



# UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

Scuola di Dottorato in Scienze Giuridiche  
*Curriculum* di Diritto Commerciale – XXVII ciclo

**I POTERI E LE RESPONSABILITÀ DEI CREDITORI TITOLARI DI  
STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI NELL'AMBITO DELLE  
PROCEDURE STRAGIUDIZIALI DI RISOLUZIONE  
DELLA CRISI DI IMPRESA**

Tesi di dottorato di:  
EDOARDO GALEOTTI

*Tutor:*

Chiar.mo Prof. Umberto Tombari

*Referente del Curriculum di Diritto Commerciale:*

Chiar.mo Prof. Roberto Sacchi

A.A. 2013/2014



## ABSTRACT

*La tesi ha ad oggetto lo studio dei poteri e delle responsabilità dei creditori bancari titolari di strumenti finanziari partecipativi nell'ambito delle procedure stragiudiziali di risoluzione della crisi di impresa.*

*Il primo capitolo è dedicato all'inquadramento della problematica e si sofferma, da un lato, sull'analisi delle motivazioni economico-giuridiche poste alla base dell'utilizzo dell'istituto degli strumenti finanziari partecipativi nell'ambito delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa e, dall'altro lato, sull'approfondimento dei poteri che possono essere attribuiti a tali strumenti, con particolare riferimento a quelli di voice, nonché sulle concrete modalità di esercizio degli stessi.*

*Il secondo capitolo si sofferma sull'analisi del dovere di osservanza dei principi di correttezza e buona fede in capo al creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi giungendo alla conclusione che la situazione di crisi, costituendo la causa fondante della partecipazione del creditore, per mezzo dei citati strumenti, al contratto sociale, comporta la necessità, al fine di dirimere i potenziali conflitti derivanti da tale rapporto, di arricchire i contenuti del citato dovere di buona fede integrandolo con elementi esterni al contratto associativo. La tematica viene approfondita anche con un approfondimento degli effetti conseguenti al riconoscimento in capo al creditore di una mancata osservanza di detti principi nell'esercizio dei propri poteri di voice.*

*Il terzo capitolo è dedicato all'analisi dei doveri di osservanza dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale da parte del creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi. A tale fine, da un lato, viene analizzata la sussistenza, nel contesto delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa, di un rapporto tra creditore bancario e società in crisi in termini di attività di direzione e coordinamento e, dall'altro lato, vengono studiate le circostanze nelle quali il creditore bancario può incorrere nella responsabilità prevista dall'articolo 2497 c.c. soffermandosi, da ultimo, sulle modalità di determinazione del danno conseguente alla violazione di tale articolo.*

*The dissertation deals with the powers and the responsibility of the banks which hold financial instruments referred to in article 2346, sixth paragraph of the Italian Civil Code within the framework of the out-of-court procedures of the resolution of the companies crisis.*

*The first chapter aims to investigate the economic and legal reasons that encourage the use of the financial instruments within the abovementioned framework and the powers that can be allocated to the creditors by these instruments. The second chapter analyzes the duty of good faith and fair dealing of the banks which hold financial instruments and the consequences deriving from a breach of these principles. The third chapter draws the responsibility of the banks which hold financial instruments resulting from a violation of the article 2497 of the Italian Civil Code.*



## INDICE

1.	Il rapporto tra procedure di risoluzione delle crisi d'impresa e "strumenti finanziari partecipativi" ex articolo 2346, co. 6, c.c. ....	1
1.1	Il concetto di crisi d'impresa e il quadro normativo destinato alla sua regolamentazione.....	1
1.2	La funzione dello strumento finanziario partecipativo nell'ambito delle procedure di risoluzione della crisi di impresa .....	25
1.3	I poteri di <i>voice</i> ex articolo 2351, co. 5, c.c. spettanti al creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi .....	40
2.	Il dovere di osservanza dei principi di correttezza e buona fede in capo al creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi nell'ambito delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa .....	49
2.1	La soluzione della crisi di impresa quale causa di partecipazione al contratto sociale.....	49
2.2	Il piano economico-finanziario quale elemento integrativo del principio di esecuzione in buona fede del contratto associativo .....	63
2.3	Gli effetti del riconoscimento dell'esercizio abusivo dei poteri di <i>voice</i> da parte del creditore .....	78
3.	Il dovere di osservanza dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale da parte del creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi nell'ambito delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa ...	95
3.1	Strumenti di risoluzione stragiudiziale della crisi di impresa e responsabilità ex articolo 2497.....	95
3.2	Il principio di corretta gestione societaria e imprenditoriale della società eterodiretta alla luce del ruolo assunto dal creditore istituzionale nel contesto delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa .....	113
3.3	La determinazione del danno derivante dalla violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale della società eterodiretta da parte del creditore istituzionale nel contesto delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa.....	124
	<b>Bibliografia.....</b>	<b>136</b>

# 1. IL RAPPORTO TRA PROCEDURE DI RISOLUZIONE DELLE CRISI D'IMPRESA E "STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI" EX ARTICOLO 2346, CO. 6, C.C.

## 1.1 Il concetto di crisi d'impresa e il quadro normativo destinato alla sua regolamentazione

Nell'ambito delle discipline economiche, la crisi d'impresa rappresenta un argomento ampiamente approfondito <sup>(1)</sup>. Contrariamente ai contigui ma differenti concetti di declino <sup>(2)</sup> e insolvenza, la crisi costituisce una particolare forma di squilibrio dell'assetto finanziario e patrimoniale di una società <sup>(3)</sup>,

---

<sup>(1)</sup> Per una panoramica del tema si veda, *ex multis*, CAPRIO, *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica*, Mediocredito Lombardo, Milano, 1997; CASELLI, *PMI e sistema finanziario. Comportamento delle imprese e strategia delle banche*, Milano, 2003; DANOVI, *Crisi di impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Milano, 2003; FABIANI, *Osservazioni sulle misure di allarme per la crisi di impresa*, in *Il Fallimento*, 2004, 825 ss.; FORESTIERI, *Rischio del credito e finanza dell'impresa*, Milano, 1992; AA.VV., *Banche e risanamento delle imprese in crisi* (a cura di FORESTIERI), Milano, 1995; GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, 1995; GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, 1986.

<sup>(2)</sup> In ambito economico il concetto di declino è solitamente collegato all'ottenimento di una *performance* negativa, determinabile in termini di variazione di valore, misurato nella sua intensità in un definito arco temporale. Da ciò si deduce che: (1) non è identificabile solo in relazione alle perdite economiche ma, più in generale, anche al sensibile abbassamento dei flussi finanziari; (2) per definire compiutamente il concetto di declino occorre che la perdita di flussi sia sistematica e irreversibile; (3) la misura dei flussi non sia legata solamente al passato, ma anche e soprattutto alle attese, dato che è la perdita di capacità reddituale dell'impresa, e non solo la diminuzione degli utili sul piano storico, a causare il declino (sul punto, GUATRI, *Turnaround*, *op. cit.*, 110 ss.).

