Gabetti Holding, la più grande società di intermediazione immobiliare italiana, veniva quotata in Borsa. Nel 2006, manifestando la sua ambizione di entrare in nuovi mercati immobiliari, Gabetti Holding si trasformava nella attuale Gabetti Property Solutions S.p.A.

L'attività di Gabetti all'epoca della sua crisi si sostanziava nei seguenti settori: (i) intermediazione immobiliare; (ii) mediazione prodotti creditizi e brokeraggio assicurativo relativi all'immobiliare; (iii) servizi tecnici e valutativi; (iv) sviluppo, commercio e gestione di patrimoni immobiliari in Italia e all'estero.

La crisi del settore immobiliare e le difficoltà finanziarie del Gruppo comportavano l'esigenza di una riduzione dei suoi costi.

La capogruppo decideva così di predisporre un nuovo piano industriale e finanziario, il quale portava anche ad una riorganizzazione dell'attività della società, trasformando la rete di vendita diretta nel settore di immobili ad uso abitativo non di lusso (*retail*) nel modello di *franchising*. Sostanzialmente, l'obiettivo perseguito era quello di cercare di portare il punto di pareggio operativo ad un livello più basso e di rispondere alla crisi che aveva colpito l'intero settore immobiliare ed abbassato il valore delle transazioni. Dall'altro

lato, il nuovo piano realizzava degli ulteriori costi immediati – pensiamo agli incentivi all'esodo per i lavoratori – che aggravarono la già critica situazione finanziaria del Gruppo⁵³.

Dunque, Gabetti Property Solutions aveva bisogno di un procedura per la ristrutturazione del suo debito – soprattutto a breve termine – e per il riequilibrio degli effetti derivanti da una svalutazione che aveva colpito i suoi cespiti patrimoniali.

Così il Gruppo Gabetti e le banche creditrici concordavano una moratoria del debito con scadenza in data 31.1.2009.

Successivamente, la capogruppo e le tredici società controllate proponevano agli istituti di credito un accordo di ristrutturazione dell'intero debito del Gruppo – pari a 231 milioni di euro – ai sensi dell'art. 182-bis, l. fall..

L'accordo con le 16 banche, unico per tutte le quattordici società, prevedeva nei suoi aspetti principali:

- «riscadenziamento del debito finanziario chirografario consolidato (pari a circa 150 milioni di euro);
- riduzione dei tassi di interesse su quasi tutto l'indebitamento finanziario consolidato, sia chirografario sia ipotecario;
- rinvio nel tempo del pagamento degli interessi sull'indebitamento chirografario;
- conversione in capitale della Società di una parte del debito finanziario chirografario, per 25 milioni di Euro, attraverso un aumento di capitale a pagamento riservato alle banche creditrici, mediante emissione di azioni di “categoria B” ad un prezzo pari a quello dell'aumento di capitale in opzione ai soci, prive del diritto di voto, dotate degli stessi diritti patrimoniali delle azioni ordinarie, non quotate sul Mercato Telematico Azionario e convertibili in azioni ordinarie successivamente al termine del Piano Strategico, con un rapporto di conversione pari a n. 7 azioni ordinarie Gabetti Property Solutions ogni n. 8 azioni di categoria B;
- aumento di capitale a pagamento in opzione ai Soci, per un importo minimo di Euro 25.136.170,00 , ad un prezzo di emissione determinato sulla base della media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti Property Solutions S.p.A. dell'ultimo semestre antecedente alla data della delibera del consiglio di

⁵³ Cfr. U. MOLINARI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall.: i casi Gabetti Property Solutions S.p.A. e Risanamento S.p.A.*, op. cit., p. 53, ove alla nota (6) si descrive che il piano comportò la chiusura di 102 agenzie dirette e l'apertura prevista di 215 punti vendita di affiliati commerciali. Vennero così licenziati 259 lavoratori dipendenti e 178 lavoratori a progetto, ai quali, oltre ad incentivi all'esodo, si offrì la possibilità di divenire affiliati.

- amministrazione, *cum warrant* negoziabili – separatamente rispetto alle azioni ordinarie Gabetti Property Solutions – sul Mercato Telematico Azionario, assegnati gratuitamente nel numero di un *warrant* per ogni azione emittenda, esercitabili in ogni momento fino al 31 dicembre 2013;
- impegno alla sottoscrizione da parte di alcuni dei Soci di tutto l'aumento di capitale, inclusa la parte che dovesse rimanere inoptata»⁵⁴.

Le azioni denominate “Azioni GPS di categoria B”, senza diritto di voto, erano offerte alle banche per non diluire i diritti amministrativi dei soci del Gruppo e per garantire il buon esito dell'accordo di ristrutturazione. Ciò che agli istituti di credito interessava era il salvataggio dell'impresa e del loro credito chirografario, senza incidere sulla *governance* societaria; non vennero infatti intraprese delle trattative circa l'acquisizione del controllo societario⁵⁵.

Il 24.4.2009 veniva firmato l'accordo tra le parti.

Il Tribunale di Milano, in data 17.6.2009, omologava l'accordo in seguito alle 14 richieste di omologazione presentate dalle rispettive 14 società del Gruppo.

Passato in giudicato l'accordo omologato (pubblicato nel Registro delle imprese in data 8.7.2009) venivano chiusi con successo sia l'aumento di capitale a pagamento in opzione ai soci di euro 25, 6 milioni che l'aumento di capitale mediante la conversione del credito delle banche di euro 25 milioni, rispettivamente in data 20.10.2009 e in data 30.10.2009.

Tuttavia, nonostante la esecuzione dell'accordo di ristrutturazione descritto, il perdurare della crisi finanziaria negli anni 2009-2010 non ha permesso una adeguata ripresa del settore dell'intermediazione immobiliare. Tale crisi si è conseguentemente riversata anche nei confronti del Gruppo Gabetti e dell'attuazione del suo Piano Strategico 2009-2013, comportando un rallentamento nella riduzione dell'indebitamento ipotecario e chirografario. Perciò il *management* ha dovuto modificare il piano strategico dando vita al “Piano *Revised*” 2010-2013 ed è stato opportuno stipulare un accordo modificativo dell'accordo di ristrutturazione dei debiti firmato il 24.4.2009.

⁵⁴ Cfr. Comunicato stampa GABETTI PROPERTY SOLUTIONS: FIRMATO L'ACCORDO CON LE BANCHE PER LA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO, reperibile al sito http://www.gabettigroup.com/rss/corporate_comm/Com%20stampa%20accordo%20banche.pdf.

⁵⁵ In tal senso U. MOLINARI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall.: i casi Gabetti Property Solutions S.p.A. e Risanamento S.p.A.*, op. cit., pp. 56-57.

L'accordo modificativo, pattuito in data 11.9.2010, ha previsto sostanzialmente le seguenti operazioni:

- «aumento di capitale sociale a pagamento, con emissione di azioni ordinarie da offrire in opzione a favore di tutti i soci, dell'importo complessivo di Euro 25.000.000,00;
- riduzione dell'esposizione chirografaria del Gruppo Gabetti nei confronti delle banche mediante utilizzo di parte dei proventi per cassa rivenienti dall'aumento di capitale di cui sopra e/o per effetto dell'utilizzo di parte dei crediti da parte delle Banche per sottoscrivere l'aumento di capitale in caso di esercizio della garanzia pari ad euro 11, 4 milioni;
- ridefinizione dei termini di rimborso della sorte capitale per le linee chirografarie;
- allungamento dei termini di rimborso e della possibilità di utilizzo per lo stato di avanzamento dei lavori di alcuni finanziamenti ipotecari;
- revisione dei covenant finanziari per meglio calibrare gli stessi alle prospettive economico-finanziarie del Piano *Revised*⁵⁶.

L'accordo è stato omologato e depositato in data 30.11.2010.

I soci hanno esercitato i diritti di opzione pari al 73,3% delle azioni complessivamente offerte e l'inoptato è stato offerto in Borsa a norma dell'art.2441, comma terzo, c.c..

All'esito dell'offerta in Borsa, sono stati esercitati n. 12.698.316 diritti inoptati e sono state quindi sottoscritte n. 17.871.704 azioni ordinarie Gabetti Property Solutions S.p.A. di nuova emissione, per un controvalore complessivo di Euro 2.680.755,60, portando alla sottoscrizione dell'84% delle azione complessivamente offerte.

L'aumento di capitale sociale a pagamento in opzione ai soci del valore di 25 milioni di euro è stato concluso con successo in data 14.3.2011, poiché le residue azioni rimaste inoptate e non acquisite in Borsa sono state sottoscritte dai soci garanti (Marcegaglia S.p.A., Acosta S.r.l. e Gian Luigi Croce) e dalle banche creditrici, come previsto dagli impegni di garanzia precedentemente assunti.

⁵⁶ Cfr. Comunicato stampa GABETTI PROPERTY SOLUTIONS: FIRMATO CON LE BANCHE L'ACCORDO MODIFICATIVO DELL'ACCORDO DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI, reperibile al sito:
http://www.gabettigroup.com/rss/corporate_comm/Accordo%20Modificativo%20Accordo%20Ristrutturazione%20Debiti.pdf

2.1.3.2. Il caso Risanamento S.p.A.

Il marchio di Risanamento deriva da due società immobiliari: la Bonaparte e la Risanamento Napoli. Nel 2002 infatti, grazie ad una operazione di fusione ad opera di Luigi Zunino – proprietario di Bonaparte dal 1988 e di Risanamento Napoli dal 1999 – nasceva la attuale Risanamento S.p.A.

Oggi essa è una *property company* quotata in Borsa e svolge un ruolo di primo piano nell'attività di sviluppo e *trading* immobiliare in Italia ed in Francia.

Nel momento in cui entrò in crisi Risanamento svolgeva le seguenti attività: (i) sviluppo e valorizzazione di aree edificabili; (ii) investimento in immobili a reddito; (iii) attività di *trading* di immobili. In particolare, il primo comparto di business si concentrava nello sviluppo di due aree significative: Milano Santa Giulia e le ex aree Falck di Sesto San Giovanni.

A causa della significativa flessione del settore immobiliare a partire dalla seconda metà del 2008 e dell'incremento debitorio per finanziare l'acquisto di immobili per l'attività di trading e sviluppo, alcune società del Gruppo non potevano adempiere regolarmente a gran parte dei loro debiti⁵⁷.

La situazione si complicava ulteriormente a causa della violazione di covenants contenuti in alcuni finanziamenti da parte della debitrice⁵⁸ e dalla presenza di clausole *cross default*⁵⁹.

Successivamente, in data 15.7.2009 il P.M. proponeva dinanzi al Tribunale di Milano un'istanza di fallimento ai sensi degli artt. 6-7 l. fall. nei confronti della Risanamento S.p.A.

In data 2.9.2009 il Consiglio di Amministrazione di Risanamento S.p.A. comunicava il Piano industriale e finanziario 2009-2014 e l'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall. (*Accordo Risanamento*) insieme alle controllate Milano Santa Giulia S.p.A., MSG Residenze S.r.l., Tradital S.p.A., RI. Investimenti S.r.l. e RI. Rental S.p.A. L'accordo veniva nello stesso giorno firmato dai creditori bancari (Intesa Sanpaolo S.p.A, UniCredit

⁵⁷ U. MOLINARI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall.: i casi Gabetti Property Solutions S.p.A. e Risanamento S.p.A.*, op. cit., p. 58, aggiunge che la situazione si era aggravata a causa dello stato di avanzamento dei due progetti principali del Gruppo, ovvero l'area Santa Giulia e le ex aree Falck di Sesto San Giovanni. Tali progetti, continua l'a., avevano comportato una riduzione della liquidità, la quale si era riverberata nei bilanci di alcune delle società controllate.

⁵⁸ Per un'analisi approfondita della tematica relativa a questo tipo di pattuizioni contrattuali si rinvia al precedente capitolo II.

⁵⁹ Per una definizione di tali clausole si rinvia al par. 2.1.4 del capitolo 2.

Corporate Banking S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Banco Popolare Società Cooperativa, Banca Popolare di Milano Soc. Coop. a. r.l. e Banca Italease S.p.A).

L'accordo prevedeva sostanzialmente l'impegno delle banche – previo acquisto del diritto di opzione sulle azioni posseduto da Zunino Investimenti S.p.A., Tradim S.p.A. e Nuova Parva S.p.A, rappresentanti circa il 72% delle partecipazioni sociali in Risanamento S.p.A. – :

- «di garantire la sottoscrizione di un aumento di capitale di Risanamento S.p.A. a pagamento, inscindibile, con opzione a favore degli aventi diritto, per un importo complessivo di Euro 150.000.000,00, con emissione di azioni ordinarie di Risanamento ammesse alla negoziazione sull'MTA;
- di garantire la sottoscrizione di un prestito obbligazionario “convertendo” in azioni ordinarie Risanamento di nuova emissione, con opzione a favore degli aventi diritto, per un importo nominale complessivo di Euro 350.000.000,00;
- di concedere a Risanamento S.p.A un finanziamento, per un ammontare complessivo di Euro 272.000.000,00 e con scadenza al 31 dicembre 2014, che Risanamento S.p.A. potrà utilizzare, in caso di necessità, per il rimborso (alla scadenza ovvero in via anticipata) del prestito obbligazionario convertibile in azioni ordinarie di Risanamento S.p.A. emesso in data 10 maggio 2007 per un importo complessivo nominale di Euro 220.000.000,00, con scadenza il 10 maggio 2014»⁶⁰.

Inoltre, le banche si impegnavano a liberare l'intero capitale anche per la parte inoperta dagli aventi diritto nella misura di euro 130.000.000,00 in versamento in denaro e dei restanti euro 20.000.000,00 mediante, a scelta di ciascuna banca, versamento in denaro o conversione dei loro crediti in capitale di rischio. Allo stesso modo, anche per il prestito obbligazionario convertendo di euro 350.000.000,00 esse garantivano la sua liberazione integrale mediante compensazione con i crediti vantati nei confronti di Risanamento S.p.A.

Altresì, le banche si impegnavano nell'erogazione di un versamento in conto capitale di euro 94.900.000 dopo il passaggio in giudicato dell'omologa del suddetto

⁶⁰ Cfr. Comunicato stampa RISANAMENTO S.P.A., Milano, 3 settembre 2009, reperibile al sito <http://www.risanamentospa.com/wpcontent/uploads/2011/02/03.09.09.pdf>.

accordo di ristrutturazione, al fine di fornire tempestivamente alla società la liquidità necessaria prima dell'aumento di capitale⁶¹.

Al contempo, veniva stipulato un altro accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall. (*Accordo sistema Holding*) tra Zunino Investimenti S.p.A., Tradim S.p.A. e Nuova Parva S.p.A., e le banche creditrici (Intesa Sanpaolo S.p.A, UniCredit Corporate Banking S.p.A. e Banco Popolare Società Cooperativa), mediante il quale si prevedeva la cessione alle banche che avevano sottoscritto l'*Accordo Risanamento* dei diritti di opzione di spettanza di Zunino Investimenti S.p.A., Tradim S.p.A. e Nuova Parva S.p.A. con riferimento all'aumento di capitale e al prestito convertendo oggetto dell'*Accordo Risanamento*.

Quindi, l'*Accordo sistema Holding* era funzionale ed imprescindibile rispetto all'*Accordo Risanamento*.

In data 10.11.2009 il Tribunale di Milano depositava il documento con il quale rigettava l'istanza di fallimento nei confronti della società Risanamento S.p.A. da parte del P.M. e omologava entrambi gli accordi di ristrutturazione dei debiti suddetti.

In data 30.10.2010 l'assemblea degli azionisti di Risanamento S.p.A. approvava l'aumento di capitale e l'emissione del prestito convertendo modificando però il valore di quest'ultimo da 350.000.000,00 a 255.000.000,00 di euro.

Dopo tale approvazione l'aumento di capitale si è chiuso con la sottoscrizione del 72,19% delle azioni di nuova emissione, come previsto dall'accordo di ristrutturazione, e l'inoptato è stato offerto in Borsa dal 14 al 18 febbraio 2011 ai sensi dell'art. 2441, terzo comma, c.c..

Infine, l'aumento si è concluso integralmente con la sottoscrizione dello 0,34% dell'inoptato in Borsa e con il restante sottoscritto dalle banche, secondo l'impegno assunto nell'accordo. Complessivamente sono stati compensati crediti per un valore di 115, 18 milioni di euro e versamenti in denaro di 35,1 milioni di euro.

A differenza del caso Gabetti Property Solutions S.p.A. – in cui le banche non hanno voluto prendere il controllo del Gruppo – nel caso Risanamento S.p.A. gli istituti di credito hanno acquisito la maggioranza delle partecipazioni sociali e, conseguentemente, un

⁶¹ Erogando tale credito le banche potevano anche prevedere dei finanziamenti-ponte, i quali oggi garantiti dalla prededuzione (art. 182-quater, *supra*, cap. 2, par. 2.7.). *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, I ed. 2010, redatte dal Consiglio Nazionale dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili, Assonime, Università di Firenze, reperibili al sito www.unifi.it/nuovodirittofallimentare, consigliano alle parti le migliori operazioni da implementare per non essere soggetti ad una eventuale responsabilità da aggravamento del dissesto in caso di mancata riuscita del piano di risanamento.

primario ruolo nelle politiche gestionali della società. Saranno quindi potenzialmente esposti ad una responsabilità per controllo interno, la quale potrà identificarsi anche in una responsabilità da attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 ss., c.c. (*infra*, par. 5 e cap. 4).

Il nuovo capitale sociale vede Intesa Sanpaolo al 35,973%, Unicredit al 14,4%, Mps al 3%, il Banco Popolare al 3,54% e la Popolare di Milano al 6,77%. Luigi Zunino, ex patron di Risanamento, resta titolare del 24,68%.

2.1.4. *Il prestito convertendo: il caso Fiat S.p.A.*

Di seguito sarà analizzata un'altra prassi oggi praticata sovente all'interno di un piano di ristrutturazione del debito, avente la particolarità di convertire in azioni un prestito "convertendo". Il prestito convertendo è un finanziamento caratterizzato dalla possibilità di essere soddisfatto, alla data di scadenza, con versamento in denaro o, in alternativa a scelta del debitore, mediante una compensazione del credito.

Il caso principe italiano è stato il prestito convertendo del Gruppo Fiat nel 2005, grazie al quale essa ha potuto risanare la sua esposizione debitoria.

Il marchio "Fiat" nasceva l'11 luglio 1899, data in cui venne firmato l'atto costitutivo della "Società anonima Fabbrica Italiana Automobili-Torino".

La Fiat è una delle storiche società italiane che hanno rappresentato e rappresentano ancora oggi il nostro Paese in tutto il mondo.

La *mission* di Fiat è incentrata nella progettazione, costruzione e commercializzazione di automobili di grande diffusione con i brand Fiat, Lancia, Alfa Romeo, Fiat Professional, Abarth, e di automobili di lusso con i modelli Ferrari e Maserati. Recentemente si sono aggiunti i marchi di Chrysler e Jeep, prodotti in America e commercializzati anche in tutta Europa.

Grazie all'integrazione in Chrysler – incrementata nel 2011 con una partecipazione del 58,5% - Fiat è uno dei *leaders* mondiali nel settore dell'industria automobilistica.

Oltre al settore automobilistico, il business del Gruppo si sviluppa anche in altre due aree di attività: (i) componenti e sistemi di produzione (Fiat Powertrain, Magneti Marelli, Teksid e Comau); (ii) editoria e comunicazione (La Stampa per l'editoria e Publikompass per la comunicazione).

La crisi della società iniziava nel 1993, fino a degenerare negli anni 2000 a causa di un importante aggravamento della sua condizione finanziaria. Le cause della crisi erano

dovute: (i) al sistema italiano che poneva il Gruppo in una posizione di sfavore rispetto agli altri concorrenti internazionali; (ii) ad una non corretta gestione da parte del *management*; (iii) a sfide competitive perse con i concorrenti; (iv) a investimenti infruttuosi influenti nel bilancio della società⁶².

In data 26.7.2002 Fiat S.p.A. stipulava con contratto di finanziamento convertendo con otto banche finanziatrici (Banca di Roma S.p.A., IntesaBci S.p.A., San Paolo IMI S.p.A., UniCredito Italiano S.p.A., Banco di Sicilia S.p.A., Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., ABN AMBRO Bank N.V., Banca Toscana S.p.A., BNP Paribas S.p.A.) del valore di euro 3.000.000.000 e scadente il 20.9.2005. Il rimborso prevedeva la compensazione del credito mediante la sottoscrizione di azioni ordinarie Fiat secondo le modalità previste dal contratto stesso.

In data 12.9.2002 l'assemblea straordinaria delegava agli amministratori – secondo l'art. 2443 c.c. – di deliberare l'aumento di capitale in funzione della sottoscrizione delle partecipazioni sociali da parte delle banche in conformità al contratto di finanziamento suddetto.

Così, dopo vari incontri con le banche, in data 15.9.2005 il consiglio di amministrazione Fiat, in esecuzione della delega conferita dall'assemblea straordinaria, deliberava l'aumento di capitale a servizio del "Convertendo". Il Gruppo si era avvalso della facoltà di rimborsare il prestito alle banche mediante la conversione dei loro crediti in azioni di nuova emissione alla data di scadenza del finanziamento. Fiat poteva scegliere se soddisfare i creditori attraverso dei versamenti in denaro o compensando i crediti in partecipazioni sociali; si optò per la seconda opzione poiché il Gruppo non aveva le disponibilità finanziarie per pagare in denaro le banche.

Dunque, alla scadenza del prestito (20.9.2005) le banche finanziatrici sottoscrivevano le azioni ordinarie a compensazione del loro credito, ma Ifil riusciva a mantenere la sua partecipazione di controllo del 30,6% grazie al contratto derivato di *equity swap* stipulato da Exor e Merrill Lynch il 26 aprile 2005⁶³.

⁶² Per una completa analisi della crisi di Fiat si rinvia a C. SIMONE, *Crisi Fiat Auto: la natura, le cause, gli effetti*, in *Sinergie*, 2006, n. 69, pp. 213 ss.

⁶³ Il 26 aprile 2005 Exor e Merrill Lynch stipulavano un contratto derivato di *equity swap* mediante il quale la banca si impegnavano a rastrellare sul mercato 90 milioni di azioni ordinarie Fiat a 5,5 euro; a termine in caso di plusvalenza Fiat doveva incassare il capital gain dalla banca, mentre in caso di minusvalenza Fiat doveva rimborsare la banca per coprire la perdita. Quando Merrill Lynch sorpassava la partecipazione rilevante del 2% lo comunicava alla Consob, ma la stessa comunicazione non avveniva quando si sorpassavano le soglie del 5% e del 7,5% come previsto dalla normativa TUF. Il 21 luglio la Consob chiedeva a Fiat e Ifil un comunicato di commento, a cui veniva data la seguente risposta: "la società non dispone di alcun elemento utile o di informazioni relative a fatti rilevanti tali da influire sulle quotazioni". Il 24 agosto Fiat rispondeva

Dal 28.11.2005 al 14.12.2005, a norma dell'art. 2441, comma settimo, c.c., venivano offerte agli azionisti le n. 291.828.718 azioni Fiat ordinarie sottoscritte dagli istituti di credito.

Gli azionisti esercitavano l'opzione su n. 1.009.773 azioni Fiat ordinarie, delle n. 291.828.718 loro offerte a euro 10,28 cadauna. I n. 975.902.500 diritti di opzione non esercitati venivano quindi offerti in Borsa tramite Unicredit Banca Mobiliare dal 19 al 23 dicembre.

In Borsa non venivano acquistate le azioni, già sottoscritte dalle banche il 20 settembre 2005.

Il 20.1.2006 MPS e San Paolo IMI, approfittando del miglioramento del titolo, vendevano sul mercato azionario le loro azioni ottenute dal prestito convertendo causando un successivo abbassamento del valore Fiat. La situazione però, a detta dell'A.D. Marchionne, era sotto controllo, in quanto Fiat stava collaborando attivamente con le banche nella operazione di dismissione delle loro quote al fine di non creare preoccupanti conseguenze sul Gruppo.

Grazie alla operazione di conversione Fiat S.p.A. chiudeva il primo trimestre del 2006 con un significativo aumento della *performance* nella gestione ordinaria in tutti i settori, realizzando un incremento del fatturato del 16,7%, trainato dalla forte crescita dell'auto del 23,7%.

Attualmente, il Gruppo Fiat, malgrado le difficoltà incontrate nel mercato europeo, è forte dell'integrazione con Chrysler – la società americana ha quadruplicato gli utili del primo trimestre 2012 (473 milioni di euro) rispetto a quelli dell'anno precedente (116 milioni di euro) – grazie alla quale si è potuto compensare i minori volumi di affari del vecchio continente. L'indebitamento netto industriale ammonta a 5,8 miliardi di euro⁶⁴.

allo stesso modo alla Consob. Il 20 settembre 2005 – in occasione della conversione del prestito convertendo che avrebbe fatto probabilmente perdere ad Ifil il controllo del Gruppo – Grande Stevens, amministratore delegato di Exor, modificava con Merrill Lynch il contratto di *equity swap* riscattando simultaneamente all'aumento di capitale le azioni oggetto del contratto anziché incassare la plusvalenza in contanti. In questo modo Ifil manteneva la sua partecipazione al 30,6% e non perdeva il controllo della società, senza la necessità di porre in essere una nuova OPA obbligatoria. Exor acquistava le azioni al costo di 6,5 euro ciascuna anziché acquisirle al valore di 10,28 euro dalle banche che avevano convertito il loro credito. A seguito di tale vicenda si è aperto un processo contro Gianluigi Gabetti (presidente Exor), Franco Grande Stevens (amministratore delegato Exor) e Virgilio Marrone (presidente e amministratore delegato Ifil) con l'accusa di agiotaggio. Il Tribunale di Torino con sentenza del 21 dicembre 2010 ha in primo grado assolto tutti e tre gli imputati perché “il fatto non sussiste”. Per un'analisi della sentenza si rinvia alla nota di G. CHIARAVIGLIO, *A proposito della manipolazione di mercato attraverso la diffusione di notizie idonee ad alterare il prezzo di strumenti finanziari: la sentenza 21.12.2010 del Tribunale di Torino*, in *Riv. dott. commercialisti*, 2011, n.3, pp. 681 ss. Attualmente si sta aspettando la pronuncia della Cassazione.

⁶⁴ Comunicato Stampa, Fiat S.p.A., 1° trimestre 2012, reperibile al sito:

Infine, possiamo quindi affermare che oggi non avremmo avuto la stessa Fiat se non fosse stata realizzata la conversione del prestito convertendo del 2005, ove un ruolo fondamentale nell'instaurazione dei rapporti e nella conduzione della trattative con gli istituti di credito è stato rappresentato da l'A. D. Sergio Marchionne.

2.2. *Conversione in strumenti finanziari partecipativi*

La crisi finanziaria attuale è caratterizzata dalla realizzazione di piani di ristrutturazione in cui la parte più consistente del debito da ristrutturare è costituita dall'indebitamento nei confronti delle banche finanziatrici.

Al contempo, tali piani necessitano sovente di ingenti erogazioni di denaro da parte degli stessi istituti di credito, al fine di raggiungere un risultato positivo.

In queste situazioni, un'operazione che permette, da un lato, la ricapitalizzazione della società, e dall'altro lato, la tutela dei creditori bancari, può essere l'operazione di conversione del credito in capitale di rischio (*supra*, par. 2.1), la quale consente alle banche di poter nominare propri esponenti all'interno degli organi sociali, allo scopo di influire e dettare le linee gestionali della debitrice ricapitalizzata.

Un'alternativa che oggi sta prendendo sempre più campo nella prassi delle ristrutturazioni del debito è quella rappresentata dalla conversione del credito non in *equity*, bensì in strumenti finanziari partecipativi (da ora in poi chiamati con l'acronimo "sfp") previsti agli artt. 2346, ultimo comma, c.c.⁶⁵ e 2351, ultimo comma, c.c.⁶⁶.

Tali strumenti – ideati e posti a disposizione del mercato finanziario dal legislatore della riforma del diritto societario del 2003 – permettono alle società per azioni di disporre di un ulteriore mezzo tecnico per ampliare e diversificare il reperimento di risorse finanziarie necessarie per l'esercizio della loro attività⁶⁷.

http://www.fiatspa.com/it/media_center/fiatdocuments/2012/aprile/cda_fiat_risultati_del_primo_trimestre_e_2012.pdf

⁶⁵ Cfr. art. 2346, ultimo comma, c.c.: «Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione».

⁶⁶ Cfr. art. 2351, ultimo comma, cc.: «Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano».

⁶⁷ In tal senso A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le società*, 2011, n.8, pp. 925 ss., part. p. 926, ove l'a. sottolinea la centralità degli strumenti finanziari partecipativi nella riforma del diritto societario del 2003, al fine di colmare la necessità delle imprese

In sintesi, gli sfp prevedono la possibilità di trasferire diritti patrimoniali e diritti amministrativi ai soggetti che apportano risorse finanziarie all'interno della società, riservando un ampio margine di autonomia allo statuto per determinarne le peculiari caratteristiche e fermo restando il rispetto delle disposizioni di legge in materia di s.p.a.⁶⁸.

2.2.1. *La natura e la nozione degli strumenti finanziari partecipativi*

Per comprendere pienamente la struttura e le peculiarità degli sfp è opportuno innanzitutto capire la loro natura.

Quando siamo dinanzi ad uno strumento finanziario “partecipativo”?

Tali caratteristiche possono desumersi dalla stessa rubrica della Sezione V (del Capo V del Titolo V del Libro V) del codice civile, intitolata appunto «azioni e altri strumenti finanziari partecipativi». Ciò porta a ritenere che esistano per le s.p.a. degli strumenti finanziari “non partecipativi” e degli strumenti finanziari “partecipativi”⁶⁹.

Questi ultimi ricomprenderebbero le azioni e gli strumenti finanziari dotati di diritti tali da permettere ad i loro titolari di partecipare alla *governance* della società come, in un certo senso, per il socio. I primi invece ricomprenderebbero le obbligazioni e tutti gli altri strumenti finanziari “non partecipativi” previsti dal codice civile, come ad esempio gli «strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società» (art. 2411, comma 3, c.c.) e gli strumenti finanziari emessi per uno specifico affare (art. 2447-ter, c.c.)⁷⁰.

Dal testo dell'art. 2346, comma 2, c.c., si rileva che tali sfp devono assolutamente contenere diritti patrimoniali, mentre è facoltativa la presenza nel loro contenuto di diritti

caratterizzate da un elevato debito bancario di poter accedere ad una ulteriore ed alternativa modalità di finanziamento; A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento per le acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, n. 3, pp. 412 ss., part. pp.412-413, ove l'a. descrive come gli strumenti finanziari partecipativi siano molto utilizzati nei piani di ristrutturazione delle imprese caratterizzate da un forte indebitamento bancario, consentendo alle banche stesse di monitorare l'attività dell'impresa e l'iter di risanamento a tutela del loro credito.

⁶⁸ P. OLIVIERO, “Conversione” del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa, op. cit., pp. 104 ss.

⁶⁹ Così A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, op. cit., p. 927; M. NOTARI - A. GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), Milano, 2008, p. 82. *Contra* G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 814; P. SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio nazionale del Notariato*, 2004, suppl. n. 2, pp. 226 ss.; e B. LIBONATI, *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, pp. 8 ss. Secondo i quali non bisogna distinguere tra strumenti finanziari “partecipativi” e strumenti finanziari “non partecipativi”, ma la distinzione adeguata da fare all'interno di una s.p.a. è quella che vede da un lato le azioni e dall'altro gli strumenti finanziari comprendenti sia le obbligazioni in senso stretto, sia gli strumenti finanziari partecipativi.

⁷⁰ Cfr. A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, op. cit., p. 927.

amministrativi, in quanto la norma afferma che: «la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi». Dunque, mentre i diritti patrimoniali devono sempre essere previsti, non vi è l'obbligo di predisporre diritti amministrativi per la configurazione di un sfp⁷¹.

Un'altra tematica che ha attirato l'interesse della dottrina in materia di sfp è quella che riguarda la identificazione di essi in componenti di *debt* o di *equity*. Gli autori sono divisi, alcuni muovono a favore della configurazione degli sfp indistintamente come capitale di debito o capitale di rischio⁷², altri sono più inclini alla tesi secondo la quale tali strumenti – pur distinguendosi dalle obbligazioni – costituiscono sempre un debito che deve essere rimborsato in ogni caso dall'emittente⁷³.

Nel campo delle ristrutturazioni delle società prevale la configurazione di sfp in capitale di rischio, in quanto le imprese hanno bisogno di un accrescimento del loro patrimonio e non di un incremento dell'indebitamento. Perciò, essi saranno riconducibili alla natura di posta nel patrimonio netto. Quindi, quando lo strumento finanziario ha natura partecipativa – essendo il suo rimborso legato all'andamento economico della società e/o previsto solo in caso di liquidazione – ciò che viene rimborsato deve essere iscritto nel bilancio fra le poste del patrimonio netto della società⁷⁴.

Nei casi in cui sono costruiti come capitale di rischio, nella prassi, di regola, i titolari di sfp sono remunerati prioritariamente rispetto agli azionisti, ma subordinatamente

⁷¹ Secondo M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 51, tali diritti «riflettono la natura e la causa dell'operazione economica sottostante all'emissione degli strumenti finanziari e quindi, quale essa sia, non può darsi il caso di strumenti finanziari che ne siano del tutto privi».

⁷² Tra i quali si rinvia M. NOTARI – A. GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), op.cit., p. 77; R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* (diretto da ABBADESSA – PORTALE), I, Torino, 2006, p. 733.

⁷³ Tra i quali si rinvia P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 621; B. LIBONATI, *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi*, op. cit., p. 8, secondo il quale «lo strumento finanziario, in altre parole, esprime sempre un credito verso la società e, per converso, un debito della società verso il finanziatore».

⁷⁴ Secondo parte della dottrina andrebbe creata una specifica posta del patrimonio netto come riserva indisponibile, si rinvia a V. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2003, p. 547, secondo il quale «occorre infine verificare se vi sia spazio anche per ipotesi in cui gli apporti effettuati in cambio di tali strumenti finanziari siano imputati ad una voce del netto, ovviamente diversa dal capitale, avente natura di riserva (eventualmente “targata” a favore dei possessori dei relativi strumenti finanziari)». Nello stesso senso, M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2005, pp. 490 e ss..

rispetto ai creditori sociali; il loro rimborso non è garantito ma dipende dall'andamento economico-finanziario della società⁷⁵.

Per quanto concerne le perdite, secondo un primo orientamento gli sfp dovrebbero concorrere *pari passu* con gli azionisti nell'assorbimento di perdite⁷⁶.

Non pare plausibile ritenere che i titolari di sfp possano essere addirittura postergati nelle perdite, tranne il caso in cui tali strumenti finanziari siano concepiti come capitale di debito poiché, se concepiti come capitale di rischio, sono strumenti con i quali si partecipa alla gestione societaria e non possono dunque essere equiparati ad un credito vero e proprio.

Secondo una visione contrattualistica, gli sfp potrebbero essere equiparati alle azioni, sia dal punto di vista della distribuzione degli utili che dell'assorbimento delle perdite⁷⁷.

Si lascia, comunque ampio margine all'autonomia statutaria, fermo restando che gli sfp non possono ricevere un trattamento *potiore* rispetto ai creditori sociali in modo particolare riguardo all'assorbimento di perdite.

2.2.2. *Diritto di voto e autonomia statutaria*

Le banche hanno interesse a disporre di diritti tali da consentire loro di controllare le politiche gestionali della società debitrice nell'ambito di un piano di ristrutturazione, al fine di proteggere i loro interessi creditori.

In questo senso, la conversione del loro credito in strumenti finanziari partecipativi può rappresentare una ottima operazione. L'art. 2351, ultimo comma, c.c., prevede infatti che gli sfp possano essere dotati del «diritto di voto su argomenti specificamente indicati». La disciplina contenuta nella suddetta norma deve però essere mediata con il dettato contenuto nell'art. 2346, ultimo comma, c.c., nel punto in cui afferma che gli sfp possono essere «forniti di diritti patrimoniali o amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti».

⁷⁵ Nel caso in cui siano costruiti come capitale di debito saranno rimborsati come gli altri creditori sociali e potranno insinuarsi al passivo in caso di fallimento dell'emittente.

⁷⁶ In tal senso M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2003, p. 535: «Non è in altri termini possibile addossare a questi strumenti finanziari un rischio maggiore che agli azionisti».

⁷⁷ P. OLIVIERO, «Conversione» del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa, op. cit., pp. 104 ss.

Secondo la dottrina maggioritaria il diritto di voto previsto dall'art. 2351, ultimo comma, c.c. dovrebbe esercitarsi fuori dall'assemblea generale degli azionisti, fermo restando che lo statuto possa in una certa maniera condizionare la deliberazione dell'assemblea generale alle indicazioni provenienti dai titolari di sfp⁷⁸.

Dunque, si potrebbe pensare alla possibilità di esercitare tale diritto amministrativo di cui è dotato lo sfp all'interno delle assemblee "speciali" di cui all'art. 2376 c.c.⁷⁹, ma si potrebbe pensare anche ad un ambito extra-assembleare⁸⁰.

Una grande importanza è affidata allo statuto, il quale potrà definire in quali materie possano votare i titolari di sfp e quando l'assemblea generale sia condizionata da essi.

L'autonomia statutaria può attribuire anche una serie di diritti agli sfp, ad esempio:

- diritto di nominare un sindaco;
- diritto di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco (*infra*, par. 2.2.3);
- diritto di voto su argomenti specificamente indicati dallo statuto (*i.e.* aumento di capitale, modifica dell'oggetto sociale, trasferimento parziale o totale dell'azienda, fusione e/o scissione, etc.);
- diritto di opzione (esercitabile in caso di emissione di altri strumenti finanziari);
- diritto di impugnare le deliberazioni assembleari *ex* art. 2379 c.c.;
- diritto di denuncia di gravi irregolarità *ex* art. 2409 c.c.;
- diritto di intervento in assemblea a scopo meramente informativo;
- diritto di informazione e di richiedere relazioni all'organo amministrativo in materia di gestione⁸¹.

⁷⁸ Ad esempio B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, op. cit., p. 14 ss.; M. NOTARI – A. GIANNELLI, *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), op.cit., p. 96; F. STAGNO D'ALCONTRES, in *Società di capitali. Commentario società di capitali, sub art. 2351* (a cura di NICCOLINI - STAGNO D'ALCONTRES), p. 313; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" e diritti amministrativi nelle società per azioni*, *Studio n. 5571/I, del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2005, p. 8; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, p. 116.

⁷⁹ Cfr. M. CIAN, *Commento all'art. 2346*, in *Commentario breve al Codice Civile*, 2007 (a cura di CIAN – TRABUCCHI), 2007, p. 2634.

⁸⁰ In tal senso U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" e diritti amministrativi nelle società per azioni*, op. cit., p. 8.

⁸¹ P. OLIVIERO, *"Conversione" del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa*, op. cit., pp. 104 ss.

Inoltre, possono essere previsti dei covenants restrittivi (*restrictive covenants*) in capo all'emittente, come ad esempio:

- obblighi di informativa;
- usuali obblighi di rispetto della normativa applicabile (anche fiscale);
- divieto di operazioni straordinarie;
- divieto di nuove acquisizioni superiori ad un determinato valore;
- divieto di costituzione di vincoli⁸².

In caso di violazione dei covenants si potrà procedere alla conversione in azioni degli sfp.

2.2.3. *Poteri di nomina*

L'art. 2351, ultimo comma, c.c., prevede altresì che ai titolari di sfp sia «riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco», precisando che «alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano».

Al riguardo sembrerebbe che non vi sia una limitazione particolare per lo statuto di prevedere una nomina diretta o una nomina dei titolari di sfp soggetta a “ratifica” da parte dell'assemblea degli azionisti⁸³. La scelta dunque spetterebbe all'autonomia statutaria.

Un altro aspetto da analizzare si riferisce alla comprensione di cosa la norma intenda per nomina di un “solo” membro degli organi sociali. Adottando un'interpretazione puramente letterale si trarrebbe la conclusione che tutta la categoria degli sfp possa nominare nel complesso solo un amministratore o un membro del consiglio di sorveglianza o un sindaco⁸⁴, così che, nel caso in cui siano emessi vari sfp, i detentori di essi debbano essere raggruppati in una assemblea intercategoriale per partecipare tutti alla nomina di tale membro.

⁸² P. OLIVIERO, “Conversione” del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa, op. cit., pp. 104 ss.

⁸³ Così A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, op. cit., p. 931.

⁸⁴ In tal senso M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, op. cit., p. 118. *Contra*, A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, op. cit., p. 931, questi ritengono invece che sia più condivisibile l'interpretazione secondo la quale possa essere prevista la nomina di un consigliere ad ogni categoria di sfp, fermo restando il limite massimo ad essi riservato di nominare la metà meno uno dei membri dell'organo sociale.

2.3. Conversione in obbligazioni convertende

Infine, si menziona anche un'ulteriore alternativa alla conversione in azioni o in strumenti finanziari partecipativi rappresentata dalla conversione dei crediti bancari in obbligazioni c.d. convertende, mediante le quali l'emittente ha la facoltà di estinguere il debito verso gli istituti di credito attraverso *datio in solutum* di azioni.

Anche il valore di tali obbligazioni – a differenza delle obbligazioni convertibili in cui spetta al titolare del titolo di debito decidere se convertirle in azioni – dovrà essere iscritto in bilancio tra le poste di netto al momento della conversione; le obbligazioni convertende saranno quindi esposte agli stessi rischi degli altri strumenti finanziari partecipativi nel caso in cui questi ultimi siano strutturati come apporto di capitale di rischio⁸⁵.

3. Perché le banche partecipano in imprese non finanziarie?

Trattando la tematica delle partecipazioni di istituti di credito all'interno delle imprese si evidenziano due aspetti principali: (i) l'effetto che esse hanno sul finanziamento delle imprese; (ii) il ruolo che esse hanno nella *corporate governance* della società partecipata.

Per quanto concerne il primo punto, uno stretto legame con un intermediario finanziario può avere dei significativi effetti sulla capacità di raccolta di fondi da parte dell'impresa. Infatti, la presenza di un istituto di credito all'interno dell'azionariato permette di ridurre le asimmetrie informative esistenti in un rapporto di finanziamento tradizionale⁸⁶.

Tale tesi guarderebbe quindi con favore quei sistemi bancari in cui si instaura una stretta relazione tra gli istituti di credito e le imprese. Rapporti di questo tipo si realizzano nei sistemi di Germania e Giappone⁸⁷.

Relazioni strette e durature fra intermediari finanziari e compagini societarie riducono gli *agency costs*⁸⁸, ma possono comportare anche dei costi per queste ultime⁸⁹.

⁸⁵ Cfr. P. OLIVIERO, "Conversione" del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa, op. cit., pp. 104 ss.

⁸⁶ In tal senso M. BIANCO – S. CHIRI, *Le partecipazioni bancarie nelle imprese in Italia: Investimenti e ristrutturazioni finanziarie*, in *Banca Impresa Società*, 1997, n. 3, pp. 393 ss., part. p. 395, ove gli autori affermano che la presenza di un intermediario finanziario permette a quest'ultimo di avere dei vantaggi informativi e, conseguentemente, riduce le asimmetrie informative tra creditori e debitori.

⁸⁷ D. W. DIAMOND, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in *Rev. of Economic Studies*, 1984, vol. 51, n. 3, pp. 393-414, ha dimostrato come la presenza di un intermediario finanziario delegato dai piccoli risparmiatori per il monitoraggio dell'impresa generi dei vantaggi, purché esso sia sufficientemente diversificato.

⁸⁸ Ciò è stato dimostrato anche da un altro studio empirico americano di A. Petersen – G. RAJAN, *The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data*, in *Journal of Finance*, 1994, vol. 49, n. 1, pp. 3-37,

In relazione all'aspetto del governo societario si pongono a confronto due modelli di controllo: il *bank-based* ed il *market-based*. Il modello *bank-based* – caratterizzato dalla presenza pregnante delle banche all'interno delle imprese – comporterebbe un monitoraggio più efficace di quello del *market-based*⁹⁰.

Tuttavia, dagli anni '30 in Italia si discute della disciplina sulla separatezza fra banche ed imprese, cercando di trovare il punto ideale al fine di consentire, da un lato, alle banche di entrare nell'azionariato delle imprese e, dall'altro lato, fare in modo che non si generino delle posizioni di favore e anti-concorrenziali per le società partecipate dagli istituti di credito rispetto a quelle che non vedono la presenza nel loro azionariato di intermediari finanziari bancari⁹¹.

Il profilo muta radicalmente nel caso in cui l'impresa si trovi in una situazione di crisi e abbia la necessità di porre in essere un piano di risanamento finanziario per riequilibrare la sua esposizione debitoria e tornare in condizioni di salute.

Come abbiamo visto, soluzioni negoziali contenenti una operazione di trasformazione di parte del credito bancario in capitale di rischio sono molto frequenti nella prassi delle ristrutturazioni attualie.

Le banche sono incentivate a monitorare la ristrutturazione delle imprese debitorie, ma dovranno accettare azioni in luogo di credito, incrementando il loro rischio di perdite⁹².

Dunque, sarà fondamentale che gli istituti di credito credano nella possibilità di risanamento del debitore, altrimenti non faranno altro che compromettere la loro situazione creditoria.

ove gli autori, analizzando i dati di circa 3.500 società statunitensi negli anni 1988-1989, hanno osservato che uno stretto legame con un intermediario finanziario consente alle imprese di aumentare la loro capacità di raccolta di fondi, mentre legami con più banche non realizzano tale beneficio.

⁸⁹ In riferimento ai rapporti intercorrenti tra imprese e banche giapponesi D. E. WEINSTEIN – Y. YAFEH, *On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan*, in *Journal of Finance*, 1998, vol. 53, n. 2, pp. 635-672, sostengono che stretti legami possono incrementare la disponibilità di capitale, ma al tempo stesso, non guidano le imprese ad operazioni ad alto rendimento e opportunità di crescita importanti. Le banche saranno sempre restie a permettere la realizzazione di investimenti che, anche se potenzialmente profittevoli per le società, possono aggravare il rischio del loro credito.

⁹⁰ Per un'analisi comparativa dei due modelli si rinvia a V. CONTI – M. MACCARINELLI – M. RATTI, *La partecipazione delle banche al capitale di rischio delle imprese*, in *Banca Impresa Società*, 1994, n. 1, pp. 3 ss., ove si analizzano il modello tedesco della banca universale ed il contrapposto modello delle *merchant banks* anglosassoni; F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo, La corporate governance delle società quotate*, II ed., Padova, 2010, pp. 10 ss.

⁹¹ A partire dal 30 giugno 2012 entrerà in vigore una nuova disciplina delle partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari in imprese (*infra*, par. 3.1).

⁹² Tuttavia, Si sottolinea nuovamente la possibilità di attribuire delle categorie di azioni "speciali" per le banche che compensano il loro credito con *equity*, al fine di dotare esse di privilegi rispetto agli altri azionisti soprattutto in materia di assorbimento delle perdite (*supra*, cap.2, par. 2.1.1).

Oggi la banca ha cambiato la sua visione e non viene più considerata come mero soggetto erogatore di credito, ma è coinvolta nella gestione della società finanziata, nelle fortune e nei desideri di quest'ultima⁹³.

Tale coinvolgimento nell'attività gestoria imprenditoriale si manifesta pienamente nel caso di un *debt-for-equity-swap*; la nuova disciplina delle partecipazioni detenibili dalle banche si muove in tal senso compiendo il definitivo passaggio dal principio di separatezza al principio della integrazione banche-imprese (*infra*, par. 3.1).

La dottrina statunitense degli anni '90⁹⁴ ha analizzato delle ristrutturazioni societarie per comprendere quando le banche decidono di compensare i loro crediti in azioni. Da tali studi empirici si è dedotto che le banche sono più inclini a prendere *equity* in imprese che presentano delle considerevoli opportunità di crescita (*growth opportunities*). Inoltre, dalle statistiche è risultato che le imprese in cui le banche assumono partecipazioni sociali sono soggette a basse *performances* nell'anno antecedente alla ristrutturazione. Un altro studio empirico sempre proveniente dall'oltreoceano⁹⁵ ha evidenziato, se pure in tempi non recenti, che l'assunzione di partecipazioni sociali da parte degli istituti di credito in imprese avviene in quasi il 50% delle ristrutturazioni private (*workouts*) e in $\frac{3}{4}$ dei piani disciplinati dal *Chapter 11*.

Anche in Italia è stato analizzato quando le banche sono disposte ad entrare nell'azionariato del loro debitore non finanziario. Una analisi relativa alla seconda metà degli anni Novanta⁹⁶ ha evidenziato che vi sono tre motivi per i quali si genera un'integrazione tra creditore bancario ed impresa finanziata:

- (i) motivi di puro investimento;
- (ii) il desiderio di ridurre le asimmetrie informative e risolvere gli *agency costs*;
- (iii) il desiderio di influenzare il *management* della società per indirizzarlo ad effettuare operazioni in favore dell'interesse creditorio.

⁹³ Già nel 1998 si esprimeva in questi termini R. VIVALDI, *Soluzione negoziale dell'insolvenza: responsabilità civile delle banche nella crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 1998, n. 6, pp. 557 ss., part. p. 557, ove l'a. sostiene che «la banca oscilla, secondo ritmi alterni, tra il ruolo di creditore e quello di cogente gestore dell'impresa finanziata».

⁹⁴ C. JAMES, *When Do Banks Take Equity in Debt Restructurings?*, in *Rev. of Financial Studies*, 1995, vol. 8, n. 4, pp. 1209-1234. lo studio analizza 102 ristrutturazioni di debito avvenute tra il 1981 ed il 1990 negli Stati Uniti.

⁹⁵ S. C. GILSON – K. JOHN – L. H.P. LANG, *Troubled debt restructurings*, in *Journal of Financial Economics*, 1990, vo. 27, n. 2, pp. 315-353.

⁹⁶ E. BARUCCI – F. MATTESINI, *Why do banks hold equity in non-financial firms? Some evidence from a panel of large Italian firms*, pp. 1-25, reperibile al sito :

http://www1.mate.polimi.it/ingfin/document/barucci_mattesini.pdf, ove gli autori analizzano un campione di grandi società italiane nel periodo 1994-2000.

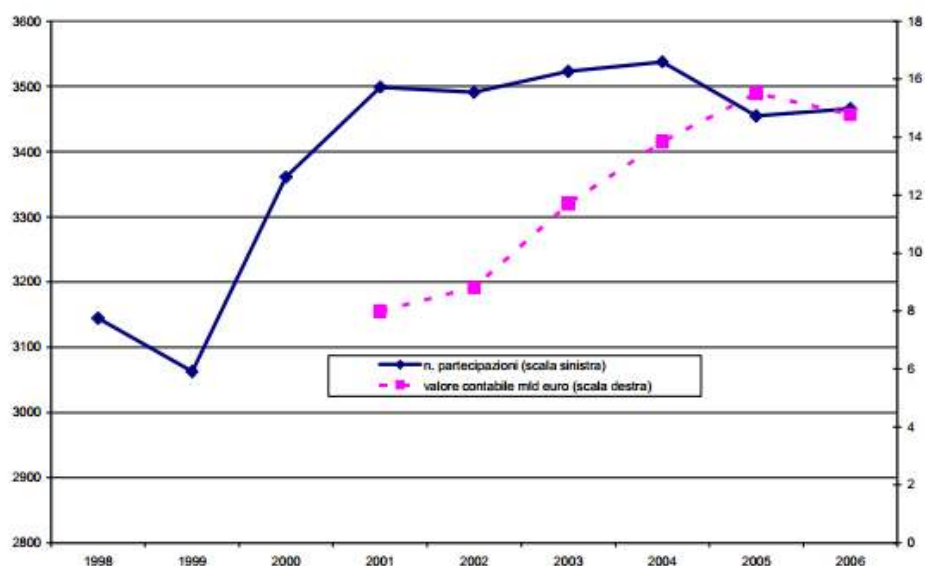
I dati del 2006⁹⁷ hanno attestato che le partecipazioni totali detenute dalle banche in imprese non finanziarie ammontavano a circa 3.400 ed avevano un valore contabile pari a circa 14 miliardi di euro (fig. 1). Se consideriamo solo quelle aventi diritti di voto il numero di imprese partecipate è cresciuto da 800 nel 1998 a circa 1200 nel 2006, in relazione alle partecipazioni ai fini d'investimento; si è ridotto invece della metà (da circa 60 a 30) il numero delle partecipazioni detenute ai fini di recupero crediti (fig. 2).

Dette partecipazioni hanno presentato le seguenti caratteristiche:

- ogni impresa era partecipata in media da due banche se ai fini di investimento, da una se ai fini di recupero crediti;
- le relazioni negli ultimi anni sono divenute più stabili;
- il valore dei diritti di voto ai fini di investimento era del 5%, mentre ai fini di recupero crediti risultava molto più importante;
- gli investimenti sono realizzati soprattutto da grandi banche;
- il settore prevalente in cui si concentravano operazioni di investimento era quello delle attività immobiliari.

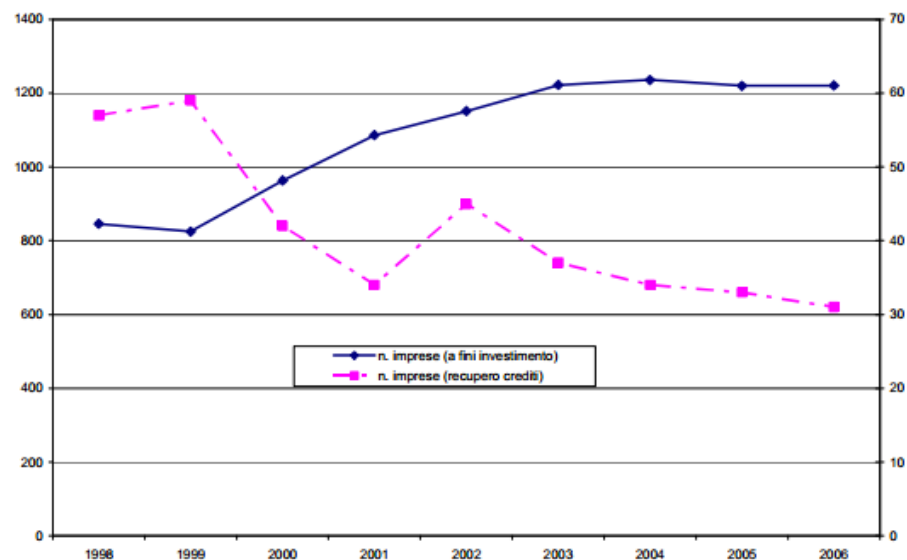
⁹⁷ M. BIANCHI – M. BIANCO, *Relazioni proprietarie tra banca e impresa: alcune evidenze empiriche*, relazione presentata al Convegno “Nuove prospettive per l’intermediazione finanziaria nell’evoluzione del contesto economico”, Milano, 22-23-24 Marzo 2007, pp. 1-28, reperibile al sito: <http://www.side-isle.it/ocs/viewpaper.php?id=52&cf=1>.

fig. 1 : Partecipazioni banche in imprese non finanziarie⁹⁸



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza relative alle partecipazioni delle banche.

fig. 2: Partecipazioni banche in imprese non finanziarie (solo partecipazioni con diritto di voto)⁹⁹



Fonte: elaborazioni su segnalazioni di vigilanza relative alle partecipazioni delle banche.

⁹⁸ Grafico estratto da M. BIANCHI – M. BIANCO, *Relazioni proprietarie tra banca e impresa: alcune evidenze empiriche*, op. cit., p. 26.

⁹⁹ Grafico estratto da M. BIANCHI – M. BIANCO, *Relazioni proprietarie tra banca e impresa: alcune evidenze empiriche*, op. cit., p. 26.