<sup>(3)</sup> La crisi d'impresa viene definita come il patologico processo degenerativo del divenire della gestione aziendale non più svolgentsi in condizioni di economicità (sul punto, BISASCHI – ANDREI, *La prevenzione dei dissesti aziendali: ipotesi di innovazione della legge fallimentare*, in *Riv. Dott. Comm.*, 1996, 859 ss.; SORCI, *Note in tema di relazioni tra economicità e solvibilità*, in *Riv. Dott. Comm.*, 1993, 20 ss.). Le società, al fine di conseguire autonomamente e durevolmente i propri scopi, richiedono di svolgere la propria gestione in condizioni di autosufficienza economica che si contraddistingue da un sostanziale equilibrio fra il fabbisogno di fattori e condizioni produttive di cui necessitano e la capacità di copertura di tale fabbisogno. Nel momento in cui si viene a rompere tale equilibrio scatta lo stato di crisi che, come la maggior parte degli eventi patologici, presenta vari stadi i quali, quasi sempre, degenerano con il trascorrere del tempo fino a determinare la morte economica della società. La crisi, pertanto, rappresenta uno degli stadi della vita di un'impresa commerciale ed in essa l'azienda può imbattersi per molteplici ragioni senza che, anche nel caso di patologie particolarmente gravi, necessariamente debba sfociare in conseguenze di tipo distruttivo. A tale proposito, NIGRO, *La crisi della piccola impresa tra risanamento e liquidazione*, in *Il Fallimento*, 2003, 1004 ss., rileva come la crisi possa diventare, innescando un processo di reazione, addirittura un'occasione di rilancio dell'impresa.

originato da rilevanti perdite economiche e di valore del capitale, da conseguenti forti squilibri nei flussi finanziari nonché dalla caduta di capacità di credito per perdita di fiducia da parte dei clienti, fornitori, personale e comunità finanziaria in genere. La crisi propriamente intesa, pertanto, rappresenta la fase conclamata ed esteriormente apparente del declino, ovvero la continuazione di una traiettoria negativa delle vicende dell'impresa in cui l'aggravamento degli equilibri economici e finanziari è pienamente percepito all'esterno. In tali frangenti il *deficit* finanziario della gestione <sup>(4)</sup> viene aggravato dalla perdita di fiducia da parte del mercato che, senza consistenti interventi di ristrutturazione industriale e finanziaria, diventa generalmente irrimediabile, sfociando nella successiva insolvenza.

La distinzione tra declino e crisi, il cui confine nella pratica è solitamente molto sottile <sup>(5)</sup>, è determinante per comprendere come, in termini generali, il

---

<sup>(4)</sup> In termini economici tale fase viene comunemente definita come una situazione di tensione finanziaria in cui i flussi di cassa generati nell'unità di tempo sono insufficienti a far fronte alle obbligazioni che dipendono dai contratti in essere (sul punto, BERTOLI, *Crisi di impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Milano, 2000, 11 ss.; BELCREDI, *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi nei primi anni '90*, Milano, 1996, 217 ss.). A livello operativo l'agenzia di rating Standard & Poor's ritiene che "si ha default quando vengono meno la capacità e la volontà del debitore di tenere fede ai suoi impegni finanziari relativi a un'obbligazione, rispettandone i termini originari". Secondo la regolamentazione prevista dai c.d. "Accordi di Basilea" (per il cui approfondimento si rinvia, *ex multis*, ad ACCETTELLA, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2013, I, 462 ss.), si ritiene che sia intervenuta una inadempienza (c.d. "default") in relazione ad un particolare obbligato qualora si sia verificato almeno uno dei seguenti eventi:

- (a) la banca giudica improbabile, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione di eventuali garanzie, che l'obbligato adempia *in toto* alle sue obbligazioni creditizie verso il gruppo bancario;
- (b) l'obbligato presenta verso il gruppo bancario crediti scaduti rilevanti da oltre 90/180 giorni.

Da ultimo, in ambito nazionale, la Circolare Banca d'Italia n. 272 del 30 luglio 2008 (2° aggiornamento del 9 febbraio 2011) relativo alle segnalazioni statistiche e di vigilanza su base individuale dei soggetti bancari, riconduce l'insolvenza nella voce delle c.d. "Sofferenze" nella quale devono essere ricomprese le "esposizioni per cassa e fuori bilancio nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca".

<sup>(5)</sup> Sul punto, GUATRI, *Turnaround*, *op. cit.*, 111, afferma come "non è sempre agevole separare il declino dalla crisi. Almeno nelle fasi iniziali, vere situazioni di crisi appaiono quali semplici forme di reversibile declino [...] Ciò accade ad esempio quando il flusso di cassa, a motivo degli scarsi o nulli investimenti dell'impresa in beni materiali o immateriali, o della concentrazione dei volumi

primo aspetto rappresenti un passaggio relativamente fisiologico della vita di un'impresa <sup>(6)</sup> che può essere vista come una continua dialettica tra momenti di declino e fasi di ristrutturazione volontaria per ricostituire pienamente i vantaggi competitivi dell'azienda <sup>(7)</sup>. Tale distinzione rileva anche in termini giuridici poiché, come meglio si vedrà in seguito, il concetto di declino, contrariamente a quanto avviene invece per l'insolvenza e la crisi, non assume rilievo nell'ordinamento e, in particolare, nel contesto della normativa contenuta nella Legge Fallimentare.

A livello sistematico, le situazioni di crisi aziendale che danno origine alle difficoltà di rimborso dei crediti possono essere classificate essenzialmente in due categorie che spesso si intrecciano tra loro: da una parte, crisi dovute a squilibri di natura strettamente finanziaria, dall'altra, crisi determinate dall'insufficiente redditività della gestione operativa <sup>(8)</sup>. In tale contesto,

---

*dell'attività con conseguente riduzione del capitale circolante, consente di rinviare nel tempo (spesso anche lungo) l'esplosione delle difficoltà finanziarie; oppure quando gli imprenditori ed i manager interessati sono particolarmente abili nel dissimulare lo stato progredente di declino, od addirittura forniscono informazioni artefatte per arginare e rinviare la perdita di credibilità. Ma, a parte queste situazioni particolari (seppur tutt'altro che rare), appare concettualmente arbitrario fissare un limite all'erosione prodotta dalle perdite (in termini di reddito e di valore) per stabilire quando comunica la crisi".*

<sup>(6)</sup> In tale contesto occorre tenere in considerazione come il valore di un'azienda sia indipendente dal titolo giuridico con il quale i fattori di produzione sono forniti dall'imprenditore (i.e. mediante assunzione di debito o apporto di capitale proprio). La struttura finanziaria dell'impresa, tuttavia, assume rilevanza qualora sia connotata da una preponderante componente di debito, come tipicamente accade nel panorama italiano, in quanto una società molto indebitata diviene fisiologicamente più sensibile ad una riduzione dei margini, in quanto, subendo elevate perdite, non appena la redditività si riduce al di sotto del costo del debito, la sua stessa sopravvivenza può essere messa in pericolo (sul punto, STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 20 ss.).

<sup>(7)</sup> Cfr. FORESTIERI, *Banche e risanamento delle imprese in crisi* (a cura di FORESTIERI), Milano, 1995, 136.

<sup>(8)</sup> Tale distinzione è fondamentale ai fini dell'individuazione del corretto strumento di risanamento dell'impresa. Infatti, se la crisi è determinata da uno squilibrio di natura prettamente finanziaria, una riduzione dell'onere dell'indebitamento potrebbe essere sufficiente al ripristino di una situazione di equilibrio. Qualora, invece, sia l'insufficiente redditività della gestione ordinaria ad essere alla base della crisi finanziaria, la riduzione dell'onere di indebitamento non potrebbe consentire, di per sé, il ripristino dell'equilibrio. La dottrina economica (sul punto, GUATRI, *Turnaround*, op. cit., 110 ss., FACCINCANI, *Banche, imprese in crisi e accordi stragiudiziali di risanamento*, Milano, 2007, 52 ss.) ha da tempo distinto in cinque macro categorie le diverse tipologie di crisi:

l'individuazione delle misure da adottare per la risoluzione dello stato di difficoltà risulta da un processo decisionale molto complesso che coinvolge diversi soggetti (*in primis*, azionisti, *management* e creditori), tra i quali occupano una posizione preminente, specialmente nel sistema economico italiano <sup>(9)</sup>, le banche <sup>(10)</sup>.

- 
- (a) crisi da inefficienza, che si presenta allorché uno o più settori dell'impresa operano con rendimenti inferiori rispetto a quelli della concorrenza;
  - (b) crisi da sovracapacità/rigidità, che può dipendere da un eccesso di offerta nell'intero settore, oppure dalla caduta della domanda globale o da riflessi su un'economia locale di forti correnti di importazione;
  - (c) crisi da decadimento dei prodotti;
  - (d) crisi da carenza di programmazione/innovazione, intesa sia con riguardo agli aspetti commerciali che produttivi;
  - (e) crisi da squilibrio finanziario, dove le difficoltà finanziarie possono costituire un fattore primario di crisi o un fattore derivato da squilibri degli altri aspetti produttivo/organizzativi dell'impresa.

<sup>(9)</sup> Come riportato da FACCINCANI, *Banche, imprese in crisi*, in *op. cit.*, 11 ss., "il contesto italiano è contraddistinto, da un lato, da un'assenza pressoché assoluta di rapporti tra le imprese e il mercato finanziario e, dall'altro lato, da intermediari bancari che, pur rivestendo da sempre un ruolo di assoluto rilievo nel finanziamento alle imprese, non hanno mai esercitato un'influenza significativa sulla corporate governance delle imprese stesse". A tale riguardo l'Autore rappresenta come "le imprese italiane sono da sempre caratterizzate da un basso livello di patrimonializzazione; conseguentemente le banche sono state obbligate a svolgere un ruolo di "supplenza" tramite l'attività di finanziamento. Una struttura finanziaria di tal specie è rilevante come fattore che influenza sia la probabilità sia la gravità della crisi. Infatti, sotto il profilo teorico un'impresa che decide di ricorrere al capitale di debito, oltre a dover sostenere i costi di agenzia [...], aumenta i cosiddetti costi attesi del dissesto finanziario, dati dal prodotto tra la probabilità di fallimento e i costi, diretti e indiretti, del dissesto finanziario". Sulle problematiche connesse alla sottopatrimonializzazione delle imprese italiane si veda anche FORESTIERI, *Le banche e il risanamento delle imprese in crisi: modelli istituzionali e regole del gioco*, Milano, 1995, 67; FORESTIERI – ONADO, *Governo societario e imprese bancarie*, in *Banca Impresa Società*, 1, 1998, 41; D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur. Comm.*, 2001, I, 411.

<sup>(10)</sup> In ambito nazionale i primi studi organici del rapporto tra crisi di impresa e sistema bancario prendono le mosse dalla sostenuta fase di recessione economica dei primi anni '90 che è coincisa con la ristrutturazione del sistema bancario in attuazione delle Direttive Europee 77/80/CEE del 12 dicembre 1977 e 89/646/CEE del 15 dicembre 1989, destinate a disciplinare, prevedendone la graduale privatizzazione, l'ordinamento degli istituti creditizi (attuato attraverso il D.P.R. 27 giugno 1985, n. 350 e il D.Lgs. 14 dicembre 1992, n. 481). Sul rapporto tra imprese in crisi e istituti di credito, si esprime CESARINI, *Il rapporto banca-impresa e l'utilizzo di warrants nei piani di risanamento aziendale*, in *Banca Impresa e Società*, 1993, 192, che sottolinea come nel periodo di crisi dei primi anni '90, "l'altro insegnamento che è giocoforza tratto dalla crisi è che i banchieri hanno dimostrato di possedere una conoscenza della situazione del cliente e una capacità di previsione delle sue difficoltà finanziarie mediamente molto modesta, superficiale e parcellizzata. Dall'osservazione del caso italiano risulta quindi gravemente indebo-

Una volta emersa, le soluzioni prospettabili per affrontare la crisi di impresa possono essere ricondotte essenzialmente alle due alternative della liquidazione e della ristrutturazione. La scelta dovrebbe essere guidata dal criterio della minimizzazione dei costi derivanti dalla crisi e ricadere quindi sulla strategia che, secondo un approccio di analisi di efficienza *ex post* <sup>(11)</sup>, garantisce l’allocazione ottimale delle risorse possedute dall’impresa e il contenimento dei costi associati alla gestione della crisi. Dati questi presupposti, la società dovrebbe essere liquidata solo quando si ritiene di ottenere attraverso tale procedura un controvalore superiore al valore dell’azienda in attività, al netto dei costi necessari per mantenerla in vita <sup>(12)</sup>.

La realtà, tuttavia, dimostra come la compagine azionaria e il relativo *management* siano orientati, salvo rare eccezioni, alla continuazione dell’impresa in considerazione della volontà di non perdere interamente il capitale investito confidando di poter beneficiare in una eventuale *upside opportunity* a seguito della ristrutturazione della società <sup>(13)</sup>. Come noto, i creditori, per contro, non

---

*lito il postulato della prevalente dottrina sulle funzioni della banca secondo cui questa è in grado di effettuare un’efficace screening e monitoring della propria clientela imprenditoriale sulla base delle informazioni riservate che ottiene grazie alla posizione di creditore”.*

<sup>(11)</sup> Cfr. BELCREDI, *Le ristrutturazioni stragiudiziali*, in *op. cit.*, 217; GUATRI, *Turnaround*, in *op. cit.*, 110 ss..

<sup>(12)</sup> Cfr. NIERI, *Il ruolo delle banche nelle crisi di impresa: l’esperienza di Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Giappone*, in *Banca Impresa e Società*, 1996, 379. Come rappresentato da FAC-CINCANI, *Banche, imprese in crisi*, in *op. cit.*, 70, “la scelta tra le due opzioni dovrebbe essere perciò basata su un confronto tra il valore di liquidazione e il valore di funzionamento dell’impresa. In verità per ogni banca ciò che veramente risulta rilevante non è il firm value, bensì la massimizzazione della quota di recupero del proprio credito. Da un punto di vista economico, ciò significa che la decisione verrà basata su un paragone tra il valore recuperabile del credito in una situazione di liquidazione dell’impresa e il valore attuale di ciò che si potrà recuperare, una volta che la ristrutturazione sia portata con successo a compimento, al netto dei nuovi investimenti da finanziarie per consentire il risanamento”.

<sup>(13)</sup> Per uno studio empirico sul rapporto tra tempestività nell’emersione della crisi e ricorso ad una procedura di risanamento protetta, cfr. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 1027 ss.; SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell’impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 305 ss.; VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 133 ss.; PALETTA, *Tempestiva emersione dello stato di crisi e qualità dei piani di concordato: prime evidenze empiriche*, in *Il Fallimento*, 2013, 1037 ss.. Sul punto anche PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO – PORTALE, Torino, 1993, vol. 3\*\*, 11, che riconosce come “il con-

dispongono di questa opportunità dal momento che il valore del loro credito non potrà mai superare quanto stabilito dal contratto costitutivo il relativo rapporto giuridico <sup>(14)</sup>. Il loro orizzonte decisionale, contrariamente a quello dei soci, è destinato a raggiungere la soluzione che minimizza la propria perdita che, nel caso di liquidazione, appare determinabile con una discreta approssimazione *ex ante*, mentre nel caso di continuazione dell'impresa risulta incerta sia nell'*an* sia nel *quantum*, dipendendo dall'esito della ristrutturazione e dalla capacità dell'impresa di raggiungere gli obiettivi di risanamento <sup>(15)</sup>.