3.1. *La nuova disciplina della Banca d'Italia*

Sotto il profilo della normativa di vigilanza la conversione dei crediti bancari in capitale di rischio di imprese non finanziarie è attualmente soggetta alla disciplina transitoria del Titolo IV, capitolo 9, sezione V, paragrafo 3, in materia di partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari verso imprese in temporanea difficoltà finanziaria. L'intero Titolo IV, capitolo 9 sarà sostituito dal Titolo V, capitolo 4 delle “Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale delle banche” a partire dal 30 giugno 2012.

La nuova normativa della Banca d'Italia attua la deliberazione del CICR del 29 luglio 2008, n. 276, la quale, a sua volta, è espressione delle direttive 2006/48/CE (relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio) e 2006/49/CE (relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi), entrambe ratificate in data 14 giugno 2006.

Ovviamente, sarà opportuno procedere all'analisi del testo normativo in vigore tra pochi giorni, anziché concentrare la nostra attenzione sulla disciplina transitoria prossima alla sostituzione.

Con l'entrata in vigore del Titolo V, capitolo 4, suddetto, si conclude un ciclo storico – iniziato con la Grande crisi degli anni '30 del secolo scorso – portatore del principio della separatezza fra le banche e le imprese in Italia, realizzato per la costituzione di un sorta di ancora di salvezza per un sistema bancario ed industriale sull'orlo del *default*¹⁰⁰.

Grazie alle modifiche apportate dalla nuova disciplina, oggi i limiti regolamentari previsti per la partecipazione di banche all'interno delle imprese si riferiscono a tutti gli strumenti che danno luogo a diritti partecipativi; non solo quindi le azioni, ma anche le obbligazioni convertibili, gli strumenti finanziari partecipativi, *warrants* azionari e prestiti convertendi.

Oggi, «Costituiscono altresì partecipazione, in presenza di un legame durevole:

a. il possesso di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, emessi da una società a fronte di apporti non imputati a capitale che, senza dar luogo a un diritto al rimborso, danno diritto a una quota degli utili dell'attività ovvero a una quota del patrimonio netto risultante dalla liquidazione dei beni dell'impresa o del patrimonio destinato a uno specifico affare;

¹⁰⁰ In tal senso S. AMOROSINO, *La fine della separazione tra le banche ed imprese*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2009, fasc. 8 pag. 897-901.

b. la stipula di contratti derivati o il possesso di strumenti finanziari che, attribuendo diritti su azioni o su altre forme di equity di cui al precedente punto a., comportino per la banca o il gruppo bancario l'impegno incondizionato ad acquistare una partecipazione oppure consentano, se esercitati o convertiti, di esercitare il controllo o un'influenza notevole su un'impresa, tenendo conto degli altri possessi, diritti e di ogni altra circostanza rilevante;

c. la stipula di contratti derivati o il possesso di strumenti finanziari che, realizzando la dissociazione tra titolarità formale e proprietà sostanziale di azioni o quote di capitale, comportino per la banca o per il gruppo bancario l'assunzione del rischio economico proprio di una interessenza partecipativa. Non si considerano partecipazione le azioni o quote di capitale di cui una banca, per effetto dei medesimi contratti, abbia acquisito la titolarità senza assumere il relativo rischio economico o i cui diritti divoto possono essere esercitati, a propria discrezione, dalla controparte».

In particolare, il dettato di cui al Titolo V, capitolo, 4, sezione IV, paragrafo 2, disciplina la materia delle partecipazioni detenibili in imprese in temporanea difficoltà finanziaria. La tematica deve essere valutata con estrema cautela per la complessità ed i marcati rilevi relativi all'operazione di conversione del credito.

La Banca d'Italia informa che l'operazione debba essere implementata soltanto ove essa abbia una convenienza economica e nei confronti di imprese in crisi temporanea, derivante da situazioni finanziarie e non da condizioni di mercato.

Le banche devono seguire la seguente procedura:

- realizzazione di un piano di risanamento finalizzato al riequilibrio economico e finanziario in un periodo di tempo di norma non superiore a cinque anni; il piano deve essere stipulato da un numero di banche che rappresentino una quota elevata dell'esposizione complessiva nei confronti dell'impresa in difficoltà;
- acquisizione di azioni o altri strumenti di nuova emissione e non già in circolazione;
- in caso di pluralità delle banche interessate, determinazione di una banca capofila deputata di verificare la corretta esecuzione del piano e il sostanziale conseguimento degli obiettivi intermedi e finali previsti nel piano stesso;

- approvazione del piano da parte dell'organo coordinatore delle banche interessate e delle relative banche o società finanziarie capogruppo. In particolare, tale organo deve valutare la convenienza economica dell'operazione rispetto a forme alternative di recupero e verificare la sussistenza delle condizioni stabilite per l'acquisizione di partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria.

Le partecipazioni acquisite dagli istituti di credito in conformità alla procedura suddetta non sono computate nei limiti di concentrazione e complessivo per le partecipazioni qualificate detenibili in imprese non finanziarie, per un periodo corrispondente alla durata del piano e di norma non superiore a cinque anni.

3.2. *L'esenzione da OPA obbligatoria*

L'aumento di capitale effettuato per la realizzazione di una compensazione del credito in capitale di rischio può comportare anche una ulteriore problematica di rilevante importanza, ovvero il superamento della soglia di partecipazioni¹⁰¹ dal quale consegue l'obbligo di promuovere una offerta pubblica di acquisto (OPA) ai sensi dell'art. 106, D.Lgs. n. 58 del 1998 (TUF).

Tale obbligo si ravvisa quando:

- la banca o il nuovo investitore, singolarmente considerati, superano la soglia del 30% (art. 106 TUF) o la soglia di OPA "incrementale" (art. 106, comma 3, lett. b e art. 46 del Regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.5.1999 e successive modifiche: "Regolamento Emittenti");
- la banca o il nuovo investitore, agendo in concerto con altri soggetti¹⁰², superano la soglia del 30% (art. 106 TUF) o la soglia di OPA "incrementale"

¹⁰¹ Come abbiamo visto in precedenza (*supra*, par. 2), la conversione del credito può riguardare sia azioni che strumenti finanziari partecipativi, obbligazioni convertibili, obbligazioni convertende, e così via.

Ai fini dell'obbligo di OPA valgono solo le partecipazioni che rappresentino «titoli emessi da una società di cui al comma 1 (società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani) che attribuiscono il diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza» ai sensi dell'art. 105, comma 2, TUF.

¹⁰² art. 109, comma 1, TUF: «Sono solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli articoli 106 e 108 le persone che agiscono di concerto quando vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli».

Per «persone che agiscono di concerto» ai fini dell'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria devono intendersi:

- «i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente» (art. 101-bis, comma 4, TUF);

(art. 106, comma 3, lett. b e art. 46 del Regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.5.1999 e successive modifiche: “Regolamento Emittenti”) per effetto delle partecipazioni complessivamente possedute dal concerto medesimo.

Il TUF ed il Regolamento Emittenti prevedono una esenzione all’obbligo di OPA nel caso in cui la soglia sia superata attraverso «operazioni dirette al salvataggio di società in crisi» ai sensi dell’art. 106, comma 5, lett. a, TUF.

L’art.49 del Regolamento – modificato recentemente con delibera Consob n. 17731 del 5 aprile 2011 – prevede oggi i seguenti casi in cui si configura una esenzione dell’obbligo di OPA per ragioni di salvataggio di un’impresa in crisi:

- «in presenza di una ricapitalizzazione della società quotata ovvero altro intervento di rafforzamento patrimoniale e la società versa in una situazione di crisi attestata da:
 - (i) ammissione a una procedura concorsuale prevista dal R.D. n. 267 del 16 marzo 1942 o da altre leggi speciali;
 - (ii) omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i debitori, ai sensi dell'articolo 182-bis del R.D. n. 267 del 16 marzo 1942, reso noto al mercato;
 - (iii) richieste formulate da un'autorità di vigilanza prudenziale, nel caso di gravi perdite, al fine di prevenire il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa ai sensi del Testo unico, del decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993, del decreto legislativo n. 209 del 7 settembre 2005» (art. 49, comma1, lett. b, n.1, TUF);
- «in assenza di altri acquisti effettuati o pattuiti nei dodici mesi precedenti, esclusivamente tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale della società quotata, con esclusione del diritto di opzione, idoneo a consentire, anche attraverso una ristrutturazione del debito, il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria, posto in essere in esecuzione di un piano di risanamento:

- «gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall’art. 122, comma 1 e comma 5, lettere a), b), c) e d)» (i.e. un “patto parasociale”: art. 101-bis, comma 4-bis, lett. a, TUF);
- «un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate» (art. 101-bis, comma 4-bis, lett. b, TUF);
- «le società sottoposte a comune controllo» (art. 101-bis, comma 4-bis, lett. c, TUF);
- «una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali» (art. 101-bis, comma 4-bis, lett. d, TUF).

- (i) che sia reso noto al mercato;
- (ii) che attesti l'esistenza di una situazione di crisi;
- (iii) la cui ragionevolezza sia certificata da un professionista ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lettera d), del R.D. n. 267 del 16 marzo 1942» (art. 49, comma 1, lett. b, n. 2, TUF);
- «in presenza di una situazione di crisi, non riconducibile a una delle situazioni descritte ai numeri 1) e 2), purché:
 - (i) qualora l'operazione sia di competenza dell'assemblea anche ai sensi dell'articolo 2364, comma 1, numero 5, del codice civile, la relativa delibera, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, sia approvata, senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dall'acquirente, dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10 per cento;
 - (ii) qualora l'operazione non sia oggetto di delibera assembleare, essa sia approvata con il voto favorevole della maggioranza dei soci, diversi dai soggetti indicati al numero 3), punto (i), che si siano espressi mediante una dichiarazione contenuta su apposita scheda predisposta e messa a disposizione dalla società. Tale scheda di voto è trasmessa all'acquirente, per il tramite del depositario dei titoli che ne attesta la titolarità, entro la data e all'indirizzo indicati dall'acquirente» (art. 49, comma 1, lett. b, n. 3, TUF).

Spetta alla Consob emanare il provvedimento di concessione dell'esenzione da OPA obbligatoria. Nella prassi è quindi frequente prevedere come condizione sospensiva di efficacia degli accordi di ristrutturazione la concessione dell'esenzione suddetta. Così è stato previsto anche nei casi Gabetti Property Solutions S.p.A. e Risanamento S.p.A. analizzati precedentemente (*supra*, parr. 2.1.3.1. e 2.1.3.2)¹⁰³.

¹⁰³ La Consob, con provvedimento DEM/10093539 dell'11.11.2010, ha concesso l'esenzione al caso Gabetti Property Solutions S.p.A.

La Consob, con provvedimento n. DEM/9079430 del 3.9.2009 ha concesso l'esenzione dall'OPA obbligatoria al caso Risanamento S.p.A.

I casi fanno riferimento alla normativa del previgente art. 49 del Regolamento emittenti e sono ben analizzati da V. LUPOLI, *L'esenzione da OPA obbligatoria nelle operazioni di "salvataggio" di società quotate in crisi: i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in *Crisi d'impresa: casi e materiali* (a cura di F. BONELLI), Milano, 2011, pp. 111 ss.

4. Le procedure per il *debt-for-equity-swap* in Regno Unito e Germania

Nel corso del presente capitolo abbiamo analizzato l'operazione di conversione del credito in capitale di rischio o in strumenti di quasi-*equity* nel nostro Paese.

La realtà societaria italiana è caratterizzata da una elevata presenza nel mercato di piccole e medie imprese a gestione familiare; le limitate grandi imprese che si registrano sul nostro territorio prediligono un controllo concentrato nelle mani di pochi azionisti e una struttura organizzativa di tipo piramidale. I canali di finanziamento maggiormente utilizzati sono quelli dell'autofinanziamento e del ricorso al capitale di debito (anche se negli ultimi anni stiamo leggermente assistendo ad uno sviluppo del mercato dei capitali).

Dalle statistiche recenti (*supra*, par. 3) si osserva ancora oggi che la partecipazione delle banche al capitale azionario delle aziende italiane è contenuta, influenzata in modo particolare dal principio di separatezza dominante dagli anni Trenta il nostro sistema bancario e societario. La nuova disciplina di vigilanza della Banca d'Italia (*supra*, par. 3.1) ha definitivamente superato tale principio incentivando l'integrazione tra intermediari finanziari e soggetti finanziati, fermo restando il rispetto della concorrenza all'interno del mercato.

A partire dalla metà degli anni Novanta con il caso Ferruzzi Group¹⁰⁴ abbiamo assistito alla realizzazione nella prassi delle ristrutturazioni societarie di operazioni di *debt-for-equity-swap* sempre più frequentemente, grazie anche all'introduzione nel nostro ordinamento giuridico degli istituti dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis, l. fall. e del piano di risanamento attestato ex art. 67, comma 3, lett. d., l. fall.. Ad essi si aggiunge l'ampio margine di autonomia che oggi è previsto all'interno della procedura di concordato preventivo all'art. 160, l. fall., secondo il quale le parti possono, sostanzialmente, determinare a loro piacimento il contenuto di tale accordo, prevedendo fra le varie ipotesi anche la conversione del credito in azioni.

A questo punto è importante conoscere le procedure utilizzate in due fra i più importanti Paesi europei come Inghilterra e Germania, tenendo presente che l'operazione è stata esportata nel nostro continente dalla *Corporate Reorganization* americana e dal relativo *Chapter 11*, il quale è utilizzato molto spesso dalle imprese americane per le vaste

¹⁰⁴ Per i riferimenti al caso Ferruzzi del 1993 si rinvia a A. PENATI – L. ZINGALES, *Efficiency and Distribution in Financial Restructuring: The Case of the Ferruzzi Group*, University of Chicago, CRSP, Working Paper n. 12, 1997; MEDIOBANCA, *caso Ferfin*, Ricerche n. 4, Milano 1996-97; M. BELCREDI, *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni '90*, op. cit.; F. BONELLI, *Nuove esperienze nella soluzione stragiudiziale della crisi delle imprese*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pp. 488 s.

opportunità alla ristrutturazione che offre e tra queste si registra anche il *debt-for-equity-swap*. Evidentemente, l'operazione di conversione avrà delle peculiarità differenti a seconda delle caratteristiche del sistema legale e bancario presente in ognuno degli ordinamenti giuridici che si analizzeranno.

4.1. Regno Unito

Tradizionalmente il modello del capitalismo anglosassone è caratterizzato da un grado di indebitamento bancario piuttosto contenuto delle imprese. Ciò è dovuto principalmente a due fattori: (i) l'ampiezza dei mercati di capitali; (ii) la detenzione da parte delle banche inglesi e delle *merchant banks* in modo particolare di un ammontare limitato di partecipazioni sociali in imprese¹⁰⁵.

Dagli inizi degli anni Novanta questa tipologia di legame tra il sistema bancario e le società inglesi si è cambiata. Gli istituti di credito hanno iniziato ad esplorare campi prima ad essi sconosciuti e si è registrata una forte crescita dei prestiti bancari.

Attualmente, molti enti creditizi hanno incrementato la loro partecipazione strategica nell'ambito di piani di ristrutturazione di imprese in difficoltà finanziarie, al fine di realizzare gli interessi di entrambi i soggetti coinvolti anche mediante la stipulazione di accordi stragiudiziali (*workouts*)¹⁰⁶.

Ne consegue un incremento della presenza delle banche all'interno dell'azionariato delle imprese, mediante la quale si creano degli importanti e sostanziosi finanziamenti nel medio-lungo periodo. Investendo nel *corporate* e *financial restructuring*, le banche interagiscono costantemente con le società finanziate e incrementano la loro attività di monitoraggio a tutela dei loro interessi, specialmente nel caso di gravi crisi finanziarie per il debitore. In aggiunta, esse, assumendo il controllo interno, possono essere abilitate a determinare le linee gestionali alle quali la società finanziata dovrà conformarsi, fermo restando le relative responsabilità gestionali che potranno configurarsi (*infra*, cap. 4).

Nei casi di *corporate reorganization* (*financial restructuring*) gli intermediari finanziari bancari anglosassoni tendono a concedere linee di credito alle imprese più agevolmente

¹⁰⁵ In tal senso L. NIERI, *Il ruolo delle banche nelle crisi d'impresa: L'esperienza di Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Giappone*, op. cit., p. 385.

¹⁰⁶ Cfr. C. VALENTE, *La Corporate Reorganization: elementi di comparazione e di prospettiva a seguito della recente riforma della disciplina concorsuale italiana*, in *Dir. Fall.*, 2008, n. 3-4, pp. 459 ss., part. pp. 464-465, ove l'a. evidenzia un movimento del sistema inglese verso quello americano, testimoniato dalla realizzazione di operazioni di *corporate reorganization* o *corporate restructuring*.

rispetto al banche italiane che, in tendenza, mostrano meno fiducia nell'efficacia dei processi di ristrutturazione in condizioni di crisi o pre-crisi¹⁰⁷.

Gli accordi stragiudiziali fra banche ed imprese in Inghilterra sono favoriti e facilitati dal c.d. “*London Approach*”, con il quale gli istituti di credito d'oltremarina stipulano, appunto, accordi informali con le compagine societarie, grazie alla mediazione della Banca d'Inghilterra, per risolvere situazioni scomode dal punto di vista finanziario-economico¹⁰⁸.

Ricorrendo a questo approccio e con l'utilizzazione sempre più frequente di accordi stragiudiziali, significativi ed essenziali sostegni finanziari sono stati concessi alle imprese in difficoltà degli ultimi 15 anni¹⁰⁹.

Il diritto inglese prevede due procedure mediante le quali si può realizzare un operazione di conversione del credito in azioni:

- (i) *scheme of arrangement*;
- (ii) *company voluntary arrangement* (CVA)¹¹⁰.

Lo *scheme of arrangement* è un accordo “*court-approved*” tra una società debitrice ed i suoi creditori. La particolarità di esso è il “*cram-down*” nei confronti dei creditori dissenzienti all'accordo di ristrutturazione del debito. Ogni classe deve approvare lo *scheme* almeno con il 75% dei voti per somma e più della metà dei voti per numero. Una volta che tutte le classi hanno raggiunto le maggioranze suddette, le parti richiedono al tribunale l'omologa dell'accordo. Esso vincolerà la società ed i suoi creditori. L'implementazione dello *scheme of*

¹⁰⁷ Cfr. C. VALENTE, *La Corporate Reorganization: elementi di comparazione e di prospettiva a seguito della recente riforma della disciplina concorsuale italiana*, op. cit., p. 466, il quale afferma che le linee guida seguite dagli enti creditizi del Regno Unito sono:

- maggiore fiducia delle banche alle imprese in pre-crisi;
- moratoria sui crediti a breve-medio termine per le imprese in gravi difficoltà;
- pagamento dei crediti garantiti e, se ve ne sono le condizioni, anche degli altri;
- sospensione degli interessi per le imprese che offrono adeguate garanzie specie nel breve periodo;
- *monitoring* dei debiti a breve scadenza;
- scambio di informazioni tra le parti per risolvere la crisi;
- stipulazioni di accordi anche di natura stragiudiziale per il risanamento delle imprese e la tutela degli interessi creditori.

¹⁰⁸ Cfr. www.bankofengland.co.uk: «*The Bank of England has an established role in the organization of UK-based large corporate workouts. The London Approach has evolved over a number of years into a widely used set of principles, which govern how banks respond to news of serious financial difficulty in one of their corporate customers, where there is more than one bank involved in the lending. The Bank of England's role is to facilitate discussions between banks, where there is disagreement between them on the right course of action. The Bank of England aims to ensure that decisions are made on the basis of a full sharing and understanding of all relevant information.*».

¹⁰⁹ Per un approfondimento delle caratteristiche del *London Approach* si rinvia a C. VALENTE, *The London Approach: le procedure di concertazione per salvare le imprese in crisi*, in *Fallimento*, 1998, n.3.

¹¹⁰ In tal senso K. KLOWRY, *Debt-to-equity conversion in the UK and Europe*, in *European company law*, 2010, vol. 7, n. 2, pp. 51-58, part. pp. 53-54.

arrangement può variare dai due ai quattro mesi. Si tratta di una procedura che non fa parte dell'*Insolvency legislation*¹¹¹. Tale procedura è molto in sintonia con il nostro concordato preventivo.

Il *company voluntary arrangement* (CVA) è anch'esso un accordo fra debitore e creditori regolato dal diritto inglese. I termini sono negoziati dalle parti sotto la supervisione di un "*insolvency practitioner*". Alla votazione non partecipano i creditori privilegiati, i quali devono essere soddisfatti per intero e non sono computati ai fini del raggiungimento delle maggioranze richieste. La proposta deve essere votata favorevolmente da almeno il 75% dei creditori per somma e dai soci che rappresentano più della metà del capitale sociale. Una volta raggiunto il quorum necessario il CVA vincola tutti i creditori anche se non convocati in assemblea per la votazione, senza l'approvazione del tribunale. L'autorità giudiziaria può essere convocata soltanto se i creditori dissenzienti esperiscono opposizione all'accordo nel caso in cui lamentino di essere "vittime" di un ingiustificato pregiudizio¹¹².

Una delle più importanti operazioni di *debt-for-equity-swap* in Inghilterra è stata realizzata nella ristrutturazione di Marconi UK nel 2002. Marconi è un'azienda operante nel settore delle telecomunicazioni e dell'elettronica. E' stata la prima ristrutturazione in cui i creditori bancari e gli obbligazionisti sono stati raggruppati nella stessa classe di creditori. Essi hanno convertito il loro credito in azioni ordinarie della società pari a circa il 99,5% delle partecipazioni sociali.

4.2. Germania

Le imprese tedesche presentano uno stretto legame con il sistema bancario, disponendo di un sistema di finanziamento incline al ricorso al capitale di debito e da una forte partecipazione delle banche al capitale di rischio. Il modello capitalista tedesco, come quello giapponese, è definito "*insider system*", poiché è caratterizzato dalla costituzione di grandi imprese aventi una proprietà concentrata nelle mani di pochi azionisti¹¹³.

Ogni impresa ha una sua banca di riferimento (*Hauptbank*), la quale si pone in una posizione predominante rispetto agli altri enti creditizi e opera nel medio-lungo periodo. L'incisività del rapporto deriva anche dal fatto che le banche tedesche non si limitano ad

¹¹¹ K. KLOWRY, *Debt-to-equity conversion in the UK and Europe*, op. cit., p. 53.

¹¹² In materia di CVA si rinvia a C. FERRI – F. MARELLI, *Le procedure diverse dalla liquidazione nell'Insolvency Act del Regno Unito: spunti in prospettiva di riforma della legge fallimentare*, in *Giur. comm.*, 2003, n. 3, pp. 345 ss.

¹¹³ Cfr. F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario. La corporate governance nelle società quotate*, op. cit., pp. 11-12, ove l'a. evidenzia anche una significativa rilevanza dei rapporti fra Stato ed imprese ed una concezione dell'impresa come "comunità" integrante dello sviluppo sociale del Paese.

erogare finanziamenti, ma forniscono anche capitale di rischio e servizi di consulenza e di sostegno per l'accesso al mercato dei capitali.

Grazie a questa relazione che si instaura fra i soggetti intermediario finanziario e finanziato, gli istituti di credito tedeschi sono più disponibili ad azionare strumenti per il risanamento di una impresa in crisi¹¹⁴. Inoltre, si dovrebbero anche ridurre le asimmetrie informative in virtù dello stretto rapporto banca-impresa, consentendo quindi una azione tempestiva per la risoluzione della crisi prima che essa sia divenuta irreversibile.

Data la loro importante partecipazione all'interno dell'azionariato delle società renane, le banche – attraverso l'esercizio di voto derivante dalle partecipazioni sociali detenute direttamente o dalle deleghe assegnate dai loro clienti – possono avere il potere di influenzare le decisioni del *management* ed orientare quindi l'attività dell'impresa stessa¹¹⁵.

D'altro canto, non sempre le banche decidono di partecipare attivamente alla ristrutturazione della crisi concedendo alle imprese consistenti finanziamenti per il loro risanamento, poiché esse potranno anche essere soggette ad una responsabilità per concessione abusiva del credito¹¹⁶ o, nei casi in cui indirizzino anche le politiche gestionali della partecipata, si potrà configurare anche una responsabilità derivante dall'esercizio di un potere di controllo (*infra*, cap. 4).

La recente crisi finanziaria ha incrementato anche in Germania il numero delle insolvenze ed il ricorso ad operazioni per il salvataggio delle società tedesche come il *debt-for-equity-swap*; la conversione si realizza mediante due possibili strutture nel sistema legale tedesco:

- riduzione del capitale, seguita da un aumento di capitale mediante compensazione del credito. Secondo il diritto tedesco l'aumento di capitale necessita dell'approvazione del 75% dei soci presenti e con diritto di voto nell'assemblea;

¹¹⁴ Così L. NIERI, *Il ruolo delle banche nelle crisi d'impresa: L'esperienza di Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Giappone*, op. cit., p. 400, secondo la quale in Germania si registrano minori conflitti di interesse rispetto al modello anglo-americano grazie alla presenza di una banca coordinatrice delle operazioni di risanamento della crisi imprenditoriale.

¹¹⁵ J. MACEY – J. P. MILLER, *Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan and the United States*, in *Stan. L. Rev.*, 1995, vol. 48, pp. 73 ss., part. p. 89, sostengono che la presenza massiccia delle banche all'interno del capitale di rischio delle imprese tedesche comporta però dei significativi conflitti di interesse, in quanto le banche medesime saranno incentivate a indirizzare la gestione societaria verso operazioni non ad alto rischio anche se profittevoli per quest'ultima, al fine di tutelare i loro interessi sia di azionisti che di creditori.

¹¹⁶ Evidenza tale problematica M. BELCREDI, *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Milano, 1995, p. 105.

- diretta acquisizione delle azioni, seguita da una rinuncia ai crediti. Questa soluzione alternativa, malgrado susciti meno problemi dal punto di vista del regole sul capitale, è difficilmente percorribile in situazioni di crisi finanziaria.

Dal punto di vista del diritto fallimentare tedesco, l'operazione di conversione può essere contenuta anche nel piano di regolazione dell'insolvenza (*Insolvenzplan*)¹¹⁷. L'*Insolvenzplan* ha sostituito i precedenti istituti del concordato preventivo e del concordato fallimentare; esso può avere un oggetto molto vario, potendo prevedere la conservazione dell'impresa nella mani del debitore (*Sanierungsplan*), la cessione a terzi (*Übertragungsplan*) o la liquidazione (*Liquidationsplan*).

Il piano può essere presentato sia dal debitore che dal curatore su mandato del comitato dei creditori e deve essere approvato dalla maggioranza delle classi formate. Inoltre, all'interno di ogni classe deve essere raggiunta una doppia maggioranza: la maggioranza per numero e la maggiore per somma dei creditori votanti. E' evidente che anche il debitore debba esprimere il suo voto favorevole. Si genera poi l'effetto del "cram-down" nei confronti dei creditori dissenzienti, ai quali deve però essere garantito un trattamento non inferiore a quello che si avrebbe in assenza del piano. Infine, il tribunale, osservato il rispetto della legge tedesca ed il raggiungimento delle suddette maggioranze, omologa il piano.

Dal 1° Marzo 2012 sono entrate in vigore in Germania le modifiche al Codice Fallimentare introdotte dalla legge promulgata il 13 Dicembre 2011 (*Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen* - ESUG). Esse hanno l'obiettivo di facilitare la ristrutturazione delle imprese insolventi. Tra le novità spiccano le seguenti:

- i creditori possono costituire un loro comitato provvisorio formato da rappresentanti eletti dai singoli creditori (Vorläufiger Gläubigerausschuss), fin dal momento della presentazione di un ricorso per l'ammissione alla procedura di insolvenza e fino a quando il Tribunale non decide in merito all'accoglimento del ricorso stesso, a condizione che la società abbia, un bilancio superiore a Euro 4,68 milioni, un fatturato annuo uguale o superiore a Euro 9,68 milioni ed almeno 50 dipendenti (richiesti due requisiti su tre);

¹¹⁷ K. KLOWRY, *Debt-to-equity conversion in the UK and Europe*, op. cit., p. 54.