---

*flitto tra soci e creditori non è costante, non sussiste rispetto ad ogni delibera, ma solo in relazione alla variazione nel rapporto tra patrimonio netto e indebitamento o all'incremento nel grado di rischio degli investimenti sociali. La propensione al rischio dei soci è infatti tipicamente superiore a quella dei creditori (mentre per i soci ad un incremento del rischio di perdita del proprio capitale può associarsi la possibilità di un profitto maggiore, per i creditori a tasso di interesse fisso, all'aumento del rischio di insolvenza del debitore non si associa alcuna possibilità di incremento dell'interesse)".*

<sup>(14)</sup> La fattispecie in esame rappresenta un esempio di manifestazione dei c.d. "costi d'agenzia" (Cfr. BELCREDI, *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Vita e Pensiero, Milano, 1995, 39; FACCINCANI, *Banche, imprese in crisi*, in *op. cit.*, 2 ss.; COASE, *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, 1995; EASTERBROOK – FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996). Quest'ultima si basa sul presupposto che, in un'economia efficiente, in uno scambio finanziario esistono delle asimmetrie informative derivanti dal fatto che i soggetti interessanti dispongono di limitate informazioni sull'esito prevedibile del sottostante rapporto giuridico. In tale quadro, il soggetto maggiormente penalizzato è colui che conferisce le risorse poiché per quest'ultimo può risultare complesso entrare in possesso delle adeguate informazioni per valutare, in via preliminare, i rischi impliciti nelle proposte di scambio dei potenziali prenditori. Dati questi presupposti, anche il finanziamento dell'impresa attraverso un aumento del rapporto di indebitamento dell'impresa determina inevitabilmente l'insorgere di costi di agenzia derivanti dall'intrinseco conflitto di interesse tra azionisti e creditori dell'impresa stessa. La contrapposizione tra l'assenza di *upside opportunity* tipica del contratto di debito e la presenza, invece, della *upside opportunity* tipica del contratto associativo, unitamente al beneficio della limitata responsabilità di cui godono gli azionisti, porta questi ultimi a intraprendere progetti di investimento rischiosi (cfr. JENSEN – MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n. 4, 1976, 305-360, reperibile su <http://papers.ssrn.com>). In tutto ciò, la crisi d'impresa determina un aggravamento del conflitto di interessi tra creditori e azionisti (cfr. FACCINCANI, *Banche, imprese in crisi*, in *op. cit.*, 4). In tale particolare frangente, infatti, questi ultimi sono soliti:

- (a) intraprendere progetti ad alto rischio (c.d. "*risk shifting*"), in cui l'incognita delle probabilità di riuscita supera quella assunta solitamente dalla società;
- (b) intraprendere progetti che, pur presentando un valore attuale netto positivo, non sono in grado di evitare il fallimento (c.d. "*underinvestment*");
- (c) prosciugare gli *assets* aziendali (c.d. "*milking the property*").

<sup>(15)</sup> Sul punto GUALTIERI, *Il processo decisionale delle banche per l'adesione ai piani di risanamento delle imprese*, in *Riv. Soc.*, 1996, 855, per il quale "occorre infatti considerare che comportamenti di *moral hazard* che sfruttano l'asimmetria informativa tra management e creditori, si

Poiché la valutazione della gravità della situazione in cui versa la società costituisce la base di partenza per ogni decisione in merito ad un eventuale intervento ristrutturativo e tale valutazione è inevitabilmente influenzata da un'analisi delle conseguenze, sotto il profilo giuridico, alle quali sono sottoposti i soggetti coinvolti in tale processo, si comprende come le probabilità di successo nel formulare un piano che offra attendibili garanzie circa l'effettivo risanamento dell'impresa siano strettamente influenzate dall'assetto normativo offerto dall'ordinamento per la regolazione della fase di crisi <sup>(16)</sup>.

A tale proposito, il Legislatore, pur con un certo ritardo rispetto alle conclusioni alle quali era già giunta parte della dottrina giuridica <sup>(17)</sup>, ha preso coscienza del fatto che il fallimento, così come strutturato nell'originaria impostazione risalente al 1942, lasciava poco spazio, data la sua natura squisitamente

---

*verificano proprio in situazioni di crisi in cui si acuisce il conflitto di interessi tra azionisti e creditori; in quei momenti il valore del capitale tende ad azzerarsi, e quindi il valore dell'implicita opzione call che i soci hanno sull'attivo netto dell'impresa è molto vicina allo zero; per accrescere il valore di questa opzione gli azionisti hanno interesse ad incrementare la variabilità attesa mediante comportamenti di gestione più rischiosi. Pertanto nella situazione di crisi il management, espressione dei soci, per favorire questi ultimi, che hanno a quel punto un down-side risk molto basso, può essere spinto ad intraprendere operazioni ad altro rischio ed alto rendimento. Questo comportamento è ovviamente contrario agli interessi dei creditori che, all'opposto, hanno un down-side risk pari all'ammontare del loro credito e nessuna up-side opportunity non avendo diritto a più del loro credito".*

<sup>(16)</sup> Sul punto D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi*, in *op. cit.*, 413. L'istanza per la "tempestiva, efficiente, imparziale soluzione dell'insolvenza" è espressa, tra l'altro, tra gli obiettivi della "Guida legislativa sull'insolvenza" elaborata dall'UNCITRAL (Commissione Permanente delle Nazioni Unite per la legislazione sul Commercio Internazionale) (sul punto GHIA, *Gli obiettivi della Guida Legislativa sull'Insolvenza dell'UNCITRAL*, in *Il Fallimento*, 2005, 1229). In termini analoghi si esprime anche la RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE UE, 12 marzo 2014, n. 2014/135/UE, in *Il Fallimento*, 2014, 393 ss., emanata con "il duplice obiettivo di incoraggiare gli Stati membri a istituire un quadro giuridico che consenta la ristrutturazione efficace delle imprese sane in difficoltà finanziaria e di dare una seconda opportunità agli imprenditori onesti, promuovendo l'imprenditoria, gli investimenti e l'occupazione e contribuendo a ridurre gli ostacoli al buon funzionamento del mercato interno".

<sup>(17)</sup> Cfr. ROSSI, *Crisi delle imprese: la soluzione stragiudiziale*, in *Riv. Soc.*, 1996, 321 ss.; LANCIANO, *Quali obiettivi per la riforma della normativa fallimentare italiana?*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2001, 153; JORIO, *Le esigenze di una nuova disciplina delle crisi d'impresa*, in *Dir. Fall.*, 2003, I, 551 ss.; JORIO, *Nuove regole per le crisi d'impresa*, in *Il Fallimento*, 2000, 933 ss.; SANTONI, *I sistemi di allerta e prevenzione e le procedure anticipatorie della crisi nel progetto di riforma della legge fallimentare*, in *Dir. Fall.*, 2004, I, 733 ss.; BONFATTI - FALCONE, *La "riforma urgente" del diritto fallimentare e le banche*, Milano, 2003; BONELLI, *Nuove esperienze nella soluzione stragiudiziale della crisi delle imprese*, in *Giur. Comm.*, 1997, I, 488 ss.; SCHLESINGER, *Convenzioni bancarie di salvataggio*, in *Il Fallimento*, 1997, 893 ss..

te liquidatoria, alle opportunità di ricollocazione sul mercato dei complessi aziendali caduti in stato di crisi. Anzi, essendo l'esercizio provvisorio, così come disciplinato inizialmente dalla Legge Fallimentare, un'ipotesi marginale e considerata con sostanziale sfavore, l'apertura di una procedura concorsuale coincideva normalmente con la cessazione dell'impresa e con la sua eliminazione dal contesto economico <sup>(18)</sup>.