- il comitato può richiedere al Tribunale la nomina di un soggetto da esso identificato per il ruolo di commissario giudiziale, fermo restando il rispetto dei requisiti previsti dalla legge;
- la società in crisi può presentare al Tribunale la richiesta di essere ammessa ad una procedura paraconcorsuale (*Eigenverwaltung* – DIP *debtor-in-possession*). Il Tribunale accoglie la richiesta sentito il comitato provvisorio dei creditori e nomina un *trustee* supervisore (*Sachwalter*). Il debitore deve presentare il piano di ristrutturazione entro 3 mesi. Durante tale periodo, su richiesta dell'impresa debitrice, il Tribunale può decidere di rendere inefficace ogni provvedimento esecutivo ottenuto dai creditori;
- **il piano di ristrutturazione può prevedere anche la riduzione del capitale societario ed i soci possono essere obbligati ad accettare aumenti di capitale destinati a nuovi soci o a creditori disponibili a convertire il loro credito in azioni, senza poter far valere il diritto di prelazione sulle azioni di nuova emissione.** L'ESUG prevede la sospensione dell'efficacia delle clausole di *change of control*, potendo esse scattare a causa di operazioni di questo tipo.

Recentemente la prassi ha riscontrato la realizzazione di alcuni significativi *debt-for-equity-swap* in Germania, un esempio è il caso di Conergy, la più grande società produttrice di impianti fotovoltaici in Europa. Conergy era entrata in crisi a causa della crescente concorrenza del mercato asiatico, così ha deciso alla fine del 2010 di ristrutturare il suo debito con una operazione di conversione del credito in partecipazioni sociali. La compagnia ha in un primo tempo ridotto il suo capitale dell'88% e, successivamente, ha eseguito un aumento di capitale da 188 milioni di euro, sottoscrivendo azioni di nuova emissione. Molti creditori hanno partecipato all'aumento di capitale compensando il loro credito. Il *debt-for-equity-swap* ha consentito a Conergy una riduzione del suo indebitamento da 323 milioni a 135 milioni di euro.

5. Il controllo interno derivante da una conversione del credito

Nel corso del presente capitolo abbiamo potuto capire le caratteristiche di una operazione di conversione del credito in capitale di rischio. Giunti a questo punto è

necessario analizzare i risvolti che una consistente partecipazione dei creditori bancari può avere all'interno della società ristrutturata dal punto di vista del controllo societario.

L'operazione di *debt-for-equity-swap* infatti può comportare il passaggio del controllo societario in mano alle banche (*supra*, par. 1), dando vita ad una fattispecie di controllo interno ex art. 2359, comma 1, n. 1-2, c.c. Da esso può, conseguentemente, essere configurata un'attività di direzione e coordinamento sulla base della presunzione relativa prevista dall'art. 2497-sexies, c.c. e la correlata responsabilità di cui all'art. 2497, c.c. (*infra*, cap. 4)¹¹⁸.

5.1. Il controllo interno ex art. 2359, comma 1, n.1-2, c.c.

Innanzitutto – prima di andare ad analizzare specificamente il controllo di tipo “interno” – è opportuno comprendere cosa significa “controllo”.

Una società si considera “controllata” ove si trovi sotto l'influenza dominante di un'altra società, la quale è in grado di indirizzare la gestione nel modo che essa predilige¹¹⁹.

Il concetto di influenza dominante rappresenta l'aspetto di collegamento e di definizione di tutte le ipotesi di controllo previste dall'art. 2359, c.c.¹²⁰.

Secondo la dottrina maggioritaria, le società controllanti e controllate devono essere società di capitali, anche non azionarie¹²¹.

Trattate le essenziali caratteristiche del controllo societario passiamo adesso ad approfondire la fattispecie di controllo interno.

L'art. 2359, comma 1, n. 1-2, c.c. definisce due tipi di controllo interno:

- (i) il controllo interno di diritto (n.1);

¹¹⁸ In tal senso, tra i tanti contributi, si veda L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, in *RDS*, 2010, n. 2, pp. 414 ss., part. p. 420, ove l'a. prevede che anche le creditrici possono entrare nella gestione delle imprese finanziate in crisi con tecniche di tipo “interno”, come la conversione del proprio credito in capitale di rischio. L'a. continua affermando che al ricorrere di tali operazioni, l'applicazione della responsabilità di cui all'art. 2497, c.c., della banca risulta semplificata dalla presunzione di esercizio di un'attività di direzione e coordinamento fondata sul controllo interno (art. 2359, comma 1, n. 1-2, c.c.) ex art. 2497-sexies, c.c. Della stessa opinione A. VISCUSI, *I profili di responsabilità della banca nella concessione del credito*, Milano, 2004, p. 104.; M. MIOLA, *La banca tra concessione e interruzione del credito*, in *Attività bancaria e responsabilità. Atti del Convegno di Avellino*, 2004, pp. 218, 230; S. BONFATTI, *La responsabilità civile della banca locale nell'erogazione del credito alle imprese di rete*, in *La crisi delle imprese nelle reti e nei gruppi* (a cura di CAFAGGI-GALLETTI), Padova, 2005, pp. 137, 140 ss.

¹¹⁹ Cfr. G. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 2, *Diritto delle società*, Torino, 2009, p. 292; F.DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2005, p. 563.

¹²⁰ In tal senso M. NOTARI – L. BERTONE, *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società* (a cura di MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), sub. 2359, Milano, 2006, pp. 668 ss., ove gli autori considerano la presenza dell'influenza dominante quando una società ha il potere di far valere la sua volontà nei confronti di un'altra, ad esempio attraverso la nomina degli amministratori.

¹²¹ Così A. PAVONE LA ROSA, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da COLOMBO – PORTALE), Torino, 2006, p. 589.

- (ii) il controllo interno di fatto (n. 2).

Il primo tipo si realizza quando una società «dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria». La disponibilità dei voti è un concetto non legato strettamente con la titolarità delle partecipazioni¹²². Si precisa però che la disponibilità del diritto di voto debba essere conforme ad un interesse proprio e non altrui, in virtù del comma 2, secondo il quale si esclude dal computo i voti spettanti per conto di terzi. Sono del tutto prive di rilevanza in tale ambito le azioni di risparmio e le azioni prive del diritto di voto¹²³.

In presenza di un quorum costitutivo più elevato della maggioranza assoluta dei voti nell'assemblea ordinaria in prima convocazione, si riteneva che il controllo di diritto interno si configurasse ove il socio disponesse di un numero dei voti pari al quorum previsto¹²⁴. Oggi, invece, tenendo conto della novellazione ad opera del D. Lgs. 9.4.1991, n. 127, tale orientamento deve essere superato, in quanto la norma si riferisce alla maggioranza dei voti esercitati a prescindere dai quorum stabiliti dallo statuto¹²⁵. Si interpreta quindi la norma come disposizione imperativa; l'interpretazione secondo la quale il controllo si debba configurare solo nell'ipotesi in cui il socio raggiunga il quorum costitutivo previsto dallo statuto nella prima convocazione assembleare sarebbe pienamente in contrasto con la *ratio* del dettato normativo¹²⁶.

La dottrina più rigorosa sostiene inoltre che il controllo interno di diritto sia qualificabile quando la disponibilità della maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria abbia ad oggetto tutte le deliberazioni di tale assemblea e a condizione che alla maggioranza suddetta sia attribuito il potere di disporre di tutte le deliberazioni medesime¹²⁷.

¹²² A. PAVONE LA ROSA, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da COLOMBO – PORTALE), op. cit., p. 585. P. DAL SOGLIO, *sub. art. 2359*, in *Commentario breve al diritto delle società* (a cura di A. MAFFEI ALBERTI), II ed., Padova, 2011, p. 433, afferma che il controllo interno di diritto può aversi anche «nei casi di pegno e di usufrutto, purché di durata sufficiente ad assicurare una stabile influenza e sempre che non si deroghi all'art. 2352 in tema di attribuzione del diritto di voto».

¹²³ M. NOTARI – L. BERTONE, *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società* (a cura di MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), *sub. art. 2359*, op. cit., p. 669.

¹²⁴ R. NOBILI – M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975, p. 150.

¹²⁵ In tal senso G. FRE' – G. SBISA', *Sub. art. 2359*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, I, 1997, pp. 470 ss. Gli autori prevedono che chi dispone del 50% più uno dei voti possa far andare l'assemblea deserta in prima convocazione, esercitando la sua maggioranza in seconda convocazione.

¹²⁶ G. FRE' – G. SBISA', *Sub. art. 2359*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, op. cit. p. 470.

¹²⁷ M. NOTARI – L. BERTONE, *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società* (a cura di MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), *sub. art. 2359*, op. cit., p. 672.

La seconda forma di controllo interno è il controllo interno di fatto, previsto all'art. 2359, comma 1, n. 2, c.c.

Secondo l'art. si definisce “controllo interno di fatto” la disponibilità dei voti sufficienti ad esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria.

Innanzitutto, il legislatore non ha precisato se si tratti di una presunzione assoluta o relativa, in altre parole se da una partecipazione qualificata si possa determinare un'influenza dominante senza che sia ammessa la prova contraria¹²⁸.

E' necessaria una certa “stabilità” dell'influenza dominante per ravvisare un controllo di questo tipo; essa dunque non può essere meramente occasionale¹²⁹.

In aggiunta, deve essere verificata in concreto sulla base di un suo potenziale esercizio¹³⁰ e non di un suo effettivo esercizio come invece accade nel caso di controllo contrattuale (*supra*, cap. 2, par. 3).

Per il controllo interno è sufficiente il potere di disporre dei voti necessari per la nomina degli amministratori, essendo irrilevante la assenza di tale potere per le altre delibere assembleari (approvazione bilancio, revoca amministratori, ecc...)¹³¹. Ritengo dunque che si possa configurare un controllo interno di fatto anche alla presenza di una conversione in strumenti finanziari partecipativi (*supra*, par. 2.2) o in azioni di categoria speciale (*supra*, par. 2.1), a condizione che essi prevedano l'attribuzione del diritto di voto nel nominare gli amministratori ai loro titolari.

Tuttavia, la natura potenziale del controllo non è sufficiente per la realizzazione di un'attività di direzione e coordinamento di cui all'art. 2497 c.c.; L'attività di direzione e coordinamento necessita di un effettivo esercizio del potere di conduzione e direzione da parte della controllante nei confronti della controllata¹³².

¹²⁸ M. LAMANDINI, *Sub. art. 2359*, in *Società di capitali. Commentario* (a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES), Napoli, 2004, p. 396, ove l'a. si riferisce all'influenza dominante di tutte le tipologie di controllo previste all'art. 2359 c.c.

¹²⁹ G. FRE' – G. SBISA', *Sub. art. 2359*, in *Commentario del codice civile Scialoja- Branca*, op. cit. p. 474, ove gli autori precisano che l'influenza dominante debba essere frutto non di una situazione contingente, ma della «conseguenza di posizioni giuridiche e di rapporti che abbiano un certo grado di stabilità».

¹³⁰ P. DAL SOGLIO, *sub. art. 2359*, in *Commentario breve al diritto delle società* (a cura di A. MAFFEI ALBERTI), op. cit., p. 434.

¹³¹ M. NOTARI – L. BERTONE, *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società* (a cura di MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), *sub. 2359*, op. cit., p. 716.

¹³² M. NOTARI – L. BERTONE, *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società* (a cura di MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), *sub. 2359*, op. cit., pp. 701 s.

Infine, si precisa che in entrambe le tipologie di controllo interno non ha alcun rilievo il potere di impedire con il voto contrario l'approvazione delle delibera assembleari¹³³

5.2. *Il controllo interno e l'attività di direzione e coordinamento*

L'attività di direzione e coordinamento si presume esercitata dalla società ove si ravvisi un controllo di cui all'art. 2359, c.c.. Tale presunzione è prevista dall'art. 2497-sexies, c.c. La norma ha la finalità di agevolare la identificazione di una fattispecie di gruppo e di provare quindi la volontà di realizzare un rapporto di dipendenza tra società, soprattutto nei casi in cui la fattispecie non sia espressa all'esterno, ma sia frutto di un comportamento concludente¹³⁴.

La presunzione può far quindi scattare una responsabilità ex art. 2497, c.c., per i soggetti controllanti nel caso in cui non gestiscano correttamente le controllate ed arrechino a queste ultime pregiudizio. Si comprende bene il perché della resistenza delle banche che convertono il loro credito in partecipazioni sociali di acquisire il controllo delle società finanziate e partecipate.

Tuttavia, la presunzione è relativa, poiché è ammessa la prova contraria del non esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, anche se è difficile porre in essere una solida prova che dimostri la mancanza di un esercizio in concreto di tale attività nel caso in cui si registri un controllo societario¹³⁵.

La direzione unitaria – accezione con cui veniva chiamata l'attività di direzione e coordinamento pre-riforma – costituisce un *quid pluris* rispetto al mero esercizio del controllo¹³⁶. Il tema della non equiparazione tra i concetti di controllo e attività di direzione e coordinamento è stato trattato anche dalla giurisprudenza, la quale ha confermato la differenza tra i due istituti affermando che «l'esistenza di un gruppo di imprese, pur se privo di soggettività giuridica e non coincidente con un centro di interessi autonomo rispetto alle società collegate» necessita della «prova di un accordo tra le varie entità, diretto a creare un'impresa unica, con direzione unitaria e patrimoni tutti destinati al

¹³³ M. NOTARI – L. BERTONE, *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società* (a cura di MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), *sub.* 2359, op. cit., p. 675.

¹³⁴ Così P. DAL SOGLIO, *sub.* art. 2497-sexies, in *Commentario breve al diritto delle società* (a cura di A. MAFFEI ALBERTI), op. cit., p. 1418..

¹³⁵ Secondo A. IRACE, *Sub.* art. 2497-sexies, in *La riforma delle società. Commentario* (a cura di SANDULLI – SANTORO), Torino, 2003, p. 348, la difficoltà sta nel provare un fatto negativo.

¹³⁶ A. PAVONE LA ROSA, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da COLOMBO – PORTALE), op. cit., pp. 581 ss.

conseguimento di una finalità comune e ulteriore»¹³⁷. La direzione è quindi nozione più ampia di quella del controllo.

Si sottolinea che l'attività di direzione e coordinamento non si configura con il mero compimento di un singolo atto, o di atti sporadici; il legislatore intende per "attività" una pluralità di atti rivolti ad un scopo¹³⁸.

Non bisogna però estremizzare il concetto, in quanto la direzione unitaria non significa totale eterodirezione delle singole imprese; essa deve infatti (i) rispettare il principio di esclusività del potere gestionale attribuito agli amministratori (art. 2380-bis, c.c.); (ii) conformarsi al principio di corretta gestione societaria ed imprenditoriale (art. 2497, comma 1, c.c.). Le società soggette a direzione unitaria sono dunque definite come società «a sovranità limitata»¹³⁹.

Analizzando più in dettaglio il confronto tra la direzione ed il coordinamento con il controllo societario di cui all'art. 2359, c.c., si esclude dunque che vi sia una equiparazione dei due concetti¹⁴⁰. In favore di questa tesi vi è l'apposizione della presunzione relativa che, altrimenti, non avrebbe avuto molto significato; lo stesso vale anche per la prova contraria.

Se, tuttavia, la presenza di un controllo interno di diritto non risulta difficile da attestare, ciò non vale per il controllo interno di fatto, ove bisognerà dimostrare la sussistenza di un'influenza dominante stabile e non occasionale (*supra*, par. 5.1).

In conclusione, pare possibile affermare che, di regola, la presenza di un controllo interno faccia scattare la fattispecie dell'attività di direzione e coordinamento, nonostante la non unitarietà dei concetti analizzati e ferma restando la possibilità di provare il contrario.

¹³⁷ Cass., 17.7.2007, n. 15879. La sentenza si riferisce alla disciplina antecedente alla riforma del 2003.

¹³⁸ In tal senso P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Rivista delle società*, 2007, pp. 317 ss, part. p. 321, il quale sostiene che «per attività di direzione e coordinamento deve intendersi l'esercizio di una pluralità sistematica e costante di atti di indirizzo idonei ad incidere sulle decisioni gestorie dell'impresa, cioè sulle scelte strategiche ed operative di carattere finanziario, industriale, commerciale che attengono alla conduzione degli affari sociali»; C. BRODASCA, *Sub. art. 2497-septies*, in *Codice commentato delle s.p.a.* (a cura di FAUCEGLIA – SCHIANO DI PEPE), Torino, 2007, p. 1671, ove l'a. afferma che «la sporadicità dell'ingerenza andrebbe rapportata anche al grado di importanza della stessa e dunque, al piano quantitativo dovrebbe essere affiancata in qualche modo anche una valutazione di tipo qualitativo».

¹³⁹ A. MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. e imp.*, 1986, p. 799.

¹⁴⁰ Tale equiparazione era stata prospettata in passato da D. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003.

6. Conclusioni

Nel corso del presente capitolo siamo giunti alle seguenti conclusioni:

a) *Sulle caratteristiche del debt-for-equity-swap:*

1. la conversione del credito in capitale di rischio può realizzare il trasferimento del controllo societario in capo ai creditori;
2. l'operazione è realizzata nei casi di grave crisi in cui un'impresa non può ulteriormente incrementare il suo indebitamento;
3. le banche possono conseguire i seguenti benefici: *upside opportunity*, maggior influenza sulla gestione societaria, più informazioni al fine di monitorare l'attività;
4. gli istituti previsti dalla legge che consentono tale operazione finanziaria sono: l'accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 182-bis, l. fall.), il piano di risanamento attestato (art. 67, comma 3, lett. d, l. fall.), il concordato preventivo (artt. 160 ss., l.fall.), il concordato nell'ambito della disciplina della ristrutturazione delle grandi imprese (art. 4-bis, legge n. 39/2004 Marzano);
5. l'assemblea straordinaria deve deliberare previamente l'aumento di capitale per l'emissione di nuove azioni;
6. le azioni devono essere sottoscritte dalle banche con esclusione del diritto di opzione dei soci, ovvero i soci devono impegnarsi a cedere il loro diritto ai creditori bancari;
7. le banche compensano i loro crediti con la sottoscrizione di azioni;
8. la conversione può anche avvenire indirettamente attraverso la costituzione di una società veicolo (*Newco*). In questo caso non c'è bisogno della deliberazione assembleare;
9. l'operazione di conversione viene compiuta nella prassi anche dagli investitori (*loan-to-own*), i quali, approfittando di certe condizioni di mercato, entrano nell'azionariato di società in difficoltà, ma aventi un buon *business*.

b) *Sulla conversione in azioni:*

1. i crediti possono essere convertiti in azioni ordinarie o in categorie speciali di azioni (art. 2348, comma 2, c.c.);
2. le categorie speciale di azioni si dividono in tipiche ed in atipiche;

3. all'autonomia statutaria è lasciata ampia autonomia nel determinare le caratteristiche delle "speciali" partecipazioni sociali;
4. vi sono dei limiti previsti dal legislatore: limiti di voto (art. 2351, c.c.), divieto di patto leonino (art. 2265, c.c.);
5. nella prassi oggi sono stipulati accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis, l. fall., che contengono un *debt-for-equity-swap* (analizzati i casi Gabetti Property Solutions S.p.A. e Risanamento S.p.A.);
6. abbiamo assistito anche alla stipulazione di prestiti "convertendi", caratterizzati dalla loro possibilità di essere soddisfatti alla scadenza mediante, appunto, la conversione dei crediti in capitale di rischio (analizzato il caso Fiat S.p.A.).

c) *Sulla conversione in strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni convertende:*

1. costituiscono un'alternativa alla conversione in azioni e sono detti strumenti di quasi-*equity*;
2. gli sfp possono comprendere sia diritti patrimoniali, sia diritti amministrativi;
3. gli sfp possono essere strutturati come strumenti di capitale di rischio o di capitale di debito;
4. gli sfp possono contenere il diritto di voto fuori dall'assemblea generale dei soci (artt. 2346, ultimo comma, c.c. e 2351, ultimo comma, c.c.);
5. gli sfp possono consentire di nominare un amministratore, un membro del consiglio di sorveglianza o un sindaco (art. 2351, ultimo, comma, c.c.);
6. le obbligazioni convertende, a differenza delle obbligazioni convertibili, permettono alla debitrice di poter estinguere il debito mediante la *datio in solutum* di azioni al creditore.

d) *Sulla partecipazione delle banche in imprese non finanziarie:*

1. può comportare il vantaggio di ridurre le asimmetrie informative tra i soggetti;
2. sistemi bancari in cui si predilige una spiccata partecipazione degli istituti di credito all'interno dell'azionariato societario sono la Germania e il Giappone;
3. le imprese più soggette ad essere partecipate saranno quelle aventi una buona opportunità di crescita;
4. in Italia, dai dati del 2006 si desume che le partecipazioni bancarie in imprese sono ancora contenute;

5. a partire dal 30 giugno 2012 saranno in vigore le “Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche”, ove al Titolo V, capitolo 4, sezione V, paragrafo 2, è contenuta la nuova disciplina per le partecipazioni bancarie in imprese in temporanea difficoltà finanziaria;
6. è prevista una esenzione da OPA obbligatoria per ragioni di salvataggio di imprese in crisi (artt. 106, comma 5, lett. a, TUF e 49, Regolamento Emittenti). L'esenzione è concessa con provvedimento dalla Consob.

e) *Sul debt-for-equity-swap nel Regno Unito:*

1. Tradizionalmente le banche inglesi avevano poche partecipazioni in imprese. A partire dagli anni Novanta il quadro si è modificato;
2. gli accordi informali tra banche ed imprese sono oggi favorite dal c.d. “*London Approach*”, il quale prevede la mediazione della Banca d’Inghilterra;
3. due procedure sono maggiormente utilizzate nella prassi per dar vita ad una conversione del credito: *scheme of arrangement*, *company voluntary arrangement* (CVA);
4. un caso famoso di *debt-for-equity-swap* ha riguardato la società di telecomunicazioni Marconi nel 2002.

f) *Sul debt-for-equity-swap in Germania:*

1. le banche renane sono caratterizzate da un’elevata partecipazione sociale in imprese;
2. il modello tedesco e giapponese viene definito “*insider system*”;
3. la conversione del credito può essere contenuta nel piano regolatore dell’insolvenza (*Insolvenzplan*);
4. dal 1° Marzo 2012 sono in vigore le nuove modifiche al codice fallimentare tedesco per favorire la ristrutturazione delle imprese in crisi;
5. un famoso caso di *debt-for-equity-swap* avvenuto in Germania ha riguardato la società *leader* nella produzione di energia solare in Europa Conergy alla fine del 2010.

g) *Sul controllo interno:*

1. la conversione dei crediti in azioni può dar vita ad un controllo interno ai sensi dell’art. 2359, comma 1, n. 1-2, c.c.;

2. perché vi sia un controllo occorre la presenza di un'influenza dominante;
3. esistono due tipi di controllo interno: di diritto e di fatto;
4. il controllo interno di diritto si ravvisa quando il socio dispone di un numero di azioni che gli permettono di avere la maggioranza di voto nell'assemblea ordinaria (art. 2359, comma 1, n. 1, c.c.);
5. il controllo interno di fatto si ravvisa quando il socio dispone di un numero di azioni che gli permette di esercitare un'influenza dominante in assemblea ordinaria (art. 2359, comma 1, n. 2, c.c.).

h) *Sull'attività di direzione e coordinamento derivante da un controllo interno:*

1. l'art. 2497-sexies, c.c. prevede una presunzione secondo la quale da un controllo ex art. 2359, c.c. deriva un'attività di gruppo;
2. la presunzione non è assoluta, ma relativa data la presenza della prova contraria;
3. l'attività di direzione e coordinamento non è equiparata all'attività di controllo, in quanto la prima necessita di un effettivo esercizio del potere di direzione e conduzione nei confronti delle società controllate;
4. la direzione unitaria costituisce un *quid pluris* del controllo societario.

CAPITOLO IV

LA RESPONSABILITÀ EX ART. 2497 C.C. DELLA BANCA CONTROLLANTE O FIANCHEGGIATRICE NEGLI ACCORDI STRAGIUDIZIALI “PROTETTI”

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il difetto di coordinamento fra diritto fallimentare e diritto societario. – 3. La responsabilità della banca per abuso di eterodirezione – 3.1. La responsabilità della banca controllante in un accordo stragiudiziale “protetto”. – 4. La responsabilità della banca per partecipazione al fatto lesivo – 4.1. La responsabilità della banca per partecipazione al fatto lesivo in un accordo stragiudiziale “protetto” – 5. La responsabilità della banca controllante: rilievi comparatistici. – 5.1. Gli Stati del Commonwealth. – 5.1.1. Dottrina e giurisprudenza in relazione al *case law*. – 5.2. Gli Stati Uniti (USA). – 5.2.1. *Instrumentality doctrine*. – 5.2.2. *Agency theory*. – 5.2.3. *Equitable subordination*. – 5.2.4. *Deepening insolvency liability*. – 6. Conclusioni.

1. Premessa

Nei capitoli precedenti abbiamo osservato delle tecniche contrattuali mediante le quali un creditore – in modo particolare una banca – può tutelare il suo interesse creditorio ed assumere il controllo e la gestione dell’impresa in difficoltà finanziarie.

Adesso è necessario occuparsi delle possibili conseguenze giuridiche che possono configurarsi nel caso in cui una banca eserciti sulla società finanziata un controllo e, conseguentemente, un’attività di direzione e coordinamento.

La banca controllante un’impresa debitrice per mezzo di una conversione del credito in azioni (dalla quale può derivare un controllo interno di cui all’art. 2359,

comma 1, n.1-2, c.c.) o di covenants particolarmente stringenti (dai quali può derivare un controllo contrattuale di cui all'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.) può essere soggetta alla fattispecie di cui agli artt. 2497 ss., c.c. (rispettivamente per i covenants v. *supra*, cap. 2, par. 3; per il *debt-for-equity-swap* v. *supra*, cap. 3, par. 5).

Il presente capitolo si concentrerà sul difetto di coordinamento fra diritto societario e diritto fallimentare esistente nelle ipotesi in cui i creditori forti realizzino delle operazioni astrattamente configurabili una responsabilità civile ex art. 2497 c.c., ma finalizzate al superamento di una situazione di difficoltà finanziaria attraverso un accordo stragiudiziale “protetto”.

Verranno studiati sia il caso della banca controllante e capogruppo ex art. 2497, comma 1, c.c. , che della banca partecipante al fatto lesivo della capogruppo ex art. 2497, comma 2, prima parte, c.c.

La tematica ha oggi un significativo interesse a fronte del momento di crisi che sta colpendo l'intera economia mondiale. In tale contesto le banche saranno sempre più coinvolte negli affari delle imprese debitorie, al fine di evitare la liquidazione di queste ultime e di risanare il loro indebitamento. Per questi obiettivi si utilizzeranno, presumibilmente, i nuovi istituti dell'accordo di ristrutturazione dei debiti e del piano di risanamento attestato, ai quali il legislatore ha collegato l'applicazione di un regime di favore.

Nella seconda parte del testo si percorrerà una breve analisi comparatistica per trarre un utile spunto dalla disciplina degli Stati del Commonwealth e dell'USA.

2. Il difetto di coordinamento tra diritto fallimentare e diritto societario

Innanzitutto, è interessante rilevare che la legge fallimentare prevede oggi l'esenzione dai reati di bancarotta preferenziale (art. 216, comma 3) e semplice (art. 217) per gli atti compiuti in esecuzione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-bis, di un concordato preventivo, ovvero di un piano di risanamento attestato ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d. (art. 217-bis, l. fall., introdotto dal D.L. n. 78/2010, convertito in legge n. 122/2010).

Una ulteriore protezione nei confronti delle operazioni realizzate in esecuzione di tali accordi consiste nella esenzione da revocatoria ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d-e, l. fall.

Dunque, il legislatore ha voluto espressamente esentare da responsabilità penale e dall'azione revocatoria gli atti compiuti in esecuzione di accordi stragiudiziali "protetti", ma non vi è una analoga normativa in materia di responsabilità civile. Non è stato introdotto nessun articolo per le ipotesi astrattamente costituenti un abuso di eterodirezione da parte dei creditori forti finalizzate al superamento di una crisi imprenditoriale¹.

Sebbene in astratto la legge non preveda un coordinamento fra la responsabilità civile e la disciplina degli accordi stragiudiziali "protetti", l'interprete del diritto non si deve fermare ad una mera lettura della normativa, ma ha il compito di desumere dal diritto medesimo ciò che la legge non dice.

Nei prossimi paragrafi cercheremo quindi di costruire quel coordinamento fra la riforma societaria e la riforma fallimentare, di cui il legislatore non si è occupato, necessario per colmare una lacuna così importante all'interno del nostro ordinamento. Vedremo che, nonostante il silenzio della legge, il diritto e il principio di coerenza dell'ordinamento giuridico impongono di estendere l'esenzione anche per gli atti compiuti in esecuzione di un accordo stragiudiziale "protetto" – attestato dal professionista – configuranti in astratto una responsabilità civile, in quanto atti leciti e meritevoli di tutela.

3. La responsabilità della banca per abuso di eterodirezione

Adesso, è opportuno descrivere i casi in cui la banca controllante e esercitante un'attività di direzione e coordinamento commetta degli abusi derivanti dall'esercizio di tale attività, al fine di comprendere quando la banca stessa possa essere soggetta ad una responsabilità per abuso di eterodirezione.

¹ Cfr. L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, in *RDS*, 2010, n. 2, pp. 414 ss., part. pp. 415-416; S. BONFATTI, *La promozione e la tutela delle procedure di composizione negoziale della crisi d'impresa nella riforma della legge fallimentare*, reperibile al sito www.judicium.it, 2005, n. 1, pp. 45 ss.; S. CENNERAZZO, *Azione di responsabilità per concessione abusiva del credito: gli spazi di legittimazione del curatore fallimentare dopo la sentenza delle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, n. 2, pp. 30 ss.

All'interno di una organizzazione di gruppo, sovente, si ravvisa un abuso derivante dalla concessione di credito ad una società del gruppo medesimo, la quale, a causa della sua grave crisi finanziaria, non è in grado di ricevere finanziamenti dal mercato al fine di risanare il suo indebitamento². In primo luogo, il riferimento è ai casi in cui la banca capogruppo coordina un finanziamento fra società sorelle. In tali casi, se la concessione di credito costituisce l'adempimento di una direttiva del gruppo, essa può senz'altro in astratto assoggettare la banca coordinatrice alla responsabilità per attività di direzione e coordinamento abusiva, ed il credito erogato potrebbe essere postergato in applicazione dell'art. 2497-quinquies c.c.³ Si potranno infatti registrare delle lesioni agli interessi dei creditori della finanziatrice, in quanto il credito viene postergato verso la società sorella, e lesioni anche nei confronti dei soci "esterni" della società mutuante ove il prestito infragruppo sia concesso a condizioni favorevoli, come del resto accade nella maggioranza dei casi⁴. Oltre a ciò, la banca capogruppo potrebbe essere considerata responsabile anche nei confronti dei soci e dei creditori della società finanziata, poiché l'operazione porterà ad un incremento del suo già critico livello di indebitamento.

Un'altra ipotesi configurante una responsabilità da attività di direzione e coordinamento potrebbe essere la concessione di un finanziamento diretto da parte della capogruppo bancaria⁵. Si è rilevato che la concessione di un prestito da parte della banca controllante ad una società controllata in crisi irreversibile possa rientrare sia nell'ambito dell'art. 2497-quinquies, c.c. che dell'art. 2497, comma 1, c.c.⁶ La

² Tale ipotesi è stata prevista nel sistema previgente alla riforma del diritto fallimentare e societario da A. PAVONE LA ROSA, *La responsabilità degli amministratori della controllante nella crisi del gruppo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 793 ss., ove l'a. prevede la soluzione di postergare il credito di gruppo, oggi prevista dall'art. 2497-quinquies, c.c. che rinvia alla applicazione dell'art. 2467, c.c. in materia di finanziamenti dei soci. Si sottolinea però che l'introduzione dell'art. 182-quater, comma 3, l. fall., deroga alla postergazione in relazione ai finanziamenti dei soci compiuti in esecuzione o in funzione di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di un concordato preventivo, fino a concorrenza dell'80%.

³ L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., p. 424.

⁴ L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., p. 425.

⁵ Il caso è stato previsto e valutato come abuso di direzione unitaria realizzato dalla controllante in concorso con i suoi amministratori nei confronti della controllata destinataria del finanziamento nella sentenza del Trib., Milano, 22 gennaio 2001, in *Fallimento*, pp. 1143 ss., con nota di G. M. ZAMPERETTI, *La responsabilità di amministratori e capogruppo per "abuso di direzione unitaria"*.

⁶ Giunge a tali conclusioni in materia di controllo contrattuale A. DE LUCA PICIONE, *Operazioni finanziarie nell'attività di direzione e coordinamento*, Milano, 2008, pp. 38 ss.

banca, mediante tale operazione finanziaria, cagionerà un danno sia ai creditori che ai soci della debitrice per l'aggravamento del dissesto.

Dunque, in sintesi, possiamo affermare che si possono configurare questi tipi di responsabilità nei casi di finanziamenti effettuati o coordinati da una banca che esercita il controllo abusivo sulle società controllate⁷.

In presenza di una crisi irreparabile il nostro ordinamento impone agli amministratori di limitare la loro attività gestoria cercando di non aggravare le perdite dell'impresa⁸; in aggiunta, la legge fallimentare incentiva l'imprenditore ad attivare tempestivamente una procedura concorsuale, poiché altrimenti in caso di fallimento potrebbe essere soggetto al reato di bancarotta semplice di cui all'art. 217, comma 1, n. 4, c.c. (*supra*, cap. 1, par. 2.3). La suddetta normativa vale anche per una corretta gestione del gruppo da parte della controllante nei confronti delle controllate⁹.

Fino ad ora abbiamo osservato la tematica del finanziamento infragruppo, ma la fattispecie dell'abuso dell'attività di direzione e coordinamento potrebbe registrarsi anche al di fuori di tali ipotesi. Pensiamo, ad esempio, alla iniqua ripartizione delle spese comuni, all'abbandono di affari profittevoli, alla sottrazione di *assets* di una società a vantaggio di un'altra, ai rapporti negoziali che trasferiscono utili e perdite fra società sorelle¹⁰. Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis e i piani di risanamento attestati ex art. 67, comma 3, lett. d, potrebbero includere tali operazioni in cui la banca sia deputata alla gestione ed al controllo della ristrutturazione. Quindi, sarà necessario capire nei prossimi paragrafi se la banca controllante e coordinatore del piano di risanamento e/o ristrutturazione possa essere soggetta a una

⁷ In tal senso L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., p. 425.

⁸ Così A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, op. cit., p. 518, ove l'a. sostiene che le norme poste a tutela del capitale comprimono la libertà gestoria degli amministratori in caso di perdite. Questi ultimi, infatti, in tali circostanze, devono cercare di recuperare tali perdite e gestire conservativamente l'impresa fino alla decisione assembleare sulle sorti della società.

⁹ In tal senso M. MAUGERI, *Finanziamenti anomali dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, p. 213, ove l'a. afferma che non può escludersi che le scelte di finanziamento dei soci integrino, all'interno di un gruppo, l'inosservanza dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale.

¹⁰ Gli esempi sono elencati da L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., p. 427.

responsabilità, nonostante la protezione offerta dagli istituti introdotti dalla riforma fallimentare.

3.1. *La responsabilità della banca controllante in un accordo stragiudiziale “protetto”*

Analizzati i casi in cui si può dar luce ad una responsabilità per abuso di eterodirezione della banca capogruppo, adesso, per risolvere la problematica del difetto di coordinamento precedentemente evidenziata (*supra*, par. 2), occorre verificare se e come la responsabilità suddetta possa trovare applicazione all'interno di un accordo stragiudiziale “protetto” la cui idoneità è stata attestata da un professionista. In questo contesto, la tutela degli interessi del gruppo societario deve essere valutata diversamente. Una gestione volta allo sfruttamento di risorse di alcune società in salute per salvarne dell'altre dall'insolvenza non può essere equiparata alla condotta secondo la quale il gruppo avvantaggi alcune controllate piuttosto che altre senza avere il fine di ristrutturare o risanare il gruppo medesimo¹¹.

Sia l'accordo di ristrutturazione dei debiti che il piano di risanamento attestato prevedono la redazione di una relazione del professionista avente le qualità previste dall'art. 67, comma 3, lett. d., l. fall., la quale deve attestare la attualità e la fattibilità del piano di salvataggio dell'impresa. L'esperto deve quindi assumersi la responsabilità, sia nel piano di risanamento attestato che nell'accordo di ristrutturazione, di garantire la realizzabilità e la idoneità del piano a superare la situazione di crisi, consentendo il pagamento integrale dei creditori che non si siano diversamente accordati con l'imprenditore¹². Gli effetti di tale attestazione sono definiti e non vengono meno in caso di esito negativo del piano¹³.

¹¹ Evidentemente, in un contesto di gruppo si può porre l'esigenza di conservare e preservare quei valori di rilievo generale che potrebbero essere messi in pericolo da un fallimento di una singola entità societaria appartenente al gruppo stesso. A tal fine sembra opportuno poter destinare le risorse allo scopo di salvare la società in crisi ed avere bisogno dei mezzi finanziari sufficienti per tornare ad essere in buone condizioni di salute. In questi termini si veda S. BONFATTI, *Soluzioni alternative alla crisi*, Sez. III, prgr. 8: *Composizione negoziale della crisi d'impresa e disciplina della responsabilità da attività di direzione e coordinamento di società*, reperibile al sito www.ordineavvocatitrani.it, ove l'a. prevede come possibili cause di una banca “coordinatrice” del gruppo e responsabile ex art. 2497, comma 1, c.c., l'ente bancario che converte il suo credito in capitale di rischio, menzionando il caso del gruppo Ferruzzi del 1993.

¹² *Linee-guida al finanziamento alle imprese in crisi*, op. cit., p. 13.

¹³ Nell'accordo ex art. 182-bis occorre anche l'omologazione *ex-ante* del tribunale.

Una valutazione positiva del professionista fa scattare il giudizio di meritevolezza degli atti compiuti in esecuzione del piano, giudizio che spiega i suoi effetti anche in caso di insuccesso e di fallimento¹⁴. Ciò che egli valuta in tale ambito sarà soltanto la corrispondenza delle scelte strategiche di salvataggio al fine della ristrutturazione dell'impresa in crisi; non dovranno essere condotte delle analisi circa il rispetto dei principi di corretta gestione imprenditoriale e societaria per non far configurare un abuso di eterodirezione¹⁵.

La soluzione concordata di una situazione di crisi infatti, a seguito della riforma fallimentare, risponde ad un preciso interesse tutelato dall'ordinamento. Perciò gli atti strumentali alla realizzazione di essa non possono costituire alcun tipo di responsabilità, sempre che il tentativo stragiudiziale sia idoneo a perseguire il proprio obiettivo¹⁶ e fermo restando che l'attestazione del professionista esaurisce la sua funzione nel momento in cui è resa¹⁷.

Questo principio si ricava dalla disciplina dell'esenzione da revocatoria fallimentare (art. 67, comma 3, lett. d-e, l. fall.) e da reati di bancarotta preferenziale di cui all'art. 216, comma 3, l. fall., e semplice di cui all'art. 217 l. fall. (art. 217-bis l. fall.).

Pertanto, per motivi di coerenza dell'ordinamento giuridico, è ragionevole ritenere che la stessa tutela sia estesa anche per la responsabilità civile, malgrado essa non abbia una specifica norma di riferimento. Ovviamente, l'esenzione dovrà essere utilizzata per finalità conformi ad una operazione di salvataggio di un'impresa in crisi¹⁸. Non può sussistere un abuso di eterodirezione in relazione ad atti ritenuti meritevoli di tutela dall'ordinamento giuridico. Non estendere la tutela sarebbe in

¹⁴ *Linee-guida al finanziamento alle imprese in crisi*, op. cit., p. 8.

¹⁵ Così L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., p. 428; S. BONFATTI, *Soluzioni alternative alla crisi*, Sez. III, op. cit., l'ove l'a. afferma che «tali piani non postulano alcun giudizio di “correttezza gestionale”».

¹⁶ L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., p. 430.

¹⁷ *Linee-guida al finanziamento alle imprese in crisi*, op. cit., p. 30.

¹⁸ *Linee-guida al finanziamento alle imprese in crisi*, op. cit., p. 13.

contrasto con la *ratio* della politica della riforma fallimentare ed introdurrebbe una incoerenza nell'ordinamento giuridico¹⁹.

La funzione delle norme che limitano l'attività di gestione degli amministratori a tutela dei creditori e la funzione delle norme in materia di revocatoria fallimentare impongono entrambe una gestione conservativa del patrimonio a rischio di insolvenza²⁰. Da ciò si può allora desumere che in tema di accordi stragiudiziali "protetti", ove gli atti sono esentati da revocatoria, possa essere estesa una tutela anche per la responsabilità degli amministratori, soggetti altrimenti alle relative azioni di responsabilità²¹. Allora, sulla base delle suddette considerazioni, potremmo applicare la copertura alle fattispecie concrete rientranti nell'art. 2497 c.c., trattandosi sempre, come per gli amministratori, di norme civilistiche relative alla corretta gestione dell'impresa.

È evidente che la riforma fallimentare abbia voluto privilegiare le soluzioni stragiudiziali protette e, quindi, gli atti strumentali ad esse, talché non si capisce come possa giustificarsi una responsabilità civile senza che vi sia una contraddizione con le esenzioni suddette.

La tesi della estensione della tutela alla responsabilità civile trova oggi un forte appoggio grazie all'introduzione dell'art. 217-bis l. fall. in materia di responsabilità penale. Già prima dell'entrata in vigore dell'articolo, si era sostenuto che, sulla base del principio di sussidiarietà, il reato di bancarotta preferenziale di cui all'art. 216, comma 3, l. fall. non doveva essere previsto ove si prevedeva una esenzione da revocatoria fallimentare²².

¹⁹ L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., p. 431, ove l'a. afferma che sarebbe piuttosto singolare prevedere una tutela dalla revocatoria e non invece da una responsabilità risarcitoria.

²⁰ Cfr. L. STANGHELLINI, *La nuova revocatoria fallimentare nel sistema di protezione dei diritti dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, pp. 69 ss.

²¹ Anche altri autori hanno sostenuto l'effetto protettivo del piano di risanamento attestato e dell'accordo di ristrutturazione dei debiti sulle azioni di responsabilità degli amministratori. In tal senso si vedano A. NIGRO, *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Soc.*, 2007, pp. 436 ss.; A. VICARI, *I finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 478 ss., part. pp. 501 ss.; F. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, pp. 1027 ss.

²² In tal senso F. GIUNTA, *Revocatoria e concordato preventivo: tutela penale*, in *Dir. prat. fall.*, 2006, 1, pp. 34 ss.

Tuttavia, come ho accennato in precedenza, l'attestazione del professionista è frutto di una valutazione *ex-ante*, la quale si esaurisce nel momento in cui si pone in essere; essa infatti non può “coprire” la banca a prescindere e per tutta l'esecuzione del piano di salvataggio²³.

La banca controllante e capogruppo non può non essere soggetta ad una responsabilità nel caso in cui conosceva l'insolvenza irreversibile della società debitrice ed aveva ottenuto l'attestazione dell'esperto sulla base di dati fraudolentemente falsificati²⁴. In tale ipotesi dovrebbe applicarsi il principio *fraus omnia corrumpit*.

Un'altra problematica concerne la fase dell'esecuzione. La prosecuzione di un piano non più idoneo al risanamento può essere fonte di responsabilità della società (oltre che degli amministratori) verso i terzi²⁵.

Una politica di riforma volta a promuovere le soluzioni stragiudiziali “protette” non deve indirizzare le banche ad un comportamento indolente e superficiale, perché forte di una piena ed incondizionata copertura da parte dell'ordinamento giuridico; altrimenti, in tali ipotesi, si produrrebbe l'effetto di creare degli ostacoli e non delle agevolazioni alle soluzioni concordate della crisi d'impresa.

La banca capogruppo coordinatrice della procedura di salvataggio dovrebbe monitorare con attenzione l'andamento del piano e le sue modificazioni durante il corso della fase esecutiva²⁶. Per valutare il piano ed ottimizzare il monitoraggio è consigliata la fissazione di obiettivi intermedi (*milestones*), i quali consentirebbero meglio di analizzare periodicamente l'idoneità dell'accordo e convenire i necessari aggiustamenti²⁷.

²³ *Linee-guida al finanziamento alle imprese in crisi*, op. cit., pp. 30 ss.

²⁴ In questi termini G. PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, p. 34.

²⁵ *Linee-guida al finanziamento alle imprese in crisi*, op. cit., p. 32., ove si consiglia un comportamento diligente e attento delle banche finanziatrici all'interno di una operazione di risanamento del debito societario.

²⁶ Cfr. M. BRUNO, *Gli accordi di salvataggio nella riforma del diritto fallimentare e la responsabilità per concessione abusiva del credito*, in *Dir. fall.*, 2010, pp. 258, 280; *Linee-guida al finanziamento alle imprese in crisi*, op. cit., p. 31, ove si afferma che «il monitoraggio sull'andamento del piano è rimesso, in prima istanza, all'impresa stessa, e dunque al suo organo amministrativo».

²⁷ In tal senso *Linee-guida al finanziamento alle imprese in crisi*, op. cit., p. 23, in cui si ritiene che «tali “milestones”, confrontate con i risultati raggiunti, costituiranno la base per una verifica periodica sull'andamento del piano, facilitandone il monitoraggio e consentendo, ove necessario, tempestivi aggiustamenti».

La decisione di continuare l'attuazione di un piano ormai divenuto inidoneo a perseguire il proprio scopo potrebbe, a mio avviso, configurare la fattispecie dell'art. 2497, comma 1, c.c. perché in questo modo si otterrebbe dolosamente solo un aggravamento del dissesto, essendo più diligente e conforme alla tutela dei creditori sociali del debitore optare per una procedura concorsuale²⁸.

D'altro canto, non per forza il tentativo stragiudiziale deve avere un esito positivo; secondo chi scrive, infatti, non potrà essere prevista una responsabilità nel caso in cui la banca capogruppo – attivati gli opportuni monitoraggi e le dovute azioni a salvaguardia del patrimonio netto della debitrice – porti avanti in buona fede un piano già avente ottenuto la “benedizione” di un professionista (e di un giudice civile in un accordo ex art. 182-bis).

In sintesi, ritengo che l'attestazione del professionista certifichi la meritevolezza e la liceità degli atti compiuti per la realizzazione di un accordo stragiudiziale “protetto”, fermo restando che la sua efficacia si esaurisce nel momento in cui è resa. Per motivi di coerenza normativa l'esenzione deve essere applicata anche alle fattispecie configuranti una responsabilità civile, a meno che la banca controllante adotti condotte dolose o colpose mediante le quali persegua un risultato equiparabile ad un “miraggio nel deserto”. Tale interpretazione è conforme alla volontà del legislatore di spingere sia debitori che creditori a comportamenti virtuosi per reprimere situazioni di difficoltà finanziarie. Le banche, in qualità di finanziatori per eccellenza delle società, avranno delle significative agevolazioni ad intraprendere una soluzione concordata, non avendo paura di incorrere in scomode sanzioni ove adottino comportamenti diligenti, corretti e secondo il principio di buona fede.

²⁸ Allo stesso modo si vedano L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., p. 432, ove l'a. sottolinea che anche l'art. 2497, c.c. prevede espressamente che l'aggravamento della crisi costituisca una responsabilità civile; L. BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi: ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007, pp. 360 ss., part. p. 366, ove tratta della tematica del dovere degli organi sociali di adottare un comportamento diligente dinanzi ad una situazione di crisi imprenditoriale.

4. La responsabilità della banca per partecipazione al fatto lesivo

Analizzata la fattispecie della banca capogruppo soggetta alla responsabilità per abuso dell'attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497, comma 1, c.c., adesso è opportuno anche studiare i casi in cui la banca non abbia il controllo della società debitrice, ma possa essere comunque soggetta ad una responsabilità per aver fornito «un apporto o contributo causale alla produzione del danno, in fase di elaborazione o attuazione dell'attività di direzione e coordinamento pregiudizievole»²⁹ ai sensi dell'art. 2497, comma 2, prima parte, c.c.³⁰

Nel caso in cui la banca pattuisca con il gruppo societario dei covenants (*supra*, cap. 2), tali pattuizioni comunque potrebbero far partecipare il finanziatore al fatto lesivo e costituire quindi la suddetta responsabilità. L'ipotesi della responsabilità della banca “fiancheggiatrice”, secondo una tesi dominante, non può essere circoscritta agli appartenenti interni al gruppo³¹. D'altro canto, si potrebbe correre il rischio di inibire qualsiasi tentativo di salvataggio³². Ovviamente, se tali pattuizioni contrattuali sono identificate come “particolari vincoli contrattuali” non si configurerà questo tipo di responsabilità, ma una responsabilità ex art. 2497, comma 1, c.c.

Ad avviso di chi scrive, potrebbe essere ritenuta fiancheggiatrice anche la banca che converta una parte di crediti in capitale di rischio grazie ad una operazione di *debt-for-equity-swap* (*supra*, cap. 3), dalla quale non acquisisca una partecipazione sufficiente per controllare il gruppo, ma idonea a far scattare l'art. 2497, comma 2, prima parte, c.c.

²⁹ Così V. CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 1 ss., part. p. 58.

³⁰ Mi sono volutamente limitato a trattare la prima parte dell'art. 2497, comma 2, c.c., poiché in questa sede ho dato rilevanza soltanto ad i comportamenti attivi e non passivi della banca finanziatrice. L'art. 2497, comma 2, ultima parte, c.c., fa riferimento alla banca che consapevolmente a tratto vantaggio dall'abuso di eterodirezione prodotto dalla controllante; in tali casi la banca viene detta “parassita”. Si vedano al riguardo S. BONFATTI, *Soluzioni alternative alla crisi*, Sez. III, op. cit.; L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., pp. 439 ss.

³¹ Si veda G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, op. cit., p. 617.

³² In tal senso A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, op. cit., p. 540; V. CARIELLO, *Sub. art. 2497 c.c.*, in *Commentario* (a cura di NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES), Napoli, 2004, pp. 1868 ss.

Il concorso della banca all'abuso di eterodirezione della capogruppo può derivare da una concessione finanziaria ad un piano per il superamento della crisi di gruppo, coordinato da una gestione contraria ai principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale³³.

La banca fiancheggiatrice potrebbe essere responsabile per aver partecipato a causare, mediante il piano di risanamento, un incremento dell'indebitamento delle società del gruppo in buone condizioni economico-finanziarie; pensiamo, ad esempio alla controllante che abbia fatto contrarre ad esse prestiti ingenti da riversare favorevolmente alle sorelle in difficoltà³⁴.

Ancora, rientra nella fattispecie il finanziamento erogato dalla banca nei confronti di una società in crisi irreversibile, oggetto sempre di un piano predisposto dalla dominante. Abbiamo infatti già analizzato che la continuazione del piano per il salvataggio di un'impresa ormai "condannata a morte" comporti una responsabilità da abuso di attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497, comma 1, c.c. per la capogruppo e, conseguentemente, una responsabilità concorrente per la banca fiancheggiatrice, poiché a causa di una simile operazione si recherà pregiudizio ai creditori sociali ed ai soci delle altre società della *holding*.

La banca si qualificherebbe come partecipante al fatto lesivo quando essa si limiti a compiere atti occasionali che incidano periodicamente sulle decisioni societarie³⁵. A norma dell'art. 2359 c.c. infatti, perché si ravvisi un controllo – di qualunque tipo esso sia – deve essere posta in essere un'influenza dominante stabile e duratura. Da ciò consegue che ove la banca indirizzi soltanto con singoli e specifici atti la *corporate governance* del gruppo, non si possa configurare né un controllo, né una

³³ Come in concreto è accaduto nel caso Italgrani menzionato da S. BONFATI, *La promozione e la tutela delle procedure di composizione negoziale della crisi d'impresa nella riforma della legge fallimentare*, reperibile al sito http://judicium.it/news/ins_23_05_05/Bonfatti,%20comm.%20e%20fall.html.

³⁴ Cfr. L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., p. 434.

³⁵ Cfr. P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, op. cit., p. 321, il quale sostiene che deve intendersi per attività di direzione unitaria l'esercizio di una pluralità sistematica e costante di atti idonei ad incidere sulle politiche gestionali del gruppo; L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., pp. 434 s., prospetta che tale responsabilità possa essere prevista in capo all'*advisor*, purché si provi che abbia realizzato una condotta tale da aver contribuito alla produzione del danno in fase di elaborazione dell'attività di direzione e coordinamento pregiudizievole.

direzione unitaria, ma si ritenga possibile la configurazione della fattispecie di partecipazione al fatto lesivo.

Infine, si descrive un ultimo particolare caso in cui si registra un responsabilità di cui all'art. 2497, comma 2, prima parte, c.c.

E' il caso in cui un creditore forte nomina – perché divenuto socio di controllo del gruppo mediante una conversione del credito in azioni o avente un influenza significativa attraverso restrittivi covenants, ovvero mediante degli strumenti finanziari partecipativi – gli amministratori di sua fiducia all'interno dell'organo amministrativo³⁶. In tali ipotesi non si registra sempre una eterodirezione, poiché vi sono situazioni ove l'abuso è compiuto dagli amministratori. Questi ultimi sono titolari infatti di una certa discrezionalità manageriale (*management discretion*) che permette ad essi di assumere decisioni senza limitarsi ad eseguire le istruzioni del soggetto che li ha nominati. Il finanziatore potrà comunque essere ritenuto concorrente al fatto lesivo compiuto dai suoi fiduciari per averne influenzato le decisioni, al fine di conseguire un vantaggio economico per la sua società a discapito delle controllate.

4.1. *La responsabilità della banca partecipante al fatto lesivo in un accordo stragiudiziale "protetto"*

Analizzata la natura ed i casi in cui si può configurare la responsabilità per partecipazione al fatto lesivo, adesso l'argomento trattato nel presente capitolo ci impone di soffermarci sul possibile coordinamento fra l'applicazione della responsabilità della banca ex art. 2497, comma 2, prima parte, c.c. e la disciplina di favore per la partecipazione al tentativo stragiudiziale "protetto"³⁷.

In primo luogo, ove il piano si attestato dal professionista gli atti compiuti in esecuzione dello stesso sono meritevoli di tutela e dunque non possono essere soggetti ad una responsabilità da abuso di eterodirezione. Quando non si registra una responsabilità da attività di direzione e coordinamento, conseguentemente, non si

³⁶ Prevede tale ipotesi rifacendosi alla giurisprudenza straniera L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., pp. 435.

³⁷ Le tutele ai finanziatori bancari che il nostro legislatore ha previsto con la riforma del 2005 sono evidenziate da M. ARATO, *La responsabilità della banca nelle crisi d'impresa*, op. cit., p. 254; A. NIGRO, *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Società*, 2007, n. 4, pp. 437 ss. part. pp. 439 ss.

ravvisa neanche una responsabilità per partecipazione al fatto lesivo. Dal secondo comma dell'art. 2497 c.c. si desume uno stretto legame di subordinazione e specialità con la normativa contenuta al primo comma, dunque non pare coerente prevedere una liceità degli atti configuranti astrattamente una responsabilità da attività di direzione e coordinamento ed, invece, l'applicazione di una sanzione per la correlata responsabilità concorrente alla prima. In altre parole, non può essere previsto un concorso all'attività di direzione e coordinamento scorretta se quest'ultima è attestata positivamente dalla relazione del professionista (e omologata dal tribunale in un accordo di ristrutturazione dei debiti)³⁸.