Con non meno sfavore erano percepite anche le procedure minori originariamente previste nella legge del '42 (concordato preventivo e amministrazione controllata), la cui rigidità di procedura ne ha impedito un uso diffuso <sup>(19)</sup>, e analoghe perplessità sollevava la normativa speciale dedicata alla soluzione

---

<sup>(18)</sup> Si esprime in questi termini la COMMISSIONE MINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLE PROCEDURE CONCORSUALI, *Relazione generale, Schema di disegno di legge recante "Delega al Governo per la riforma organica della disciplina della crisi di impresa e dell'insolvenza*, Febbraio 2004, consultabile su <http://www.ordineavvocatitrani.it/pubblica/articolo.php?articolo=109>. A tale proposito la Commissione afferma come "le statistiche ci dicono che mediamente le procedure fallimentari comportano il soddisfacimento dei creditori chirografari nella misura del 10% ed una durata media di circa 6-7 anni; ma non costituiscono una straordinaria eccezione procedure che durano oltre dieci-quindici anni. Numerosi sono inoltre i fallimenti destinati a non arrecare sostanzialmente alcun vantaggio ai creditori stante l'esiguità dell'attivo, e tuttavia comportano un impegno gravoso delle strutture giudiziarie". Prosegue affermando come "se è vero che essi [i tempi di durata dei giudizi fallimentari (Ndr)] sono in larga misura condizionati dalla lunghezza dei giudizi ordinari che vedono coinvolte le procedure, non è men vero che l'attuale legge fallimentare non ha in alcun modo considerato le opportunità di riduzione dei tempi di svolgimento di tali giudizi". Si arriva così alla conclusione che "l'attuale sistema normativo si caratterizza, oltre che per la pluralità di procedure troppo rigidamente concepite, altresì per una vasta area di esenzioni soggettive che hanno relegato tradizionalmente l'applicazione degli istituti concorsuali al medio-grande imprenditore commerciale. In un'economia sempre più dominata da rapporti commerciali e finanziari pervasivi, anche le crisi del debitore civile esigono un trattamento concorsuale come accade in altri ordinamenti, nella prospettiva esdebitatoria anche quale strumento di contrasto di diffuse e deleterie pratiche usuarie".

<sup>(19)</sup> Cfr. JORIO, *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa tra "privatizzazione" e tutela giudiziaria*, in *Il Fallimento*, 2005, 1453, che sul punto conclude affermando come "il concordato preventivo aveva almeno tre difetti essenziali: l'obbligo di corrispondere il 100% ai creditori privilegiati e almeno il 40% ai chirografi, il trattamento paritetico di questi ultimi. Rispettare questi requisiti significava condannare al fallimento imprese che avrebbero potuto evitare un esito dannoso per tutti gli interessi coinvolti mediante offerte anche inferiori alla soglia del 40% e calibrare in modo differenziato in ragione delle differenze intercorrenti tra le varie categorie di creditori. Dell'amministrazione controllata non è più neppure il caso di parlare, essendo ormai sulla strada della definitiva e sacrosanta cancellazione: una sorte che non poteva non toccare ad una procedura destinata ad imprese in temporanea difficoltà, che nell'arco di due anni presumevano di risollevarsi così bene da poter pagare interamente i creditori vecchi e nuovi, e per di più corrispondo gli interessi maturati durante la moratoria!".

della crisi dei grandi gruppi industriali <sup>(20)</sup>, i cui requisiti dimensionali per il loro accesso ne ha, di fatto, consentito un limitato utilizzo, peraltro spesso criticato per la sua scarsa efficacia a completare proficui processi di *turnaround*. Al fine di offrire nuovi strumenti che, anche alla luce di analoghe esperienze maturate in altri ordinamenti giuridici <sup>(21)</sup>, consentissero un approccio moderato alla risoluzione della crisi aziendale, il Legislatore, a partire dall'approvazione del D.L. 14 marzo 2005, n. 35, ha intrapreso un'ampia riforma della disciplina concorsuale che è proseguita – in un continuo tentativo di assecondare le contingenti esigenze economiche derivanti dalla crisi globale scoppiata a partire dal 2007 – con l'emanazione del D.Lgs. 9 gennaio 2006, n. 5, del D.Lgs. 12 settembre 2007, n. 169, del D.L. 31 maggio 2010, n. 78, fino ad arri-

---

<sup>(20)</sup> D.L. 8 luglio 1999, n. 270 e D.L. 23 dicembre 2003, n. 347 a cui sono seguiti i molteplici interventi normativi per la soluzione della crisi Alitalia e ILVA. Per una panoramica dell'istituto si veda, *ex multis*, PONTI – SPADETTO, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, Padova, 2006; ALESSI, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi*, Milano, 2000; AA.VV., *La nuova disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato d'insolvenza* (a cura di CASTAGNOLA – SACCHI), Torino, 2000; VIVALDI, *Insolvenza e grandi imprese*, in *Il Fallimento*, 2000, 124 ss.; NIGRO, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza: cenni introduttivi*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2000, 139 ss.; ROVELLI, *Luci e ombre della nuova legge sull'amministrazione straordinaria*, in *Il Fallimento*, 2000, 47 ss.; PELLEGRINO, *Amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi ed aiuti di stato, con particolare riguardo alla revocatoria fallimentare*, in *Dir. Fall.*, 2007, 119 ss.; VALIGNANI, *La crisi della grande impresa: l'evoluzione dell'amministrazione straordinaria*, in *Impresa commerciale e industriale*, 2005, 1742 ss.; BUTERA, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi ed il chapter eleven: sistemi a confronto*, in *Dir. Fall.*, 2006, 359 ss.; BONFATTI, *L'amministrazione straordinaria delle imprese di rilevanti dimensioni in stato di insolvenza*, in [www.judicium.it](http://www.judicium.it).

<sup>(21)</sup> Per un approfondimento comparatistico delle soluzioni offerte dai principali ordinamenti giuridici stranieri, cfr. GUERRERA, *La ristrutturazione 'negoziata' dell'impresa in crisi: novità legislative e spunti comparatistici*, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), 2012, dove l'analisi si sofferma, in particolare, sull'esperienza americana (*pre-packaged bankruptcy*) e inglese (*compromises/arrangements e pre-packaged administration*); GUGLIELMUCCI, *Il diritto concorsuale tedesco tra risanamento e liquidazione*, in *Il Fallimento*, 2003, 993 ss.; GUGLIELMUCCI, *La legge tedesca sull'insolvenza*, Milano, 2000; MANGANELLI, *Gestione delle crisi di impresa in Italia e negli Stati Uniti: due sistemi fallimentari a confronto*, in *Il Fallimento*, 2011, 129 ss.; FALCONE, *La riforma concorsuale spagnola*, Milano, 2006; FAUCEGLIA, *L'anticipazione della crisi d'impresa: profili di diritto comparato e prospettive future*, in *Il Fallimento*, Allegato – Convegno di Milano 21 ottobre 2008, 2009, 14 ss.; CAMPANA, *L'impresa in crisi: l'esperienza del diritto francese*, in *Il Fallimento*, 2003, 978 ss.; CAMPANA, *La prevenzione della crisi delle imprese. L'esperienza francese*, in *La legislazione concorsuale in Europa* (a cura di BONFATTI – FALCONE), Milano, 2004, I, 256 ss.; GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza. Il diritto fallimentare tra diritto ed economia*, Bologna, 2006, 345; NIERI, *Il ruolo delle banche nelle crisi di impresa*, in *op. cit.*, 386 ss..

vare ai più recenti D.L. 22 giugno 2012, n. 83, D.L. 24 giugno 2014, n. 91 e D.L. 27 giugno 2015, n. 83.

Il succedersi di tali riforme ha mutato profondamente la struttura delle procedure concorsuali modificandone, in particolare, le finalità <sup>(22)</sup>. Lo scopo primario è oggi quello di trovare, con un sempre maggiore coinvolgimento di tutti gli *stakeholders* dell'impresa interessata in un contesto stragiudiziale incentivante la negoziazione privatistica tra le parti, un accordo che consenta di mantenere in vita la realtà industriale in crisi al fine di accompagnarla in un processo di *turnaround* che ne permetta il positivo rientro nel processo economico-produttivo <sup>(23)</sup>.

Funzionale a tale processo è stata l'identificazione, anche sotto il profilo giuridico <sup>(24)</sup>, della distinzione tra insolvenza e crisi e del conseguente riconoscimento che, nell'ambito della seconda, una sua risoluzione attraverso una più o meno libera contrattazione con tutti i soggetti coinvolti, avrebbe permesso, in un contesto di maggiore trasparenza nei confronti del mercato, di tutelare in modo più efficiente la conservazione dei valori, materiali e immateriali, dell'impresa, evitandone una dispersione meramente liquidatoria.

---

<sup>(22)</sup> Sul punto cfr. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 825.

<sup>(23)</sup> Come indicato nella stessa COMMISSIONE MINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLE PROCEDURE CONCORSUALI, in *op. cit.*, le linee della riforma si sono dirette al "superamento della contrapposizione tra tutela dei creditori e conservazione degli organismi produttivi. Le nuove regole devono offrire l'opportunità di contemperare nei limiti del possibile entrambe le esigenze, rifiutando sia le soluzioni che avviliscano le attese dei creditori sia quelle che trascurino interessi che gravitano a vario titolo attorno alla vita dell'impresa. Tanto più che queste posizioni si rilevano a volte assai meno confliggenti di quanto si possa in teoria supporre, costituendo la conservazione dell'impresa un valore anche per i creditori, i quali spesso proprio dalla conservazione di quel valore potranno sperare di conseguire un più congruo soddisfacimento del credito in sofferenza. Il giusto equilibrio deve peraltro essere ricercato attraverso il consenso dei creditori ogni qual volta sia possibile evitare una procedura liquidatoria, e non essere ad essi imposto".

<sup>(24)</sup> Cfr. BOCCUZZI, *I meccanismi di allerta e prevenzione e le procedure stragiudiziali*, in *Dir. Fall.*, 2005, I, 626 ss.; DE FERRA, *La riforma societaria e gli istituti di allerta e prevenzione nella riforma delle procedure concorsuali*, in *Dir. Fall.*, 2005, I, 470 ss.; DE FERRA, *Il rischio di insolvenza*, in *Giur. Comm.*, 2001, I, 193 ss.; FABIANI, *Osservazioni sulle misure*, in *op. cit.*, 825 ss.; CAVALLINI, *Dalla crisi alla conservazione dell'impresa nelle ultime riforme fallimentari: uno sguardo d'insieme tra novità della legge e statuizioni della Suprema Corte*, in *Riv. Soc.*, 2013, 762 ss..

A tale scopo, il Legislatore ha introdotto nuovi istituti che, oltre a beneficiare delle caratteristiche di agilità e flessibilità proprie dei contratti privatistici, si svolgono in un contesto di garanzie idonee ad assicurare le protezioni tipiche delle procedure giudiziali <sup>(25)</sup>. In tale ambito assumono particolare rilievo, anche alla luce di un loro sempre più crescente utilizzo nella prassi, gli istituti del c.d. “*piano di risanamento*” previsto dall’articolo 67, co. 3, lett. d), L.F. e i c.d. “*accordi di ristrutturazione dei debiti*” previsti dall’articolo 182-bis L.F., entrambi destinati ad eliminare, al verificarsi di determinate condizioni previste dalla Legge Fallimentare, i principali deterrenti che, prima della novella del 2005 e dei successivi decreti correttivi, ostacolavano per i creditori l’utilizzo di soluzioni stragiudiziali per affrontare la crisi d’impresa. Ci si riferisce, in particolare, da un lato, al concreto pericolo, in caso di successivo fallimento dell’impresa, della soggezione all’azione revocatoria fallimentare e/o ordinaria delle attività poste in essere per dare esecuzione al piano di risanamento, e, dall’altro lato, all’eventualità, sempre in ipotesi di avvio di una procedura concorsuale, di una chiamata in concorso per i reati di bancarotta <sup>(26)</sup>.

Rinviando ad altre sedi l’approfondimento specifico, rispettivamente, della disciplina del piano di risanamento <sup>(27)</sup> ex articolo 67, co. 3, lett. d), L.F. e degli

---

<sup>(25)</sup> Cfr. JORIO, *Le soluzioni concordate delle crisi*, in *op. cit.*, 1453.

<sup>(26)</sup> Cfr. TAROLLI, *I contratti per la ristrutturazione dei debiti*, in *Giur. Comm.*, 2014, I, 791.

<sup>(27)</sup> Per una panoramica dell’istituto si veda, *ex multis*, BERTACCHINI, *Gli effetti del fallimento sugli atti pregiudizievole ai creditori*, in AA. VV., *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2007; BONFATTI, *Gli atti di “esecuzione” in generale delle procedure concorsuali minori, degli accordi di ristrutturazione e dei “piani” di risanamento*, in BONFATTI, *La disciplina dell’azione revocatoria*, Milano, 2005; BONFATTI – CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011; CAPO, *Le esenzioni dell’azione revocatoria e gli strumenti di composizione concordata della crisi*, in AA. VV., *Il concordato preventivo e la ristrutturazione del debito d’impresa*, Torino, 2006; D’AMBROSIO, *Sub art. 67, 3° comma, lett. d), e), g)*, in JORIO – FABIANI (diretto da e coordinato da), *Il nuovo diritto fallimentare*, Bologna, 2007; DE CRESCENZO – PANZANI, *Il nuovo diritto fallimentare*, Milano, 2005; DEMARCHI, *I piani di risanamento ex art. 67 legge fallimentare. Tentativo di ricostruzione di un istituto non tipizzato a partire dai suoi effetti in caso di fallimento*, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); FERRO, *Il piano attestato di risanamento*, in *Il Fallimento*, 2005, 1353 ss.; FERRO, *Sub art. 67, co. 3, lett. d)*, in *La legge fallimentare* (a cura di FERRO), Padova, 2011; GALLETTI, *Le nuove esenzioni dalla revocatoria fallimentare*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, 163 ss.; IANNACCONE, *Accordi di ristrutturazione e piani di risanamento: riflessioni a margine di un caso concreto*, in *Le nuove procedure concorsuali dalla riforma “organica” al decreto “correttivo”* (a cura di AMBROSINI), Bologna, 2008; MANDRIOLI, *Presupposti ed effetti dei*

accordi di ristrutturazione dei debiti (<sup>28</sup>) ex articolo 182-bis L.F., ai fini del presente studio preme sottolineare come entrambi gli istituti (riservati in via

---

*piani di risanamento: le finalità dell'istituto*, in *La disciplina dell'azione revocatoria nella nuova legge fallimentare e nei "fallimenti immobiliari"* (a cura di BONFATTI), Milano, 2005; MANDRIOLI, *Struttura e contenuti dei "piani di risanamento" e dei "progetti di ristrutturazione" nel concordato preventivo e negli accordi di composizione stragiudiziale delle situazioni di "crisi"*, in *Le nuove procedure concorsuali per la prevenzione e sistemazione delle crisi di impresa* (a cura di BONFATTI - FALCONE), Milano, 2006; MANDRIOLI, *Commento all'art. 67, comma 3, lett. d) (la ricostruzione giuridico-aziendalistica)*, in *La legge fallimentare* (a cura di FERRO), Padova, 2011; PAJARDI - PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008; RIVA, *L'attestazione dei piani delle aziende in crisi. Principi e documenti di riferimento a confronto. Analisi Empirica*, Milano, 2009; STASI, *I piani di risanamento e di ristrutturazione nella legge fallimentare*, in *Il Fallimento*, 2006, 861 ss.; TARZIA, *L'ambito di applicazione delle esenzioni nel nuovo art. 67 l.fall.*, in *Il Fallimento*, 2008, 637 ss..