Non sembra coerente ritenere inoltre che la banca sia soggetta a detta responsabilità concorrente per non aver osservato, secondo la diligenza del buon banchiere (*bonus argentarius*), la irrealizzabilità di un piano – approvato dall'esperto – contenente l'atto dal quale derivi l'applicazione della sanzione civile³⁹. La protezione di cui è fornito un accordo stragiudiziale “protetto”, a mio avviso, non può far scattare una responsabilità colposa per la banca partecipante al tentativo di superamento della crisi se quest'ultimo riceve la “benedizione” del professionista, a prescindere dal suo risultato finale. Altrimenti, cadrebbe il senso dell'istituto stragiudiziale previsto dalla riforma 2005 di tutelare i creditori verso una politica non per forza liquidatoria del debitore.

La tesi esposta sembra coerente con una adeguata applicazione della disposizione di cui all'art. 2497, comma 2, prima parte, l. fall., in quanto essa sia potenzialmente molto ampia.

Tuttavia, la relazione dell'esperto, come abbiamo già detto, non tutela imprescindibilmente tutte le condotte della banca partecipante al fatto lesivo perché essa si esaurisce nel momento in cui è resa; il professionista attesta la fattibilità, l'attuabilità e la idoneità del piano al salvataggio della impresa in crisi (o nell'accordo ex art. 182-bis all'integrale pagamento dei creditori estranei), ma non per questo esenta da ogni tipo di responsabilità la banca.

³⁸ Dello stesso parere L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., p. 437.

³⁹ L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., p. 438.

Pare necessaria una assenza di tutela nei casi in cui si ravvisi un comportamento doloso della banca. In queste ipotesi non si darebbe alla luce una fattispecie di tentativo stragiudiziale di salvataggio, ma un finanziamento obliquo idoneo ad essere soggetto alla relativa forma di responsabilità⁴⁰.

La banca, infatti, può essere sanzionata se conosce fin dall'inizio la irreversibilità dell'insolvenza della società finanziata; se il creditore sa dell'inidoneità del piano al risanamento, «il fatto che esso sia stato ritenuto idoneo dall'esperto non pone il creditore al riparo da ogni responsabilità: gli strumenti previsti dalla nuova legge servono a creare affidamento, non a coprire la frode»⁴¹.

Inoltre, si afferma che la banca può essere ritenuta responsabile per partecipazione al fatto lesivo ex art. 2497, comma 2, prima parte, c.c. se viene a conoscenza della sopravvenuta irrealizzabilità del piano durante la sua esecuzione; anche tale situazione corrisponde ad una condotta dolosa. In questa sede valgono le stesse considerazioni fatte precedentemente in materia di esenzione da revocatoria (*supra*, par. 3.1); essendosi modificati in modo significativo i presupposti su cui trovava fondamento l'attestazione del professionista circa l'idoneità del piano, gli atti non possono più essere considerati meritevoli di tutela.

Non ritengo invece sia corretto assoggettare la banca alla suddetta responsabilità per non aver potuto rilevare una sopravvenuta inattuabilità dell'accordo mediante un comportamento conforme alla diligenza del *bonus argentarius*, poiché essa non pone in essere una condotta dolosa ma colposa (*culpa in vigilando*), la quale troverebbe, a mio avviso, tutela dalla protezione offerta dall'accordo stragiudiziale; non è il creditore finanziatore e partecipante al piano, bensì l'imprenditore o la banca controllante (*supra*, par. 3.1) ad essere tenuto a monitorare con attenzione il piano medesimo durante il corso della sua esecuzione. Attribuire anche un onere di costante monitoraggio al mero creditore ritengo sia

⁴⁰ In tal senso L. STANGHELLINI, Il credito "irresponsabile" alle imprese e ai privati: profili generali e tecniche di tutela, op. cit., p. 404; M. ARATO, *La responsabilità della banca nelle crisi d'impresa*, op. cit., anche se l'a. prevede una responsabilità della banca per colpa fuori dalla protezione offerta dagli istituti introdotti dal D.L. n. 35/2005. *Contra*, D. GALLETTI, *La ripartizione del rischio d'insolvenza*, op. cit., pp. 437 ss., ove l'a. prevede una responsabilità della banca finanziatrice per dolo e per colpa anche all'interno delle procedure negoziali "protette".

⁴¹ *Linee-guida al finanziamento alle imprese in crisi*, op. cit., p. 27. Anche l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti non esenta da ogni responsabilità in caso di dolo come prima precisato.

eccessivo ed in contrasto con la volontà del legislatore della riforma⁴². Assoggettare la banca partecipante ma non capogruppo ad un obbligo di controllo durante l'andamento dell'accordo grava la stessa ingiustificatamente di un dovere di vigilanza esasperato.

5. La responsabilità della banca controllante: rilievi comparatistici

Trattata la tematica della fattispecie di abuso di eterodirezione e della partecipazione al fatto lesivo, rispettivamente previste all'art. 2497, comma 1, c.c. e 2497, comma 2, prima parte, c.c., adesso propongo una riflessione di come e quando certi ordinamenti giuridici stranieri sanzionino il creditore forte (ad esempio la banca) che assume il controllo ed il governo della società debitrice, abusando dei poteri ad esso attribuiti.

Si sottolinea inoltre l'attualità della problematica a fronte della crisi economico-finanziaria che ha colpito e colpisce ancora oggi tutto il mondo; in tale ambito le banche sono sempre più profondamente coinvolte negli affari delle imprese in difficoltà, al fine di tentare un loro salvataggio o, quantomeno, ridurre le perdite derivanti da un situazione di insolvenza.

Come abbiamo visto, sovente le banche decidono di entrare all'interno della *corporate governance* delle imprese per tutelare direttamente i loro interessi, adottando degli strumenti contrattuali – i *covenants* all'interno dei contratti di finanziamento (*supra*, cap. 2) o le operazioni di *debt-for-equity-swap* (*supra*, cap. 3) – mediante i quali trasferiscono il controllo societario in capo a loro stessi.

Tuttavia, un loro diretto coinvolgimento all'interno delle politiche gestionali della società può comportare il pericolo di incorrere in responsabilità.

L'analisi della dottrina e dei casi giurisprudenziali stranieri relativi a situazioni appena descritte può fornire una visione a 360° gradi ed essere di significativa utilità

⁴² In senso contrario G. PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, op. cit., p. 38; S. FORTUNATO, *La concessione abusiva di credito dopo la riforma delle procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2009, pp. 65, 68; L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, op. cit., pp. 437-38. Questi autori sostengono la presenza di un costante obbligo di monitoraggio sull'esecuzione del piano da parte del finanziatore.

per aiutarci a capire quando sia opportuno applicare la disciplina di cui all'art. 2497 c.c.⁴³

5.1. *Gli Stati del Commonwealth*

Negli Stati del Commonwealth la banca che si insedia all'interno delle gestione della società finanziata, ove essa commetta un abuso dei suoi poteri, viene sanzionata applicando una definizione allargata di "amministratore" (*director*)⁴⁴.

Sono due gli istituti che possono configurarsi in capo alla finanziatrice bancaria:

- (i) *de facto directorship*;
- (ii) *shadow directorship*⁴⁵.

Un soggetto è identificato come amministratore di fatto (*de facto director*) soltanto quando compie le funzioni proprie dell'amministratore di diritto⁴⁶.

L'istituto dell'amministratore-ombra (*shadow director*) si configura invece quando la banca finanziatrice o il creditore controllante detta le direttive da seguire nei confronti di esistenti amministratori di diritto o di fatto; in tali casi deve essere

⁴³ In questa sede ho volutamente deciso di non approfondire le discipline ormai consolidate sull'amministratore di fatto e sulla concessione abusiva del credito.

⁴⁴ L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, in RDS, 2011, n. 2, pp. 494 ss., part. p. 501. L'a. informa alla nota n. 40 che in UK, *Companies Act*, 2006, pp. 250 ss., per "director" si include ogni persona che occupa la posizione di amministratore, in qualunque modo sia chiamata, mentre si definisce *shadow director* un individuo che impartisce direttive ed istruzioni agli amministratori. Tali definizioni sono previste analogamente anche in Australia alla s. 9 del *Corporation Act*, 2001; in Irlanda alla *Section 27(1)* del *Companies Act*, 1990; in Hong Kong al 168C della *Companies Ordinance*; in Nuova Zelanda al ss. 126 del *C.A.*, 1993. Inoltre, per l'*Insolvency Act* britannico del 1986 gli amministratori sono responsabili quando la società fallisce ed essi, nonostante fossero a conoscenza della irreversibilità dell'insolvenza, non hanno fatto niente per conservare il patrimonio netto dell'impresa e ridurre le perdite (c.d. *wrongful trading*, *supra*, cap. 1, par. 2.2).

⁴⁵ Prevede questi due tipi di figure applicate nei confronti della banca che finanzia in particolar modo società quotate o grandi società non quotate R. P. AUSTIN, *Hip-pocket injuries in workouts: Accessory liability for bankers and advisers*, in *Banking & Financial Services Law Association 23RD ANNUAL BANKING & FINANCIAL SERVICES LAW & PRACTICE CONFERENCE*, Surfers Paradise Marriott Resort, Friday 11 & Saturday 12 August 2006, reperibile al sito http://www.lawlink.nsw.gov.au/lawlink/Supreme_Court/ll_sc.nsf/pages/SCO_austin110806, ove l'a. approfondisce soprattutto la giurisprudenza e la dottrina australiana.

⁴⁶ Secondo *Secretary of State for Trade and Industry v Tjolle* [1998] BCC 282, infatti, la *de facto directorship* si configura quando il soggetto ad esempio: (i) utilizza il titolo di amministratore; (ii) quando ha le informazioni proprie di un amministratore; (iii) quando prende decisioni importanti all'interno della società.

provato che questi ultimi assumano le decisioni non in base ad una loro autonoma discrezione (*management discretion*), bensì rispettando gli indirizzi del finanziatore⁴⁷. L'amministratore-ombra, dunque, non è titolare propriamente delle funzioni gestorie del consiglio di amministrazione, ma abusa della sua influenza, ad esempio derivante da un rapporto di credito, per assoggettare gli amministratori ai suoi interessi.

L'istituto dello *shadow director* ha potenzialmente dei limiti applicativi più ampi rispetto al *de facto director*, i cui confini risultano ristretti ed angusti e pertanto idonei a contenere soltanto l'ipotesi in cui l'individuo abbia una ingerenza "patologica" all'interno della gestione societaria⁴⁸. La figura dell'amministratore-ombra permette di coprire e sanzionare quelle fattispecie concrete aventi forme di ingerenza più sfuggenti e nascoste rispetto alla definizione di amministratore di fatto in senso stretto⁴⁹.

Le situazioni più comuni in cui la banca possa essere soggetta alla disciplina applicabile in materia di *shadow director* o *de facto director* si registrano quando il debitore finanziato si trova in una condizione di crisi importante e si ricorra a dei piani di salvataggio informali (*informal workout agreements*), al fine di superare la condizione di difficoltà dal lato della impresa finanziata, e tutelare l'interesse creditorio dal lato dei finanziatori⁵⁰.

5.1.1. Dottrina e giurisprudenza in relazione al *case law*

La problematica relativa alla configurazione in capo alla banca della responsabilità per *shadow directorship* ha suscitato un rilevante interesse nella dottrina dei Paesi di *common law*⁵¹.

⁴⁷ Crf. M. D. HOBSON, *The law of shadow directorship*, in *Bond L. Rev.*, 1998, vol. 10, Issue n. 2, pp. 184 ss., part. p. 212, ove nelle conclusioni l'a. afferma che «*shadow director may be described as a person with whose directions or instructions the directors of the body are accustomed to act*». Tuttavia, egli precisa che non tutti i casi in cui un terzo consiglia degli indirizzi da seguire agli amministratori si registra la figura dell'amministratore-ombra.

⁴⁸ In tal senso N. ABRIANI, *Gli amministratori di fatto nelle società di capitali*, Milano, 1998, p. 142.

⁴⁹ L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, op. cit., p. 503.

⁵⁰ Per esempi di piani di salvataggio informali tra impresa debitrice e banche si veda J. DUSTAN – J. WARDE, *Issues for bankers*, 2003, reperibile al sito: <http://www.allens.com.au/pubs/pdf/insol/cirljun03.pdf>

⁵¹ L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, op. cit., p. 503.

La giurisprudenza in materia non è però riuscita a dare un orientamento consolidato, ravvisandosi delle pronunce molto contrastanti⁵².

Nonostante una prima pronuncia della giurisprudenza inglese su una controversia della fine degli anni Ottanta⁵³, le sentenze recenti rilevano una certa cautela delle Corti a qualificare la banca come amministratore-ombra.

L'orientamento dominante prevede l'applicazione della responsabilità da *shadow director* nei casi in cui la banca condizioni le scelte di tutti gli amministratori⁵⁴.

Secondo un'altra opinione minoritaria, invece, tale orientamento sarebbe troppo restrittivo in quanto la banca potrebbe facilmente essere esente dalla responsabilità. Sulla base di questa motivazione parte della giurisprudenza ritiene che si registri una responsabilità della banca medesima tutte le volte in cui essa indirizzi le scelte gestionali della maggioranza degli amministratori⁵⁵.

Inoltre, è importante distinguere il legittimo esercizio dei diritti legali e contrattuali del debitore nei confronti dell'impresa finanziata dalla scorretta ingerenza nella società⁵⁶. Dalla giurisprudenza inglese si desume che la banca non è amministratore-ombra se agisce limitandosi a tutelare i suoi interessi; gli amministratori non si considerano usurpati dal loro potere se sono liberi di muoversi e di rifiutare gli indirizzi impartiti dai finanziatori⁵⁷.

⁵² Lo osserva M. D. HOBSON, *The law of shadow directorship*, op. cit., p. 207, ove l'a. conferma «*the unsettled nature of the law of shadow directorships. Despite the history of the definition, there has not been a definitive judicial pronouncement as to the ambit of the extended definition. Unfortunately, the courts have adopted a range of approaches resulting in confusion and uncertainty. Ultimately, it must be accepted that shadow directorship is a question to be determined on the facts of each case*».

⁵³ *Re a Company (No 005009 of 1987) ex p. Copp*, in *British Company Cases*, 1988, p. 424. In tale controversia il giudice Knox, pronunciandosi in relazione ad una domanda per la configurazione di una responsabilità della banca come *shadow director*, ha ritenuto di non poterla escludere affermando: «*it could not be said that the claim that the bank acted as shadow director was obviously unsustainable*». Il curatore aveva dimostrato che gli amministratori della società fallita avevano eseguito le direttive della banca. Tuttavia non si è formato un precedente, poiché successivamente il curatore ha modificato le sue domande. Cfr. N. ABRIANI, *Gli amministratori di fatto nelle società di capitali*, op. cit., p. 148.

⁵⁴ in *Kuwait Asia Bank EC v National Mutual Life Nominees Ltd*, 1990, in cui la banca ha ottenuto il 40% delle partecipazioni sociali ed ha nominato due membri su 5 del consiglio di amministrazione. In questo caso si è ritenuto che la banca non potesse essere identificata come amministratore-ombra perché non aveva influenzato tutti i membri. Cfr. R. P. AUSTIN, *Hip-pocket injuries in workouts: Accessory liability for bankers and advisers*, op. cit.

⁵⁵ Si veda ad esempio *Lord v. Sinai Securities Ltd*, 2004 EWHC 1764, ove si afferma il criterio della maggioranza degli amministratori (*consistent majority*).

⁵⁶ L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, op. cit., pp. 504-505.

⁵⁷ in *PTZFM Ltd. Re*, B.C.L.C., 1995, l'intervento degli amministratori della banca nelle riunioni della società è stato ritenuto giustificato, poiché il creditore aveva agito non per realizzare un'ingerenza

Se questo è vero, nonostante in teoria l'ambito applicativo della *shadow directorship* possa essere astrattamente molto vasto, in concreto i casi in cui essa si ravvisa sono contenuti, tanto da non preoccupare particolarmente le banche.

D'altro canto tale tesi non è unanime.

Si è rilevato che la banca intervenuta a tutela del suo interesse può anche convivere con una sua responsabilità da amministratore-ombra qualora si dimostri che gli amministratori abbiano agito in conformità alle direttive della suddetta⁵⁸.

Altri casi hanno fatto emergere la presenza di una influenza pregnante della banca nei confronti del debitore, esercitata attraverso contratti di finanziamento stipulati sì per la concessione di nuova finanza all'impresa insolvente, ma configuranti ugualmente una ipotesi di *shadow directorship*⁵⁹.

Esiste comunque una esenzione per l'applicazione della disciplina dell'amministratore-ombra, prevista ove gli amministratori della società adottino decisioni sentiti i consigli di un terzo avente una certa capacità professionale⁶⁰. Infatti, i consigli (*advice*s), differentemente dalle direzioni e dalle istruzioni (*directions and instructions*), non sono vincolanti ma attribuiscono al soggetto che li riceve la facoltà di seguirli o adottare delle decisioni in piena autonomia⁶¹.

A mio avviso, se la società è in condizioni critiche e stipula un contratto di finanziamento con la banca al fine di uscire dalla crisi, i termini che tale contratto prevede non possono costituire meri consigli per l'impresa, ma sono direttive da seguire a prescindere dalla discrezione gestionale degli amministratori, altrimenti la

societaria, bensì per il suo risanamento; in *Tridos Bank v. Dobbs*, 2004 EWHC, la banca aveva appoggiato il piano finanziario della società a condizione però che un suo fiduciario fosse nominato *executive chairman*; il giudice ha definito legittima la richiesta della banca perché avente lo scopo di salvare l'impresa dall'insolvenza ed inoltre ha affermato che gli amministratori potevano scegliere di accettare o meno tale richiesta. Cfr. L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, op. cit., p. 505, Nota n. 52, in cui sono descritti altri casi giurisprudenziali ed articoli della dottrina a conferma di questa tesi.

⁵⁸ R. P. AUSTIN, *Hip-pocket injuries in workouts: Accessory liability for bankers and advisers*, op. cit.

⁵⁹ P. FIDLER, *Banks as shadow directors*, in *Journal of international banking law*, 1992, p. 15; R. P. AUSTIN, *Hip-pocket injuries in workouts: Accessory liability for bankers and advisers*, op. cit.

⁶⁰ Si veda s. 9 C.A. australiano, 2001, s. 126(4) C.A. neozelandese, 1993, il quale esenta dalla citata responsabilità la persona che agisca sulla base della propria capacità professionale, ricomprendendo anche i consigli (*advice*s) nei confronti degli amministratori; s. 251(2) C.A. UK, 2006, che direttamente prevede l'esenzione per il consiglio dato secondo la capacità professionali proprie del soggetto terzo. Cfr. L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, op. cit., p. 507, nota 61.

⁶¹ M. D. HOBSON, *The law of shadow directorship*, op. cit., p. 207.

compagine sarebbe condannata al fallimento. Dunque, tali termini posti in essere dalla banca ben potrebbero ricomprendersi all'interno della fattispecie trattata in questo paragrafo, in quanto non aventi il primario fine di salvare la società o comunque aventi l'obiettivo anche di tutelare l'interesse creditorio in maniera alquanto abusiva.

Tuttavia, sembra opportuno garantire anche alle banche l'esenzione da responsabilità prevista nei confronti degli amministratori che tentano di salvare l'impresa mediante un piano di salvataggio con i creditori, a condizione che la crisi non sia già divenuta irreversibile⁶².

Da ciò le Corti sono state molto attente a stabilire lo stato di insolvenza necessario a far scattare la responsabilità per *wrongful trading*; in concreto deve essere dimostrata la incapacità vera e propria di adempiere alle proprie obbligazioni secondo un test basato sui flussi di cassa (*cash flow test*)⁶³.

5.2. Gli Stati Uniti (USA)

La stipulazione di un contratto di finanziamento ricco di particolari e stringenti vincoli contrattuali definiti "covenants" (*supra*, cap. 2) è molto diffusa negli Stati Uniti – Paese in cui tali strumenti contrattuali sono nati – e può comportare per il creditore una responsabilità derivante dal controllo che egli realizza nei confronti del debitore⁶⁴.

La responsabilità del finanziatore ha acquisito rilevanza a partire dagli anni Ottanta⁶⁵, nonostante i pochi casi in cui essa fu riscontrata⁶⁶.

⁶² In tal senso si veda nella dottrina italiana F. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato d'insolvenza*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, pp. 1027 ss.

⁶³ L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, op. cit., p. 508.

⁶⁴ Abbiamo già osservato nel corso del capitolo 2 come i covenants possano costituire un controllo molto stringente ad opera del creditore nei confronti dell'impresa finanziata. Da esso può nascere quindi una certa responsabilità ove il finanziatore incida in modo scorretto sulle scelte gestorie della società debitrice causando un danno ad essa ed ai suoi altri creditori. Si veda F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, op. cit., p. 172, dove l'a. afferma l'esistenza di un pericolo di incorrere in una responsabilità (*liability*) per i creditori che incidono significativamente le scelte imprenditoriali del debitore. Inoltre, le Corti prevedono una serie di requisiti di buona fede (*good faith requirements*) nei confronti dei finanziatori che gestiscono e controllano le imprese in virtù dei poteri derivanti dalle suddette pattuizioni contrattuali. Oltre a ciò l'a. continua rilevando che «*Court have also held that domination and control of the distressed borrower's day-to-day operations may cause the lender to be deemed an insider or fiduciary*»;

⁶⁵ D. R. FISCHER, *The Economics of Lender Liability*, in *Yale L. J.*, 1989, pp. 143-144.

Negli anni 2000, si registra una confusa giurisprudenza relativa alla responsabilità del finanziatore per aver consentito la continuazione dell'impresa irreversibilmente insolvente (*deepening insolvency liability*, *infra*, par., 5.2.4), poiché un orientamento diretto a sanzionare le banche non permetterebbe ad esse di esercitare efficientemente i loro poteri contrattuali e, di conseguenza, le disincentiverebbe a partecipare attivamente a tentativi di salvataggio di imprese in difficoltà finanziarie⁶⁷.

Per questo motivo gli Stati Uniti risultano particolarmente riluttanti ad applicare una sanzione per i creditori controllanti nei casi concreti⁶⁸.

Dunque, è opportuna un'attenta analisi *case-by-case* al fine di bilanciare gli interessi in gioco, sanzionando da un lato i comportamenti veramente opportunistici e scorretti delle banche che assumono il controllo delle finanziate, e dall'altro facilitare invece le banche che in buona fede e diligentemente tentano di salvare le imprese dal fallimento.

5.2.1. *Instrumentality doctrine*

I tribunali USA hanno determinato due elementi imprescindibili per riscontrare una responsabilità del creditore: (i) l'esercizio del controllo totale ed attuale sulla debitrice, al punto che quest'ultima si muova non a tutela dei suoi interessi ma per apportare benefici al finanziatore; (ii) la causazione di un danno derivante da un abuso di controllo⁶⁹.

Ovviamente, non tutti i poteri che il creditore eserciterà per mezzo del suo rapporto di credito devono considerarsi idonei ad una sanzione. Una grande pressione ed influenza sul finanziato non sarà quindi sufficiente a costituire una fattispecie di responsabilità da abuso di controllo. Questi due aspetti sono stati estrapolati da un caso molto importante e dal quale si è ispirata la *instrumentality*

⁶⁶ Uno di questi fu *K.M.C. Co. v. Irving Trust Co.*, 757 F.2d 752, 761-62 (6th Cir. 1985), in cui la Corte impose alla banca finanziatrice dei doveri di buona fede nella richiesta di rimborso del credito.

⁶⁷ La dottrina ha rilevato che in tali casi potrebbero aumentare anche le azioni opportunistiche dei soci dell'impresa insolvente, dalle quali deriva un scorretta gestione imprenditoriale. Si veda in tal senso D. R. FISCHER, *The Economics of Lender Liability*, op. cit., p. 151.

⁶⁸ Secondo D. S. SCHLECHTER, *The Principal Principle: Controlling Creditors Should Be Held Liable for Their Debtors' Obligations*, in U. C. Davis L. R., 1986, pp. 877 ss., part. p. 908, la responsabilità dovrebbe essere accertata quando dal controllo del creditore derivi un sostanziale beneficio per lo stesso. Il beneficio senza controllo non fa scattare la responsabilità, come il controllo senza beneficio.

⁶⁹ Cfr. L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, op. cit., p. 511.

doctrine. Mi riferisco al caso *Krivo*⁷⁰ ove dieci creditori della società Brad's Machine Products, Inc. ("Brad's") avevano aperto una causa contro la National Distillers and Chemical Corporation ("National"), il più importante creditore di Brad's. National, forte della sua posizione creditoria, dominava Brad's, tanto che quest'ultima era considerata una entità meramente strumentale alla prima. National aveva prestato più di due milioni di dollari a Brad's. All'interno del contratto di prestito era previsto uno stringente controllo attuato da Rudd, un consulente interno di National, nei confronti di gran parte delle politiche di business della Brad's. Molte operazioni infatti non potevano essere realizzate senza la firma di Rudd. La Corte competente ha basato la sua pronuncia sulla rilevazione dei due elementi suddetti, dai quali si ricava la presenza di una fattispecie di responsabilità del creditore, affermando che «*first, the dominant corporation must have controlled the subservient corporation, and second, the dominant corporation must have proximately caused plaintiff harm through misuse of this control*». «*"Control" is defined by the court to mean "actual, participatory, total control of the debtor"*». Nel caso di specie, l'influenza di National nei confronti di Brad's non è stata valutata come controllo ma soltanto come una legittima forte pressione ed influenza derivante dal rapporto creditore-debitore⁷¹.

La giurisprudenza statunitense regolarmente ammette il diritto dei creditori di esercitare i diritti derivanti da un contratto di finanziamento. Essi non sono tenuti a ad agire a tutela degli interessi degli altri investitori. Tuttavia, permangono delle preoccupazioni per le banche derivanti dall'applicazione dell'*equitable subordination* (*infra*, par. 5.2.3) e della *deepening insolvency liability* (*infra*, par. 5.2.4)⁷².

In conclusione, le Corti americane si mostrano molto permissive nei confronti delle banche finanziatrici, mantenendo alto il grado di rilevanza del controllo da queste ultime esercitato ai fini dell'applicazione di una responsabilità. Tutto ciò consente ai finanziatori di poter partecipare al salvataggio della impresa in crisi, invece di spingerle verso una prematura liquidazione⁷³.

⁷⁰ *Krivo Industrial Supply Co. v. National Distillers & Chemical Corp*, 483 F. 2d 1098 (5th Cir. 1973).

⁷¹ Il caso è analizzato da J. D. HYNES, *Lender liability: The dilemma of the controlling creditor*, in *Tenn. L. R.*, 1990-1991, pp. 635 ss., part. pp. 646 ss.

⁷² D. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, op. cit., pp. 1235 s.

⁷³ K. T. LUNDGREN, *Liability of a creditor in a control relationship with its creditor*, in *Marq. L. R.*, 1983-1984, pp. 523 ss., part. p. 533, ove afferma che «*moreover, a value judgment appears to have been made by the*

5.2.2. *Agency theory*

La *section 14 O* del *Restatement (second) of agency* prevede la responsabilità del creditore per gli affari del debitore nel caso in cui assuma il controllo dei suoi affari medesimi⁷⁴.

Tale normativa presenta però delle ambiguità in molti suoi aspetti, in modo particolare per ciò che si intende come “controllo”. Parte della dottrina si chiarisce i dubbi considerando il dettato del *Comment a.* della norma suddetta. Esso dà una definizione di “controllo” molto elevata, costituente nel potere del finanziatore di determinare in modo profondamente incisivo il business della debitrice⁷⁵.

Le incertezze della disciplina sono confermate da due contrastanti e famosi casi giurisprudenziali.

In *A. Gay Jensen Farms co. v. Cargill, inc.*, la Suprema Corte del Minnesota ha configurato la responsabilità in capo al creditore (*principal*) nei confronti del debitore (*agent*) sulle transazioni della società finanziata, per le costanti direttive che la seconda doveva seguire, per il finanziamento di tutte le spese e per la erogazione del capitale operativo. Così la principale Cargill venne definita responsabile per il debito dell'agente Warren di ammontare 2 milioni di dollari⁷⁶.