(<sup>28</sup>) Per una panoramica dell'istituto si veda, *ex multis*, ABETE, *Le vie negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa*, in *Il Fallimento*, 2007, 618 ss.; AMBROSINI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella nuova legge fallimentare: prime riflessioni*, in *Il Fallimento*, 2005, 949 ss.; AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, XI, Padova, 2008; BELLUCCI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti (prima e dopo il decreto correttivo n. 169 del 12 settembre 2007)*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2008, I, 503 ss.; BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007; BONSIGNORI, *Il finanziamento alle imprese in crisi nella fase preparatoria della ristrutturazione del debito*, in *Il Fallimento*, Allegato - Convegno di Milano 21 ottobre 2008, 2009, 37 ss.; CAPOBIANCO, *Gli accordi stragiudiziali per la soluzione della crisi d'impresa. Profili strutturali e funzionali e conseguenze dell'inadempimento del debitore*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2010, I, 295 ss.; D'AMBROSIO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Le nuove procedure concorsuali per la prevenzione e la sistemazione della crisi d'impresa* (a cura di BONFATTI - FALCONE), Milano, 2006; D'AMBROSIO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in FAUCEGLIA - PANZANI (diretto da), *Fallimento e altre procedure concorsuali*, III, Torino, 2009; DIMUNDO, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: la meno "meno incerta" via italiana alla "reorganization"*, in *Il Fallimento*, 2007, 707 ss.; FABIANI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: l'incerta via italiana alla "reorganization"*, in *Foro It.*, 2006, I, 263 ss.; FABIANI, *L'ulteriore upgrade degli accordi di ristrutturazione e l'incentivo ai finanziamenti nelle soluzioni concordatarie*, in *Il Fallimento*, 2010, 903 ss.; FAUCEGLIA, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge 80/2005*, in *Il Fallimento*, 2005, 1445 ss.; FERRO LUZZI, *Prolegomeni in tema di accordi di ristrutturazione dei debiti dell'imprenditore in stato di crisi: dal paradosso del terzo creditore "estraneo"...ma non troppo*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2008, I, 826 ss.; FRASCAROLI SANTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Padova, 2010; GALARDO, *Accordi di ristrutturazione: valutazione del tribunale e inadempimento dell'accordo di ristrutturazione omologato*, in *Dir. Fall.*, 2011, II, 159 ss.; GALLETTI, *I piani di risanamento e di ristrutturazione*, in *Riv. trim. dir. Proc. Civ.*, 2006, 1204 ss.; 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, 1156 ss.; INNOCENTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nel quadro dell'intervento correttivo del 2007: una possibile soluzione alla crisi d'impresa*, in *Dir. Fall.*, 2007, I, 917 ss.; INZITARI, *Gli accordi di ristrutturazione ex art. 182-bis legge fall.: natura, profili funzionali e limiti dell'opposizione degli estranei e dei terzi*, in *Dir. Fall.*, 2012, I, 13 ss.; MARANO, *Le ristrutturazioni dei debiti e la continuazione dell'impresa*, in *Il Fallimento*, 2006, 102 ss.; NARDECCHIA, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Il Fallimento*, 2006, 670 ss.; NARDECCHIA, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti e il procedimento per la dichiarazione di fallimento*, in *Il Fallimento*, 2008, 703 ss.; NOCERA, *Gli accordi di ristrutturazione come contratto privatistico: il diritto della crisi d'impresa oltre le procedure concorsuali*, in *Dir. Fall.*, 2012,

d'elezione al debitore in stato di crisi (<sup>29</sup>)), non prevedono alcuna "tipicità" di contenuto. Infatti, ferma restando la necessaria presenza, ai fini del superamento del vaglio di meritevolezza degli articoli 1322-1324 del codice civile, della causa tipica di ristrutturazione del debito e riequilibrio della posizione finanziaria e patrimoniale dell'impresa in crisi (<sup>30</sup>), al debitore (e, ove coinvolti, ai relativi azionisti) è data ampia facoltà di individuare, mediante accordo con i propri creditori, gli strumenti più opportuni per il risanamento economico-finanziario dell'impresa (<sup>31</sup>).

---

I, 376 ss.; PAGNI, *Concordato preventivo e accordi di ristrutturazione*, in BUONOCORE – BASI (diretto da), *Trattato di diritto fallimentare*, I, Padova, 2010; PATTI, *Crisi d'impresa: definizioni stragiudiziali*, in *Il Fallimento*, 2003, 5, 480 ss.; PERUGINI, *Accordi di ristrutturazione di debiti: omologazione richiesta da gruppi societari e condizioni di attuabilità (il caso Risanamento)*. Prime considerazioni, in *Dir. Fall.*, 2010, II, 1205 ss.; PISCITELLO, *Piani di risanamento e posizione delle banche*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2007, I, 538 ss.; PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2006, I, 12 ss.; PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti, ovvero la sindrome del teleobiettivo*, in *Le nuove procedure concorsuali* (a cura di AMBROSINI), Bologna, 2008; PROTO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti, tutela dei soggetti coinvolti nella crisi d'impresa e ruolo del giudice*, in *Il Fallimento*, 2007, 194 ss.; RACUGNO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Giur. Comm.*, 2009, I, 665 ss.; SCOTTI, *Appunti sugli accordi di ristrutturazione dei debiti nella teoria del contratto*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2012, II, 157 ss.; TARZIA, *Quale tutela per gli accordi con il finanziatore nella ristrutturazione dei debiti*, in *Il Fallimento*, Allegato – Convegno di Milano 21 ottobre 2008, 2009, 54 ss.; VALENSI-SE, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l.fall.: spunti per una prosecuzione del dibattito sull'inquadramento*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011; VERNA, *Sugli accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis legge fallimentare*, in *Dir. Fall.*, 2005, I, 870; VERNA, *I nuovi accordi di ristrutturazione (art. 182 bis legge fallimentare)*, in *Dir. Fall.*, 2007, 953 ss.; VETTORI, *Il contratto nella crisi dell'impresa*, in *Obbl. e contr.*, 2009, 486 ss.; ZORZI, *Il finanziamento alle imprese in crisi e le soluzioni stragiudiziali (piani attestati e accordi di ristrutturazione)*, in *Giur. Comm.*, 2009, I, 1247 ss.; UBERTAZZI, *Accordi di risanamento: i soggetti coinvolti, il ruolo delle banche e le responsabilità*, in *Dir. Banche e Mer. Fin.*, 2013, 233 ss..

(<sup>29</sup>) Parte della dottrina ritiene che la fattispecie dell'accordo di ristrutturazione dei debiti possa essere utilizzata anche in un contesto prettamente liquidatorio (sul punto, in particolare, BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio*, in *op. cit.*, 136; PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione*, in *op. cit.*, 18; RESTUCCIA, *Natura giuridica e struttura degli accordi di ristrutturazione dei debiti ai sensi del novellato art. 182 bis L. Fall.*, in *Riv. Not.*, 2012, I, 1284).

(<sup>30</sup>) Come osserva RESTUCCIA, *Natura giuridica e struttura degli accordi*, in *op. cit.*, 1257, "ciò che in realtà il Legislatore sembra aver posto in essere non è la tipizzazione di un nuovo schema negoziale, ma semplicemente l'individuazione di alcuni effetti legali conseguenti ad un procedimento che trova nell'accordo negoziale tra privati il suo elemento introduttivo ed organizzativo".