In contrapposizione al caso precedente, in *Buck v. Nash-Finch co.* la Suprema Corte del Dakota non ha ravvisato una responsabilità del finanziatore, nonostante quest'ultimo avesse condizionato l'erogazione di un finanziamento alla supervisione e dal controllo nei confronti della società finanziata da parte di un suo uomo di fiducia, e nominato un nuovo *management* nel momento in cui l'impresa divenne insolvente⁷⁷.

Si rileva che nel primo caso trattato la Corte abbia interpretato letteralmente la normativa del *Restatement*, mentre nell'altro si è fatto riferimento al più pretensioso *Comment a.*

courts that it is worthwhile to permit creditors to take relatively strong measures, when working with a debtor's business, to protect the creditor's debt rather than adopt a rule which would have the effect of forcing creditors to seek premature liquidation or bankruptcy proceedings».

⁷⁴ «A creditor who assumes control of his debtor's business for the mutual benefit of himself and his debtor, may become a principal, with liability for the acts and transactions of the debtor in connection with the business».

⁷⁵ J. D. HYNES, *Lender liability: The dilemma of the controlling creditor*, op. cit., p. 639.

⁷⁶ J. D. HYNES, *Lender liability: The dilemma of the controlling creditor*, op. cit., pp. 650 ss.

⁷⁷ J. D. HYNES, *Lender liability: The dilemma of the controlling creditor*, op. cit., pp. 656 ss.

In materia di *agency theory* si deve tener conto anche del recente *Restatement of the Law Third, Agency*, mediante il quale si restringe l'ambito di applicazione della disciplina, infatti l'esistenza di un formale accordo tra le parti tutela il creditore da questo tipo di responsabilità⁷⁸.

5.2.3. *Equitable subordination*

L'*equitable subordination* è stata codificata dal *Bankruptcy Reform Act* del 1978⁷⁹. I tribunali fallimentari statunitensi applicano tale disciplina nelle procedure fallimentari per postergare il credito di un creditore che ha esercitato una condotta dannosa contro gli altri creditori. La postergazione ha natura equitativa appunto e non sanzionatoria⁸⁰, in quanto essa viene determinata in base al valore del danno cagionato e solo in relazione ai creditori effettivamente danneggiati⁸¹.

Generalmente l'istituto si applica nei confronti dei c.d. "*managerial creditors*", ovvero i finanziatori che detengono un ruolo formale all'interno della società debitrice come gli amministratori o gli azionisti. Talvolta però esso spiega i suoi effetti anche nei confronti dei "*non managerial creditors*", i quali pur non avendo un ruolo di diritto all'interno dell'impresa finanziata esercitano comunque un controllo di fatto⁸².

Un caso da esempio in cui si applica la subordinazione in via equitativa ai creditori controllanti di fatto è *In re American Lumber v. First American Bank of St. Paul*, ove la banca ha commesso un abuso di controllo a danno del debitore fallito, sfruttando la posizione di unica fonte di credito per l'impresa. La banca inoltre aveva ottenuto un pegno sui conti correnti nei quali venivano versati i ricavi della società; ogni spesa ed ogni costo richiedeva l'approvazione della banca stessa per essere

⁷⁸ L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, op. cit., p. 513.

⁷⁹ 11 USC 510 (c). Cfr. E. F. MANNINO, *Lender Liability and Banking Litigation*, New York, 2006, 6.03(1).

⁸⁰ M. MAUGERI, *Finanziamenti anomali dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, op. cit., p. 66.

⁸¹ L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, op. cit., p. 513, Nota n. 102, citando TULLIO, *La postergazione*, Padova, 2008, p. 354, Nota n. 25.

⁸² In tal senso A. DENATALE – P. B. ABRAM, *The Doctrine of Equitable Subordination as Applied to Nonmanagement Creditors*, in *The Business Lawyer*, 1984-1985, pp. 417 ss., part. p. 424.

finanziato. In aggiunta, la banca indicava quali creditori pagare in relazione ai propri interessi⁸³.

In questa sede non è necessaria solo una difficoltà finanziaria del debitore, ma occorre anche la realizzazione di un abuso di gestione⁸⁴.

Tuttavia, non possono essere postergati i crediti di soggetti che hanno diligentemente esercitato i loro diritti derivanti dal rapporto di credito. Infatti, la giurisprudenza nord-americana non prevede una riconduzione alla fattispecie se:

- il creditore esercita un monitoraggio e consiglia determinate operazioni all'impresa, anche se condizionate dalla minaccia di richiedere il rimborso del credito o rifiutare l'erogazione di nuovi finanziamenti nell'ipotesi in cui quest'ultima non adempia⁸⁵;
- il creditore designa il *general manager* nominato dal debitore, anche nel caso in cui ad egli sia affidata una totale gestione societaria e non possa essere sostituito senza il benestare della banca⁸⁶;
- il creditore esercita diritti contrattuali derivanti da un contratto di finanziamento, nonostante egli acquisisca un forte controllo⁸⁷.

L'istituto è stato invece previsto in altre ipotesi, estrapolate da uno dei casi più importanti sulla *equitable subordination*, ovvero il caso *American Lumber co., 5 Bankr. 470 (D. Minn. 1980)*. Da esso è emerso che la postergazione equitativa è prevista quando:

- il creditore controlla l'intera gestione della debitrice;
- il creditore costringe la banca a garantire il credito con beni non soggetti ad altri vincoli;
- il creditore redige un piano di liquidazione mediante il quale non soddisfa gli altri creditori⁸⁸.

⁸³ L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, op. cit., p. 514, Nota n. 107.

⁸⁴ Così M. MAUGERI, *Finanziamenti anomali dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, op. cit., p. 63.

⁸⁵ A. DENATALE – P. B. ABRAM, *The Doctrine of Equitable Subordination as Applied to Nonmanagement Creditors*, op. cit., pp. 441 ss., ove cita tra i tanti il caso *Cosoff v. Rodman (In re W.T. Grant Co.)*, 699 F.2d 599 (2d Cir. 1983).

⁸⁶ E. F. MANNINO, *Lender Liability and Banking Litigation*, op. cit., 6.03(5).

⁸⁷ E. F. MANNINO, *Lender Liability and Banking Litigation*, op. cit., 6.03(5).

Da ciò si evince che l'*equitable subordination* è stata applicata con molta attenzione dai tribunali fallimentari statunitensi, secondo i quali è necessario rilevare una elevata ingerenza nella gestione del debitore perché si possa configurare una responsabilità tale da legittimare una subordinazione del credito.

5.2.4. *Deepening insolvency liability*

In conclusione, è opportuno descrivere anche i caratteri essenziali di un'altra disciplina sulla responsabilità del finanziatore controllante l'impresa finanziata. Mi riferisco alla *deepening insolvency liability*, ovvero la responsabilità del creditore per aver consentito la prosecuzione l'attività della società pur essendo a conoscenza della sua insolvenza irreversibile⁸⁹. Per certi versi questa normativa potrebbe essere affine alla nostra concessione abusiva del credito e alla partecipazione al fatto lesivo ex art. 2497, comma 2, prima parte, c.c., in quanto anche in questi casi il finanziatore apporta il suo contributo in un'impresa destinata alla liquidazione, invece di incentivarla ad intraprendere la strada delle procedure concorsuali.

Come già osservato in precedenza (*supra*, par. 5), negli anni 2000 la giurisprudenza si è rivelata molto confusa circa l'applicazione di tale istituto in concreto; sono stati comunque pochi i casi in cui essa si è manifestata secondo i giudici statunitensi, poiché essi non avevano e non hanno ancora oggi l'intento controproducente di sfavorire i creditori, soprattutto bancari, al tentativo di salvare le imprese che ancora possono essere salvate⁹⁰.

Un caso famoso in cui si è registrata la *deepening insolvency liability* è stato *In re Exide Technologies, inc.*, in cui la banca aveva indirizzato i debitori ad acquistare un'altra società mediante un mutuo. Così, attraverso questo rapporto di credito, la banca ha potuto controllare le imprese mutuatrici e farle continuare le loro attività aggravando

⁸⁸ L. BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, op. cit., p. 515. Il caso è ampiamente dettagliato in A. DENATALE – P. B. ABRAM, *The Doctrine of Equitable Subordination as Applied to Nonmanagement Creditors*, in *The Business Lawyer*, op. cit., pp. 437 ss.

⁸⁹ D. BAIRD – R. K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, op. cit., pp. 1235 s., i quali affermano che «*similarly, the new and ill-defined tort known as "deepening insolvency," which might hold a senior lender liable for propping up the business while it is in-solvent*».

⁹⁰ In tal senso J. M. SHEPHERD – F. TUNG, *What Else Matter for Corporate Governance?: The Case of Bank Monitoring*, in 88 *B.U.L. Rev.*, 2008, pp. 991 ss., part. p. 1041.

la situazione economico-finanziaria di ciascuna. Per tale motivo la banca è stata ritenuta responsabile⁹¹.

Tuttavia, attualmente le Corti nord-americane sembrano aver abbandonato l'applicazione di questo tipo di responsabilità⁹².

6. Conclusioni

a) *Sul difetto di coordinamento tra diritto societario e diritto fallimentare:*

1. è prevista una esenzione da reati di bancarotta semplice (art. 217) e preferenziale (art. 216, comma 3) per gli atti compiuti in esecuzione di un concordato preventivo, di un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis e di un piano di risanamento attestato ex art. 67, comma 3, lett. d (art. 217-bis, l. fall.);
2. è prevista una esenzione da revocatoria fallimentare per gli atti compiuti in esecuzione di un concordato preventivo, di un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis e di un piano di risanamento attestato ex art. 67, comma 3, lett. d (art. 67, comma 3, lett. d-e, l. fall.);
3. non è prevista una esenzione per gli atti compiuti in esecuzione di un concordato preventivo, di un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis e di un piano di risanamento attestato ex art. 67, comma 3, lett. d, dai quali deriva una responsabilità civile;
4. l'interprete deve andare oltre quello che dice la legge. Dall'analisi del diritto si desume che il principio di coerenza dell'ordinamento giuridico impone l'estensione dell'esenzione anche per la responsabilità civile in relazione ad atti compiuti in esecuzione di un accordo stragiudiziale "protetto".

⁹¹ Cfr. J. M. SHEPHERD – F. TUNG, *What Else Matter for Corporate Governance?: The Case of Bank Monitoring*, op. cit., p. 1041, Nota n. 153, ove si menziona anche a *Official Comm. of Unsecured Creditors v. R. F. Lafferty & Co.*, 267 F.2d 340, 349 (3d Cir. 2001).

⁹² H. M. MCDONALD – T. S. FISHMAN - LAURA MARTIN, *Lafferty's Orphan: The Abandonment of Deepening Insolvency*, in AM. BANKR. INST. J., Jan. 26, 2008, p. 1.

b) *Sulla responsabilità della banca per abuso di eterodirezione:*

1. è disciplinata dall'art. 2497, comma 1, c.c.;
2. può configurarsi attraverso un finanziamento tra sorelle coordinato da una banca controllante che abusa dell'attività di direzione e coordinamento;
3. può configurarsi mediante un finanziamento diretto della banca controllante nei confronti di una società controllata ormai in crisi irreversibile;
4. può configurarsi anche al di fuori della struttura del gruppo societario.

c) *Sulla responsabilità della banca per abuso di eterodirezione in un accordo stragiudiziale "protetto":*

1. l'attestazione dell'esperto fa scattare il giudizio di meritevolezza degli atti compiuti in esecuzione di un accordo stragiudiziale "protetto";
2. gli atti meritevoli di tutela non possono essere soggetti ad una responsabilità civile;
3. la riforma fallimentare ha previsto una disciplina di favore per incentivare creditori e debitori ad intraprendere tentativi stragiudiziali "protetti";
4. la relazione del professionista esaurisce la sua funzione nel momento in cui è resa;
5. la banca capogruppo deve monitorare con attenzione l'andamento del piano;
6. non si esclude la responsabilità nei casi in cui la banca capogruppo conosce fin dall'inizio l'irrealizzabilità dell'accordo e fornisce dati fraudolentemente falsificati all'esperto;
7. non si esclude la responsabilità per la banca capogruppo che conosce o doveva conoscere la inidoneità dell'accordo;
8. la responsabilità non va attribuita in capo alla banca capogruppo in base all'esito del piano, poiché anche se il piano medesimo può avere un esito negativo la banca non deve essere sanzionata se ha adottato una gestione corretta e diligente.

d) *Sulla responsabilità della banca per partecipazione al fatto lesivo:*

1. è disciplinata dall'art. 2497, comma 2, prima parte, c.c.;
2. si ravvisa ove la banca fiancheggiatrice fornisce un contributo all'attività di direzione e coordinamento abusiva dalla quale deriva un danno;
3. in presenza di atti occasionali e non stabili, mediante i quali la banca realizza un'ingerenza nella gestione societaria, si configura questo tipo di responsabilità.

e) *Sulla responsabilità della banca per partecipazione al fatto lesivo in un accordo stragiudiziale "protetto":*

1. la relazione dell'esperto circa la realizzabilità e la idoneità del piano al tentativo di salvataggio (o all'integrale pagamento dei creditori estranei all'accordo di ristrutturazione dei debiti) attribuisce meritevolezza e liceità agli atti compiuti in esecuzione di un accordo stragiudiziale "protetto". Da ciò si desume che non si possa prevedere una responsabilità per abuso di eterodirezione e, conseguentemente, una responsabilità per partecipazione al fatto lesivo;
2. la banca partecipante non può essere tutelata a prescindere dalla attestazione del professionista per ogni tipo di condotta che adotterà;
3. certamente, un comportamento doloso della banca partecipante al fatto lesivo fa scattare una sua responsabilità;
4. si ritiene invece che un mero comportamento colposo non sia sufficiente a far scattare una responsabilità civile per il creditore partecipante al fatto lesivo all'interno di un accordo stragiudiziale "protetto", diversamente dal creditore che esercita un'attività di direzione e coordinamento. Prevedere anche questo tipo di responsabilità disincentiverebbe i creditori ad intraprendere soluzioni stragiudiziali dell'accordo di ristrutturazione dei debiti e del piano di risanamento attestato.

f) *Sulla disciplina degli Stati del Commonwealth:*

1. vi sono due tipi di fattispecie che possono essere applicate nei confronti di una banca finanziatrice che abusa dei suoi poteri gestionali all'interno di una società: (i) *de facto directorship*; (ii) *shadow directorship*;
2. la responsabilità della banca suddetta si ravvisa in presenza di una crisi finanziaria e in piani di risanamento informali (*informal workout agreements*);
3. non vi è un orientamento unanime nel definire quando la disciplina debba essere applicata;
4. è necessario un elevato livello di controllo per far scattare la responsabilità della banca.

g) *Sulla disciplina degli Stati Uniti (USA):*

1. i giudici statunitensi, secondo la c.d. *instrumentaly doctrine*, prevedono la presenza di un controllo totale e di un danno derivante dall'abuso di gestione per sanzionare la banca finanziatrice;
2. le Corti nord-americane sono restie a configurare una responsabilità per abuso di controllo da parte della banca;
3. la disciplina dell'*agency theory* sanziona le banche che controllano tutti gli affari delle società debitrice causando un danno a queste ultime ed ai suoi creditori;
4. l'*equitable subordination* è un istituto che si applica nelle procedure di *bankruptcy* ove un creditore ha causato danno ad altri creditori. Esso prevede la postergazione del credito del creditore danneggiante nei confronti solo degli altri creditori effettivamente danneggiati;
5. la normativa della *deepening insolvency liability* punisce le banche che hanno consentito la continuazione dell'attività di una società ormai insolvente, ma essa è poco applicata in concreto.

BIBLIOGRAFIA

- ABBADESSA P. – MIRONE A., *Le competenze dell'assemblea nelle S.p.A.*, in *Riv. arbitrato*, 2009, IV, pp. 269 ss.;
- ABRIANI N., *Commento art. 2348 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario* (diretto da G. COTTINO – G. BONFANTE – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI), Bologna, 2004;
- ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994;
- ABRIANI N., *Gli amministratori di fatto nelle società di capitali*, Milano, 1998;
- ACHARYA V. V. – FRANKS J. – SERVAES H., *Private Equity: Boom and Bust?*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, Fall 2007, pp. 44 ss.;
- AKERLOF G., *The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism*, in *Quarterly journal of economics*, 1970, pp. 488 ss.;
- ALESSANDRI A., *Profili penalistici delle innovazioni in tema di soluzioni concordate delle crisi d'impresa*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, pp. 111 ss.;
- AMBROSINI S., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da G. COTTINO), vol. XI, Padova, 2008;
- AMIHUD Y. – GARBAD K. – KAHAN M., *An institutional innovation to reduce the agency costs of public corporate bonds*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2000, I, pp. 114 ss.;
- AMOROSINO S., *La fine della separazione tra le banche ed imprese*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2009, fasc. 8 pag. 897 ss.;

- ANABTAWI I. – STOUT L., *Fiduciary duties for activist Shareholders*, in *Stan. L. Rev.*, 2008, pp. 1255 ss.;
- ANGELICI C., *La partecipazione azionaria nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* (a cura di RESCIGNO), vol. 16, tomo 2, Torino, 1985;
- ANGIOLINI F., *Abuso di dipendenza economica e controllo societario*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, pp. 77 ss.;
- AQUILINO C., *Sostegno finanziario delle imprese in crisi e responsabilità della banca: brevi riflessioni alla luce della riforma della legge fallimentare*, in *Dir. fall.*, 2008, pp. 576 ss.;
- ARATO M., *Convenzioni bancarie e procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 1998, n. 9, pp. 928 ss.;
- ARATO M., *La responsabilità della banca nelle crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 2007, n. 3, pp. 252 ss.;
- ARMOUR J. – CHEFFINS B. – SKEEL D., *Corporate ownership structure and the evolution of bankruptcy law in the US and UK*, 2002, reperibile al sito www.cbr.cam.ac.uk;
- ARMOUR J., *Legal Capital: An Outdated Concept?*, in *European Business Organization Law Review*, 7/2006, pp. 5 ss.;
- ARMOUR J. – MOKAL R.J., *Reforming the Governance of Corporate Rescue: The Enterprise Act 2002*, in *Lloyds' Maritime and Commercial Law*, Quarterly, 2005, pp. 28 ss.;
- AUSTIN R. P., *Hip-pocket injuries in workouts: Accessory liability for bankers and advisers*, in *Banking & Financial Services Law Association 23RD ANNUAL BANKING & FINANCIAL SERVICES LAW & PRACTICE CONFERENCE*, Surfers Paradise Marriott Resort, Friday 11 & Saturday 12 August 2006, reperibile al sito

http://www.lawlink.nsw.gov.au/lawlink/Supreme_Court/ll_sc.nsf/pages/SCO_austin110806;

- AZZOLINA U., *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, II ed., Torino, 1961;
- BAINBRIDGE S. M. – LOPEZ S. – OKLAN B., *The Convergence of Good Faith and Oversight*, in *UCLA L. Rev.*, 2008, pp. 559 ss.;
- BAIRD D. G. – RASMUSSEN R. K., *Four (or Five) Easy Lessons from Enron*, in 55 *Van. L. Rev.*, 2002, pp. 1787 ss.;
- BAIRD D.G. – RASMUSSEN R.K., *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in 154 *U. Penn. L. Rev.*, 2006, pp. 1209 ss.;
- BARUCCI E. – MATTESINI F., *Why do banks hold equity in non-financial firms? Some evidence from a panel of large Italian firms*, pp. 1-25, reperibile al sito http://www1.mate.polimi.it/ingfin/document/barucci_mattesini.pdf;
- BEBCHUCK L. A. , *A New Approach to Corporate Reorganization*, in *Harv. L. Rev.*, 1988, pp. 775 ss.;
- BEBCHUCK L. A., *The Case for Increasing Shareholder Power*, in *Harv. L. Rev.*, 2005, pp. 833 ss.;
- BEBCHUCK L. A., *The Myth of the Shareholder Franchise*, in *Va. L. Rev.*, 2007, pp. 675 ss.;
- BEBCHUCK L. A. – CHANG H. F., *Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization*, in *Journal of Law, Economics & Organizations*, 1992, pp. 253 ss.;
- BEBCHUCK L. A. – J. FRIED, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, 2004;
- BELCHER A., *Corporate Rescue: A Conceptual Approach to Insolvency Law*, London, Sweet & Maxwell, 1997;

- BELCREDI M., *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Milano, 1995;
- BELCREDI M., *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, in *Vita e pensiero*, Milano, 1995, pp. 13 ss.;
- BELCREDI M., *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni '90*, in *La gestione delle crisi di impresa in Italia: un'analisi economica* (a cura di L. CAPRIO), Milano, 1997, pp. 273 ss.;
- BELCREDI M. – BARONTINI R. – FLOREANI A., in *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica* (a cura di L. CAPRIO), Milano, 1997;
- BENEDETTI L., *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi d'impresa*, in *RDS*, 2010, n. 2, pp. 415 ss.;
- BENEDETTI L., *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, in *RDS*, 2011, n. 2, pp. 494 ss.;
- BIANCHI M. – BIANCO M., *Relazioni proprietarie tra banca e impresa: alcune evidenze empiriche*, relazione presentata al Convegno “Nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria nell'evoluzione del contesto economico”, Milano, 22-23-24 Marzo 2007, pp. 1-28, reperibile al sito: <http://www.side-isle.it/ocs/viewpaper.php?id=52&cf=1>;
- BIANCO M. – CHIRI S., *Le partecipazioni bancarie nelle imprese in Italia: Investimenti e ristrutturazioni finanziarie*, in *Banca Impresa Società*, 1997, n. 3, pp. 393 ss.;
- BLACK F., *Bank Funds Management in an Efficient Market*, in *2 J. FIN. ECON.*, 1975, p. 323 ss.;
- BOGGIO L., *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi: ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007, pp. 360 ss.;

- BONELLI F., *Nuove esperienze nella soluzione stragiudiziale della crisi delle imprese*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 488 ss.;
- BONFATTI S., *La promozione e la tutela delle procedure di composizione negoziale della crisi d'impresa nella riforma della legge fallimentare*, reperibile al sito www.iudicium.it, 2005, n. 1, pp. 45 ss.;
- BONFATTI S., *La promozione e la tutela delle procedure di composizione negoziale della crisi d'impresa nella riforma della legge fallimentare*, reperibile al sito www.jiudicium.it, 2005, n. 1, pp. 45 ss.;
- BONFATTI S., *La promozione e la tutela delle procedure di composizione negoziale della crisi d'impresa nella riforma della legge fallimentare*, reperibile al sito http://judicium.it/news/ins_23_05_05/Bonfatti,%20comm.%20e%20fall..html;
- BONFATTI S., *La responsabilità civile della banca locale nell'erogazione del credito alle imprese di rete*, in *La crisi delle imprese nelle reti e nei gruppi* (a cura di CAFAGGI-GALLETTI), Padova, 2005, pp. 137 ss.;
- BONFATTI S., *Soluzioni alternative alla crisi*, Sez. III, prgr. 8: *Composizione negoziale della crisi d'impresa e disciplina della responsabilità da attività di direzione e coordinamento di società*, reperibile al sito www.ordineavvocatitrani.it;
- BRATTON W., *Enron and the dark side of shareholder value*, in *Tulane L. Rev.*, 2002, pp. 1275 ss. reperibile in <http://paper.ssrn.com>;
- BRATTON W., *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and the Law, Theory and Practice, Substance and Process*, in *7 Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2006, pp. 39 ss. reperibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=902910>;
- Bricchetti R., *Profili penali*, in AA.VV., *Le nuove procedure concorsuali. Dalla riforma «organica» al decreto «correttivo»*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2008, pp. 639 ss.;

- BRICCHETTI R., *La “esenzione” dai reati di bancarotta preferenziale e di bancarotta semplice nel nuovo art. 217-bis della legge fallimentare: causa di esclusione (delimitazione) del tipo, causa speciale di esclusione dell'antigiuridicità o che altro?*, in *Il 'mercato della legge penale': nuove prospettive in materia di esclusione della punibilità tra profili sostanziali e processuali* (a cura di F. SGUBBI – D. FONDAROLI), Trento, 2011, pp. 89 ss.;
- BRIS A. – WELCH I. – ZHU N., *The Costs of Bankruptcy. Chapter 7 Liquidation v. Chapter 11 Bargaining*, Yale ICF Working Paper No. 04-13, 29 novembre 2004, disponibile al sito www.ssrn.com;
- BRIZZI F., *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato d'insolvenza*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, pp. 1027 ss.;
- BRODASCA C., *Sub. art. 2497-septies*, in *Codice commentato delle s.p.a.* (a cura di FAUCEGLIA – SCHIANO DI PEPE), Torino, 2007;
- BRUNO M., *Gli accordi di salvataggio nella riforma del diritto fallimentare e la responsabilità per concessione abusiva del credito*, in *Dir. fall.*, 2010, pp. 258 ss.;
- BUCHHEIT L. C., *How to negotiate Eurocurrency loan agreements*, II ed., Londra, 2004;
- BUSANI A. –SAGLIOCCA M., *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Le società*, n.8, 2011, p. 925 ss.;
- CALANDRA BUONAURA V., *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, 2003, V, pp. 535 ss.;
- CAMPOBASSO G., *Diritto commerciale*, vol. 2, *Diritto delle società*, Torino, 2009;
- CAPRIO L., *L'efficienza economica delle procedure di gestione del dissesto in Italia: un'interpretazione delle evidenze empiriche della ricerca*, in *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica* (a cura di L. CAPRIO), Milano, Studi e ricerche del Mediocredito Lombardo, 1997;

- CARIELLO V., *Sub. art. 2497 c.c.*, in *Commentario* (a cura di NICCOLINI – STAGNO D’ALCONTRES), Napoli, 2004;
- CARIELLO V., *Dal controllo congiunto all’attività congiunta di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 1 ss.;
- CARRIÈRE P., *Dal Merger Leveraged Buy Out al (De-merger) De-leveraged Sell Out: la “conversione” dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione*, in *Le Società*, 2012, n. 3, pp. 278 ss.;
- CASTIELLO D’ANTONIO A., *La trasformazione del credito in capitale di rischio delle imprese: profili giuridici*, in *Dir. Banc. Merc. Fin.*, 1997, pp. 288 ss.;
- CENNERAZZO S., *Azione di responsabilità per concessione abusiva del credito: gli spazi di legittimazione del curatore fallimentare dopo la sentenza delle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, n. 2, pp. 30 ss.;
- CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, II ed., Padova, 2010;
- CHIARAVIGLIO G., *A proposito della manipolazione di mercato attraverso la diffusione di notizie idonee ad alterare il prezzo di strumenti finanziari: la sentenza 21.12.2010 del Tribunale di Torino*, in *Riv. dott. commercialisti*, 2011, n.3, pp. 681 ss.;
- CHOPER J.H. – COFFEE J.C Jr. – GILSON R.J., *Cases and Materials on Corporations*, 6th ed., Aspen, New York, 2004;
- CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006;
- CIAN M., *Commento all’art. 2346*, in *Commentario breve al Codice Civile*, 2007 (a cura di CIAN – TRABUCCHI), 2007;
- CLARK R., *Corporate Law*, Boston, Mass., Little, Brown, 1986;

- CLOWRY K., *Debt-to-Equity conversion in the UK and Europe*, in *European Company Law*, 2007, vol. 2, pp. 52 ss.;
- COLOMBO G. E., *Amministrazione e controllo*, in *Il nuovo ordinamento delle società* (a cura di S. Rossi), Milano, 2004;
- CONTI V. – MACCARINELLI M. – RATTI M., *La partecipazione delle banche al capitale di rischio delle imprese*, in *Banca Impresa Società*, 1994, n. 1, pp. 3 ss.;
- COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* (diretto da ABBADESSA – PORTALE), I, Torino, 2006;
- COTTINO G., *Diritto commerciale*, I, 2, *Le società*, Padova, 1999;
- D'AMBROSIO L., *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Fallimento e altre procedure concorsuali* (diretto da FAUCEGLIA – PANZANI), vol. III, Torino, 2009, p. 1815; E. FRASCAROLI SANTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Un nuovo procedimento concorsuale*, Cedam, 2009;
- D'ATTORRE G., *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par condicio creditorum e principio di eguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, n. 5, pp. 852 ss.;
- DAL SOGLIO P., *Artt. 2497 sexies - 2497 septies*, in *Il nuovo diritto delle società* (a cura di Maffei Alberti), Padova, 2005;
- DAL SOGLIO P., *sub. art. 2359*, in *Commentario breve al diritto delle società* (a cura di A. MAFFEI ALBERTI), II ed., Padova, 2011;
- DATTA S. – DATTA M. I. – PATEL A., *Bank Monitoring and the Pricing of Corporate Public Debt*, in *J. Fin. Econ.*, 1999, p. 435 ss.;
- DE LUCA PICIONE A., *Operazioni finanziarie nell'attività di direzione e coordinamento*, Milano, 2008;

- DE ZORDO A., *La gestione del rischio di credito: sviluppo e applicazione degli strumenti derivati sui crediti*, ALEA Tech Reporth, n. 19, aprile 2004, reperibile al sito <http://www.unitn.it/files/download/19362/alea019.pdf>;
- DENATALE A. – ABRAM P. B., *The Doctrine of Equitable Subordination as Applied to Nonmanagement Creditors*, in *The Business Lawyer*, 1984-1985, pp. 417 ss.;
- DENOZZA F., *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, Giuffrè, 1973;
- DI SABATO F., *Diritto delle società*, Milano, 2005;
- DIAMOND D. W., *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in *Rev. of Economic Studies*, 1984, vol. 51, n. 3, pp. 393 ss.;
- DONATIVI A., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, p. 205 ss.;
- DUCCI D., *Sub art. 2440*, in *Codice commentato delle s.p.a.* (diretto da FAUCEGLIA), III, Torino, 2007, pp. 1269 ss.;
- DUSTAN J. – WARDE J., *Issues for bankers*, 2003, reperibile al sito: <http://www.allens.com.au/pubs/pdf/insol/cirljun03.pdf>;
- EASTERBROOK F.H. – FISCHER D.R., *Close Corporations and Agency Costs*, in 38 *Stan. L. Rev.*, 1986, pp. 274 ss.;
- EASTERBROOK F.H. – FISCHER D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, pp. 17 ss.;
- ENRIQUES L. – MACEY J., *Raccolta di capital di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capital sociale*, in *Rivista delle società*, vol. 47, n.1, 2002, pp. 78ss.;

- ENRIQUES L., *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. Comm.*, vol. 32, n. 5, 2005, pp. 607 ss.;
- FERNANDEZ O., *Loan-to-own coming to Europe?*, in *PLC Cross-border*, reperibile al sito <http://crossborder.practicallaw.com/2-500-7203>;
- FERRAN E., *Legal capital rules and modern securities markets – the case for reform, as illustrated by the U.K. Equity Markets*, in *Capital markets and company law* (a cura di K.J. HOPT - E. WYMEERSCH), Oxford, 2003;
- FERRI C. – MARELLI F., *Le procedure diverse dalla liquidazione nell'Insolvency Act del Regno Unito: spunti in prospettiva di riforma della legge fallimentare*, in *Giur. comm.*, 2003, n. 3, pp. 345 ss.;
- FERRI G., *Concetto di controllo e di gruppo*, in *Disciplina giuridica del gruppo di imprese*, Atti del convegno svoltosi a Bellagio il 19-20 giugno 1981, Milano, 1982;
- FERRI JR. G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 814 ss.;
- FIDLER P., *Banks as shadow directors*, in *Journal of international banking law*, 1992, pp. 15 ss.;
- FIMMANÒ F., *L'allocazione dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 57 ss.;
- FISCHER D. R., *The Economics of Lender Liability*, in *Yale L. J.*, 1989, pp. 143 ss.;
- FORTUNATO S., *La concessione abusiva di credito dopo la riforma delle procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2009, pp. 65 ss.;
- FRANKS J.R. – SUSSMAN O., *Resolving Financial Distress By Way of a Contract: an Empirical Study of Small UK Companies*, paper presentato alla Tuck

Contemporary Governance Conference, New Orleans, 12 novembre 2000, disponibile al sito www.ssrn.com;

- FRÈ G.– SBISÀ G., *Società per azioni*, in *Commentario SCIALOJA – BRANCA*, Bologna – Roma, 1961;
- FRÈ G. – SBISÀ G., *Sub. art. 2359*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, I, 1997;
- GADANECH B., *Il mercato dei prestiti sindacati: struttura, sviluppo e implicazioni*, in *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2004, pp. 81 ss.;
- GALARDO M., *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Risanare l'impresa*, San Marino, 2011;
- GALGANO F., *Una società per la gestione accentrata degli esborsi ed introiti valutari del gruppo*, in *Contr. e Impr.*, 1988, p. 415 ss.;
- GALLETTI D., *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, reperibile all'indirizzo <http://aleasrv.cs.unitn.it>;
- GALLETTI D., *La ripartizione del rischio di insolvenza. Il diritto fallimentare tra diritto ed economia*, Bologna, Il Mulino, 2006;
- GIAMPIERI A., *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento per le acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, n. 3, pp. 412 ss.;
- GIANNELLI G., *Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione dei debiti, piani di risanamento dell'impresa nella riforma delle procedure concorsuali. Prime riflessioni*, in *Dir. fall.*, 2005, I, pp. 1170 ss.;
- GIANNELLI G., *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *RDS*, 2009, III, pp. 609 ss.;

- GILSON S.C., *Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default*, in *Journal of financial economics*, Vol. 27 n. 2, 1990, pp. 355 ss.;
- GILSON S. C. – JOHN K. – LANG L. H. P., *Troubled debt restructurings*, in *Journal of Financial Economics*, 1990, vo. 27, n. 2, pp. 315 ss.;
- GILSON S.C. – WARNER J., *Private versus public debt: evidence from firms that replace bank loans with junk bonds*, 1998, reperibile al sito <http://paper.ssrn.com>;
- GIUNTA F., *Revocatoria e concordato preventivo: tutela penale*, in *Dir. prat. fall.*, 2006, 1, pp. 34 ss.;
- GREEN R.C. – TALMOR E., *Asset Substitution and The Agency Costs of Debt Financing*, in *Journal of Banking and Finance*, 1986, pp. 391 ss.;
- GUALTIERI P., *Il processo decisionale delle banche per l'adesione ai piani di risanamento delle imprese*, in *Riv. soc.*, 1996, pp. 854 ss.;
- GUERRERA F., *La procedura di composizione concordata della crisi nel progetto di legge delega*, in *Dir. fall.*, 2004, I, pp. 132 ss.;
- GUERRERA F., *Sub art. 2440*, in *Società di capitali. Commentario* (a cura di G. Niccolini - A. Stagno d'Alcontres), Napoli, 2004, pp. 1164 ss.;
- GUGLIELMUCCI L., *Commento sub-art. 72, l. fall.*, in *Commentario Sciaoloja Branca. Effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti*, Bologna – Roma, 1979, pp. 136 ss.;
- GUGLIELMUCCI L., *Commento sub-art. 72, l. fall.*, in *Il nuovo diritto fallimentare* (diretto da A. JORIO), Bologna, 2006;
- HAMILTON R.W. – MACEY J.R., *Cases and Materials On Corporations (Including Partnerships and Limited Liability Companies)*, 9th ed., Thomson-West, St. Paul, Minnesota, 2005;

- HART O. – MOORE J., *Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt*, NBER Working Paper 5907, 1997;
- HILL C. A., *Is secured debt efficient?*, in *Tex. L. Rev.*, 2002, pp. 1117 ss.;
- HIRSCHMAN A. O., *Exit, Voice, and Loyalties: Responses to the decline in Firms, Organizations and States*, Cambridge, 1970;
- HOBSON M. D., *The law of shadow Directorship*, in *Bond L. Rev.*, 1998, vol. 10, Issue n. 2, pp. 184 ss.;
- HU H. T.C. – BLACK B., *Debt and Hybrid Decoupling: An Overview*, M&A LAWYER, Apr. 2008, p. 8, reperibile al sito http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=960512;
- HYNES J. D., *Lender liability: The dilemma of the controlling creditor*, in *Tenn. L. R.*, 1990-1991, pp. 635 ss.;
- INZITARI B., *L'abusiva concessione del credito: pregiudizio per i creditori e per il patrimonio del destinatario del credito*, in *Società*, 2007, pp. 462 ss.;
- INZITARI B., *Sospensione del contratto per sopravvenuto fallimento*, in *Contratti in esecuzione e fallimento. La disciplina dei rapporti pendenti nel nuovo diritto concorsuale* (a cura di F. DI MARZIO), Ipsoa, 2007;
- IRACE A., *Sub. art. 2497-sexies*, in *La riforma delle società. Commentario* (a cura di SANDULLI – SANTORO), Torino, 2003;
- JAMES C. – WIER P., *Are Bank Loans Different?: Some Evidence From the Stock Market*, in *J. Applied Corp. Fin.*, Summer 1988, pp. 46 ss.;
- JAMES C., *When Do Banks Take Equity in Debt Restructurings?*, in *Rev. of Financial Studies*, 1995, vol. 8, n. 4, pp. 1209 ss.;
- JEANTET L., *Commento sub-art. 82*, in *Il nuovo diritto fallimentare* (diretto da A. JORIO), Bologna, 2006;

- JENSEN M. C., *Eclipse of the Public Corporation*, in *Harv. Bu. Rev.*, Sept. Oct.1989, pp. 61 ss.;
- JENSEN M.C. – MECKLING W.H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *J. Fin. Econ.*, 1976, pp. 305 ss.;
- JORIO A., I rapporti giuridici pendenti, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da G. COTTINO), Tomo II, Padova, 2009;
- KAHAN M. – KLAUSNER M., *Antitakeover provisions in bonds: bondholder protection or management entrenchment?*, in 40 *UCLA L. R.*, 1993, pp. 931 ss.;
- KLEIN W.A. – COFFEE Jr. J.C., *Business Organization and Finance*, Westbury, N.Y., 2000;
- KLOWRY C., *Debt-to-equity conversion in the UK and Europe*, in *European company law*, 2010, vol. 7, n. 2, pp. 51 ss.;
- KRAAKMAN R. – DAVIES P. – HANSMANN H. – HERTIG G. – HOPT K. – KANDA H. – ROCK E., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, Oxford University Press, 2004; trad. it. *Diritto societario comparato*, Bologna, Il Mulino, 2006;
- KRISHNASWAMI S. – SPINDT P. A. – SUBRAMANIAM V., *Information Asymmetry, Monitoring, and the Placement Structure of Corporate Debt*, in *J. Fin. Econ.*, 1999, pp. 409 ss.;
- LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2003, pp. 535 ss.;
- LAMANDI M., *Sub. art. 2359*, in *Società di capitali. Commentario* (a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES), Napoli, 2004;
- LANDERS J. M., *Reflections on Loan-to-own Trends*, in *American Bankruptcy Institute Journal*, Ottobre 2007, n. 8, reperibile al sito

<http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/Landers-ReflectionsOnLoan-to-OwnTrends.pdf>;

- LEGISLATIVE GUIDE ON INSOLVENCY LAW, reperibile al sito www.uncitral.org/uncitral/es/publications/publications.html;
- LELAND H. – PYLE D., *Information asymmetries, financial structure and financial intermediaries*, in *Journal of finance*, 1977, n. 2;
- LEVMORE S., *Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings*, in *Yale L.J.*, 1982, vol. 92, pp. 49 ss.;
- LIBERTINI M. , *La motivazione obbligatoria delle decisioni nelle società soggette adirezione e coordinamento (art. 2497-ter c.c.)*, Relazione al Convegno Paradigma, Milano, 27 maggio 2003;
- LIBONATI B., *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, pp. 8 ss.;
- LORSCH J. W., *Pawns or Potantes: The reality of America’s Corporate Board*, 1989, pp. 141 ss.;
- LUNDGREN K. D., *Liability of a creditor in a control relationship with its creditor*, in *Marq. L. R.*, 1983-1984, pp. 523 ss.;
- LUPOLI V., *L’esenzione da OPA obbligatoria nelle operazioni di “salvataggio” di società quotate in crisi: i casi Gabetti, Risanamento e Omnia Network*, in *Crisi d’imprese: casi e materiali* (a cura di F. BONELLI), Milano, 2011, pp. 111 ss.;
- MACARIO F., *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996;
- MACEY J.R., *An Introduction to Modern Financial Theory*, Los Angeles, 1998;

- MACEY J. R. – MILLER J. P., *Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan and the United States*, in *Stan. L. Rev.*, 1995, vol. 48, pp. 73 ss.;
- MALITZ I.B., *Financial contracting*, in P. Newman - M. Milgate - J. Eatwell (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 2, Macmillan, London-New York, 1992;
- MANGANELLI P., *Gestione delle crisi di impresa in Italia e negli Stati Uniti: due sistemi fallimentari a confronto*, in *Fallimento*, 2011, n. 2, pp. 129 ss.;
- MANGONE E., *Riflessione sulle modificazioni delle condizioni del prestito obbligazionario da parte dell'assemblea degli obbligazionisti*, in *Il nuovo diritto delle società*, n. 17, 2011, pp. 102 ss.;
- MANNE H., *Mergers and the Market for Corporate Control*, in 73 *J. Pol. Econ.*, 1965, pp. 113 ss.;
- MANNINO E. F., *Lender Liability and Banking Litigation*, New York, 2006;
- MARABINI A., *La gestione delle crisi d'impresa alla luce della riforma delle procedure concorsuali. Strumenti attuativi: il riequilibrio finanziario*, in *Dir. fall.*, 2009, pp. 232 ss.;
- MARTORANO F., *Compensazione del debito per conferimento*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, I, Torino, 2006, pp. 521 ss.;
- MAUGERI M., *Finanziamenti anomali dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005;
- MAZZONI A., *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi* (a cura di P. Balzarini), vol. 1, Milano, 2007, pp. 511 ss.;
- MC DANIEL M.W., *Bondholders and Stockholders*, in *J. Corp. L.*, 1988, pp. 230 ss.;

- MCDONALD H. M. – FISHMAN T. S. – MARTIN L., *Lafferty's Orphan: The Abandonment of Deepening Insolvency*, in AM. BANKR. INST. J., Jan. 26, 2008, p. 1 ss.;
- Mediobanca, *caso Ferfin*, Ricerche n. 4, Milano 1996-97;
- MIGNOLI A., *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. e imp.*, 1986,.
- MINUTOLI G., *Commento all'art. 41 l. fall.*, in *La legge fallimentare, commentario teorico-pratico* (a cura di M. FERRO), II ed., Padova, 2011;
- MIOLA M., *La banca tra concessione e interruzione del credito*, in *Attività bancaria e responsabilità. Atti del Convegno di Avellino*, 2004, pp. 218 ss.;
- MIOLA M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2005, pp. 490 e ss.;
- MODIGLIANI F. – MILLER M.H., *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, 1958, pp. 261 ss.;
- MODIGLIANI F. – MILLER M.H., *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. A Reply*, in *American Economic Review*, 1959, pp. 655;
- MODIGLIANI F. – MILLER M.H., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, in *American Economic Review*, 53, 1963, pp. 433 ss.;
- MOLINARI U., *Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l. fall.: i casi Gabetti Property Solutions S.p.A. e Risanamento S.p.A.*, in *Crisi di Impresa: casi e materiali* (a cura di F. BONELLI), Milano, 2011, pp. 47 ss.;
- MONTALENTI P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 317 ss.;

- MOSCHETTA E., *Il ruolo dei financial covenants nella riduzione delle asimmetrie informative sul debito*, in *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano. Un approccio funzionale* (a cura di A. BERTONI), Milano, 2001;
- MUCCIARELLI F., *L'art. 217-bis l. fall. e la disciplina penale delle procedure di soluzione della crisi d'impresa*, in *Crisi di imprese: casi e materiali* (a cura di F. BONELLI), Milano, 2011, pp. 294 ss.;
- MUSSO A., *Il controllo societario mediante "particolari vincoli contrattuali"*, in *Contr. Impr.*, 1995, pp. 35 ss.;
- MUSSO A., *Licenze di proprietà industriale e clausole di dominazione: alcuni recenti sviluppi sul controllo "contrattuale"*, in *Contr. Imp.*, 1999, pp. 351 ss.;
- MYERS S.C., *Determinants of Corporate Borrowing*, in *Journal of Financial Economics*, 1977, pp. 147 ss.;
- NIERI L., *Il ruolo delle banche nelle crisi d'impresa: l'esperienza di Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Giappone*, in *Banca Impresa e Società*, 1996, n. 3, pp. 379 ss.;
- NIGRO A., *«Privatizzazione» delle procedure concorsuali e ruolo delle banche*, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2006, n. 1, pp. 359 ss.;
- NIGRO A., *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Soc.*, 2007, pp. 436 ss.;
- NIGRO A., *Il fallimento del socio illimitatamente responsabile*, Milano, Giuffrè, 1974;
- NIUTTA A., *La novella del codice civile in materia societaria: luci ed ombre della nuova disciplina sui gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, pp. 416 ss.;
- NIUTTA A. L., *Sulla presunzione di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento dicui agli artt. 2497 sexies e 2497 septies c.c.: brevi considerazioni di sistema*, in *Giur. Comm.*, 2004, pp. 997 ss.;

- NOBILI R. – VITALE M., *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975;
- NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa*, 2003, I, pp. 542 ss.;
- NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso* (diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale) 1, Torino, 2007;
- NOTARI M. – BERTONE L., *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società* (a cura di MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), sub. 2359, Milano, 2006;
- NOTARI M. – GIANNELLI A., *Commento al comma 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari), Milano, 2008;
- OLIVIERO P., “Conversione” del credito delle banche in capitale di rischio nel contesto della crisi d'impresa, in *Crisi di Impresa: casi e materiali* (a cura di F. BONELLI), Milano, 2011, pp. 91 ss.;
- PALMIERI M., *I bond covenants*, in *B.I.S.*, 2006, pp. 247 ss.;
- PARISOTTO R. – RENNELLA G., *Partecipazioni acquisite per il recupero di crediti bancari*, in *Corriere tributario*, 2010, fasc. 34, pp. 2787 ss.;
- PATERSON S. – LEWIN S. “Loan-to-own”: Europe Latest Acquisition Strategy?, in *Slaughter and May*, July 2010, reperibile al sito http://www.slaughterandmay.com/media/1429523/loan_to_own_article_23_july_2010.pdf;
- PATRONI GRIFFI U., *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *RDS*, III, 2009, pp. 601 ss.;
- PAVONE LA ROSA A., *La responsabilità degli amministratori della controllante nella crisi del gruppo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 793 ss.;

- PAVONE LA ROSA A., *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 765 ss.;
- PAVONE LA ROSA A., in *Trattato delle società per azioni* (diretto da COLOMBO – PORTALE), Torino, 2006;
- PENATI A. – ZINGALES L., *Efficiency and Distribution in Financial Restructuring: The Case of the Ferruzzi Group*, University of Chicago, CRSP, Working Paper n. 12, 1997;
- PENNISI R., *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *RDS*, 2009, III, pp. 627 ss.;
- PETERSEN A. – RAJAN G., *The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data*, in *Journal of Finance*, 1994, vol. 49, n. 1, pp. 3 ss.;
- PIEPOLI G., *Le garanzie negative*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2001, pp. 405 ss.;
- PIEPOLI G., *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2009, pp. 498 ss.;
- PISCITIELLO P., *Piani di risanamento e posizione delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, pp. 538 ss.;
- PORTALE G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzate*, in *Trattato delle società per azioni* (a cura di G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE), 1**, Torino, 2004;
- PRESTI G., *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, Pp. 16 ss.;
- PROVINCIALI R. , *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1974;
- RAJAN R. – WINTON A., *Covenants and collateral as incentives to monitor*, in *Journal of finance*, 1995, pp. 1115 ss.;

- RIMINI E., *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002;
- RIMINI E., *Il prestito mezzanino tra le clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, pp. 1065 ss.;
- ROBERTS M. –SUFİ A., *Renegotiation of financial contract: evidence from private credit agreements*, reperibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1017629>;
- ROE M.J., *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganizations*, in *Columbia L. Rev.*, 1983, pp. 527 ss.;
- ROE M.J., *Corporate Reorganization and Bankruptcy, Legal and Financial Materials*, New York, 2000;
- ROJO A. , *Intervento*, in *Nuove regole per le crisi d'impresa* (a cura di A. JORIO), Milano, Giuffrè, 2001, pp. 173 ss.;
- ROSS S.A. – WESTERFIELD R.W. – JAFFE J.F., *Finanza aziendale*, Bologna, 1997, pp. 802 ss.;
- Ross S.A. – Westerfield R.W. – Jaffe J.F., *Corporate Finance*, VI ed., Boston, Mass. - London, McGraw-Hill, 2001;
- ROSSI G., *Il fenomeno dei gruppi ed il diritto societario: un nodo da risolvere*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 1136 ss.;
- RUTIGLIANO M., *La conversione dei crediti in capitale di rischio*, in *Banche e banchieri*, 2010, n. 2, pp. 93 ss.;
- SANDRELLI G., *La direttiva sul capitale sociale dopo l'aggiornamento del 2006: dibattito e riforme*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 6, 2008, pp. 1125 ss.;
- SANTAGATA R., *Il gruppo paritetico*. Torino, 2001;
- SANTOSUOSSO D., *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003;

- SCANDIZZO P.L., *Il mercato e l'impresa: le teorie e i fatti*, in *Tratt. dir. comm.* diretto da V. BUONOCORE, I, 6, Torino, Giappichelli, 2002;
- SCANO A., *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2011, n. 8, pp. 14 ss.;
- SCHLECHTER D. S., *The Principal Principle: Controlling Creditors Should Be Held Liable for Their Debtors' Obligations*, in *U. C. Davis L. R.*, 1986, pp. 877 ss.;
- SHEPERD J. M. – TUNG F., *What Else Matter for Corporate Governance?: The Case of Bank Monitoring*, in *88 B.U.L. Rev.*, 2008, pp. 991 ss.;
- SIMONE C., *Crisi Fiat Auto: la natura, le cause, gli effetti*, in *Sinergie*, 2006, n. 69, pp. 213 ss.;
- SKEEL D.A., *Debt's Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*, Princeton, N.J., Princeton University Press, 2001;
- SPADA P., *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio nazionale del Notariato*, 2004, suppl. n. 2, pp. 226 ss.;
- SPADA P., *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, pp. 621 ss.;
- SPOLIDORO M. S., *Gruppi di società e gruppi di imprese tra diritto societario e diritto della concorrenza*, in *I Gruppi di società. Atti del Convegno Internazionale di Studi di Venezia*, Milano, 1995, pp. 2204 ss.;
- SPOLIDORO M. S., *voce Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, Aggiornamento, IV, Milano, 2000;
- SPOLIDORO M. S., *Attuazione e inadempimento dell'obbligazione di conferire denaro*, in *Trattato Colombo- Portale*, Torino, 2004, pp. 423 ss.;
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Sub art. 2348 c.c.*, in *Società di capitali* (a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES), Napoli, 2004;

- STAGNO D'ALCONTRES A., *Sub art. 2351 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario società di capitali* (a cura di G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES), 2004;
- STANGHELLINI L., *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Rivista delle società*, 2004, IV, pp. 1041 ss.;
- STANGHELLINI L., *Creditori «forti» e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2006, n.4, pp. 377 ss.;
- STANGHELLINI L., *Le crisi di impresa fra diritto e economia*, Bologna, 2007;
- STANGHELLINI L., *Il credito irresponsabile alle imprese e ai privati: profili generali e tecniche di tutela*, in *Società*, 2007, p. 404 ss.;
- STANGHELLINI L., *Il ruolo dei finanziatori nella crisi d'impresa: nuove regole ed opportunità di mercato*, in *Fallimento*, 2008, n. 9, pp. 1075 ss.;
- STANGHELLINI L., *La nuova revocatoria fallimentare nel sistema di protezione dei diritti dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, pp. 69 ss.;
- STANGHELLINI L., *Finanziamenti-ponte e finanziamenti alla ristrutturazione*, in *Fallimento*, 2010, n. 12, pp. 1346 ss.;
- STELLA RICHTER JR M., *“Trasferimento del controllo” e rapporti tra i soci*, Milano, 1996;
- STIGLIZ J. – WEISS A., *Credit rationing in market with imperfect information*, in *American econ. rev.*, 1981, n. 3;
- TARELLI R. , *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. Comm.*, 2008, n. 6, pp. 1169 ss.;
- THE WORLD BANK, *PRINCIPLES AND GUIDELINES FOR EFFECTIVE INSOLVENCY AND CREDITOR RIGHTS SYSTEMS*, Aprile, 2001, reperibile al sito:

<http://www.worldbank.org/ifa/Insolvency%20Principles%20and%20Guidelines%20April%202001.pdf>;

- TIROLE J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, 2006;
- TOMBARI U., *Azioni di risparmio e strumenti ibridi "partecipativi"*, Firenze, 2000;
- TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 1082 ss.;
- TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" e diritti amministrativi nelle società per azioni*, *Studio n. 5571/I, del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2005, pp. 8 ss.;
- TOMBARI U., *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, n. 5, pp. 965 ss.;
- TRENTINI C., *Le spese nel fallimento*, in *Giurisprudenza di merito*, 2009 fasc. 7-8S, pp. 74 ss.;
- TRIANTIS G. G. – DANIELS R. J., *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, in *Cal. L. Rev.*, 1995, pp. 1073 ss.;
- TUCCI A., *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti. L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies americane*, Milano, 2003;
- TUNG F., *The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary duties for Creditors*, in *Emory L. J.*, 2008, pp. 809 ss.;
- TUNG F., *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in *57 UCLA L. Rev.*, 2009, pp. 115 ss.;
- UNIVERSITÀ DI FIRENZE – CNDCEC - ASSONIME, *Linee guida per il finanziamento delle imprese in crisi*, 2010;

- VALENTE C., *The London Approach: le procedure di concertazione per salvare le imprese in crisi*, in *Fallimento*, 1998, n.3;
- VALENTE C., *La Corporate Reorganization: elementi di comparazione e di prospettiva a seguito della recente riforma della disciplina concorsuale italiana*, in *Dir. Fall.*, 2008, n. 3-4, pp. 459 ss.;
- VALZER A., *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* (a cura di Abbadessa – Portale), 3 Torino, 2007;
- VASSALLI F., *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione*, Milano, Giuffrè, 1973;
- VELLA F., *Il nuovo diritto societario e la "governante" bancaria*, in *Banca Imp. Soc.*, 2003, pp. 310 ss.;
- VICARI A., *I finanziamenti delle Banche a fini ristrutturativi*, in *Giur. Comm.*, 2008, pp. 478 ss.;
- VISCUSI A., *I profili di responsabilità della banca nella concessione del credito*, Milano, 2004;
- VIVALDI R., *Soluzione negoziale dell'insolvenza: responsabilità civile della banca nelle crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 1998, pp. 557 ss.;
- VIVALDI R., *Soluzione negoziale dell'insolvenza: responsabilità civile delle banche nella crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 1998, n. 6, pp. 557 ss.;
- WEINSTEIN D. E. – YAFEH Y., *On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan*, in *Journal of Finance*, 1998, vol. 53, n. 2, pp. 635 ss.;
- WHITEHEAD C. K., *The Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, in *The Journal of Corporation Law*, 2009, pp. 641 ss.;

- WILLIAMSON O. E., *Corporate Finance and Corporate Governance*, in 43 *J. Fin.*, 1988, pp. 580 ss.;
- WOOD P., *Law and Practice of International Finance*, Sweet & Maxwell, 2008;
- WRUCK K. H., *Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency*. in 27 *J. fin. econ.*, 1990, pp. 419 ss.;
- ZACCAGNINI M., *Alcune osservazioni in tema di prestiti obbligazioni emessi da società quotate italiane*, reperibile all'indirizzo http://www.gop.it/doc_pubblicazioni/39_57kpgwf2of_ita.pdf;
- ZORZI A., *Il finanziamento alle imprese in crisi e le soluzioni stragiudiziali (piani attestati e accordi di ristrutturazione)*, in *Giur. comm.*, 2009, I, pp. 1236 ss.