(<sup>31</sup>) Per alcuni (BRIZZI, *Finanziamento dell'impresa in crisi e doveri gestori, Relazione presentata al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale"*, Roma 21-22 febbraio 2014, reperibile in [http://rivistaodc.eu/media/24098/brizzi\\_f\\_def.pdf](http://rivistaodc.eu/media/24098/brizzi_f_def.pdf), 14) il mutato quadro normativo sembra configurare il risanamento dell'impresa "non solo come facoltà incentivata dalla legge fallimentare, bensì quale contenuto di un precipuo dovere giuridico di diritto societario, cui gli ammini-

In tale contesto, le aree di possibile azione possono riguardare, da un lato, interventi di natura prettamente economico-finanziaria, mediante ristrutturazione del debito per importo, onerosità, scadenze o attraverso concessione di nuovi finanziamenti e garanzie messe a disposizione dai creditori, dall'altro lato, interventi che coinvolgono la ridefinizione del capitale proprio, mediante la redistribuzione a favore dei creditori, anche con il ricorso a strumenti alternativi di partecipazione al capitale, dei diritti patrimoniali e amministrativi della società.

Unitamente all'assoluta libertà di contenuti, un ulteriore tratto che accomuna tali procedure è rappresentato dalla conservazione in capo alla società e ai relativi azionisti in ogni fase di perfezionamento degli accordi (dalla negoziazione alla sua esecuzione), della piena gestione dell'impresa, in ciò distinguendosi radicalmente anche dalla più attenuata e privatizzata procedura concorsuale conosciuta dalla Legge Fallimentare, ovvero il concordato preventivo.

La pregnante caratteristica privatistica di tali procedure, peraltro, porta a ritenere che tali istituti rappresentino oggi degli strumenti di correzione dell'agire societario che, in una fase di conclamata crisi, appaiono oltre che opportuni, per certi versi obbligatori <sup>(32)</sup> ai fini del raggiungimento di un oggetto sociale che, in assenza degli interventi sottesi a tali strumenti, non sarebbe altrimenti più perseguibile <sup>(33)</sup>.

Tale innovativo quadro normativo non ha mancato di stimolare l'interprete a riconsiderare in una nuova ottica il rapporto tra diritto della crisi e diritto so-

---

*stratori sono soggetti all'approssimarsi della crisi, in conformità al parametro della corretta amministrazione".*

<sup>(32)</sup> Sul punto MAZZONI, *La responsabilità gestoria*, in *op. cit.*, 821 ss.; MONTAGNANI, *Crisi dell'impresa e impossibilità dell'oggetto sociale*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2013, I, 245 ss.; VICARI, *I finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 498 ss.; ROSSI, *La governance dell'impresa in fase di ristrutturazione*, in *Il Fallimento*, 2015, 253 ss..

<sup>(33)</sup> Sul punto ancora BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità*, in *op. cit.*, 1027 ss.; SACCHI, *La responsabilità gestionale*, in *op. cit.*, 304 ss.; VICARI, *I doveri degli organi sociali*, in *op. cit.*, 128 ss.; MIOLA, *Profili del finanziamento dell'impresa in crisi tra finalità di risanamento e doveri gestori*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 1079 ss..

cietario <sup>(34)</sup> in considerazione delle ricadute che tale fase della società (e gli strumenti destinati a ricomporla) determinano proprio sulle regole di quest'ultimo <sup>(35)</sup>, il quale, tuttavia, anche dopo la riforma delle società di capitali del 2003, è pensato in un contesto di evoluzione e di sviluppo del sistema economico e non sempre appare adeguato a rispondere alle esigenze poste da un sistema che, al contrario, si sta avvitando in una crisi sempre più grave <sup>(36)</sup>. Ed è in particolare sulle problematiche connesse al mutamento degli assetti organizzativi e proprietari delle società in crisi nei quali sono coinvolti i creditori bancari che si manifestano le maggiori problematiche di rapporto tra i due "diritti" e rispetto alle quali si concentreranno gli approfondimenti contenuti nel presente contributo <sup>(37)</sup>, in considerazione del ruolo centrale che le imprese bancarie tuttora rivestono nell'economia italiana, caratterizzata da una predominanza di piccole e medie imprese con un tendenziale basso livello di patrimonializzazione a cui si è sempre sopperito mediante il ricorso al debito bancario, determinando strutture finanziarie che incentivano sia la probabilità che la gravità di una crisi. Sotto il profilo teorico, infatti, un'impresa che decide di ricorrere in misura massiccia al capitale di debito, oltre a dover sostenere i conseguenti costi di agenzia, aumenta i cosiddetti costi attesi del dissesto fi-

---

<sup>(34)</sup> Cfr. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. Soc.*, 2013, 1139; nonché BRIZZI, *Finanziamento dell'impresa in crisi e doveri gestori*, in *op. cit.*, 7, che riconosce come stia emergendo "un corpus di regole, espresse o implicite, appartenenti a ciò che è stato definito come il diritto societario della crisi, intermedio tra il campo di applicazione delle regole dell'impresa societaria in bonis ed il campo di applicazione del diritto fallimentare".

<sup>(35)</sup> Come indicato da GUERRERA – MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. Soc.*, 2008, 46, non può dubitarsi che la riorganizzazione societaria sottesa ad ogni procedura di risanamento stragiudiziale si configuri come un "processo negoziale di rifondazione della società, che coinvolge non soltanto i soci e gli organi sociali, ma anche i creditori e i partecipanti (in senso atecnico) all'iniziativa imprenditoriale".

<sup>(36)</sup> Cfr. BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2014, I, 181.

<sup>(37)</sup> Cfr. GUERRERA – MALTONI, *Concordati giudiziali*, in *op. cit.*, 22 ss.; FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. Soc.*, 2010, 99 ss.; PALMIERI, *Operazioni straordinarie "corporative" e procedure concorsuali*, in *Il Fallimento*, 2009, 1092 ss.. Sul punto anche BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni*, in *op. cit.*, 181 ss.; VICARI, *I finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, in *op. cit.*, 499 ss..

nanziario, che derivano dal rapporto tra la probabilità di fallimento e i costi, diretti e indiretti, del dissesto finanziario <sup>(38)</sup>.

Lo squilibrio tipico del contesto economico italiano ha conseguentemente caratterizzato la maggior parte degli interventi ristrutturativi che si sono distinti per il ricorso massiccio ad azioni di completo o parziale abbattimento del debito. In questo ambito, la recente prassi applicativa <sup>(39)</sup> ha confermato come l'istituto degli strumenti finanziari partecipativi rappresenti lo strumento privilegiato dal ceto bancario in quanto consente il raggiungimento di diversi obiettivi, tra cui: (i) evitare una diluizione dell'assetto proprietario; (ii) consentire una piena patrimonializzazione della società oggetto di ristrutturazione; (iii) garantire al creditore, senza un diretto coinvolgimento di quest'ultimo in tutte le dinamiche societarie, il conferimento di poteri di controllo sui principali aspetti organizzativi e gestori della società; (iv) assicurare il beneficio immediato dei vantaggi fiscali derivanti dalla conseguente perdita del credito così trasformato, senza che ciò possa pregiudicare la possibilità di godere in futuro, in caso di successo del piano di risanamento o di andamento societario superiore alle previsioni di piano, di un possibile ritorno dell'investimento assunto con lo strumento partecipativo.

L'acquisizione da parte del creditore bancario di interessenze in società non finanziarie in crisi <sup>(40)</sup>, tuttavia, è sottoposta, per le possibili problematiche di

---

<sup>(38)</sup> Cfr. FACCINCANI, *Banche, imprese in crisi*, in *op. cit.*, 12.

<sup>(39)</sup> Sulla base di uno studio interno realizzato dalla banca d'affari Rothschild ed avente ad oggetto, nell'ambito delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa, l'analisi delle strategie di ristrutturazione adottate dalle società italiane classificate come "medie" o "grandi" nell'arco temporale 2009-2013, emerge che si è ricorsi nel 69% dei casi ad un accordo di risanamento ex articolo 67, comma 3, lettera d) della L.F. mentre per il restante 31% ad un accordo di ristrutturazione dei debiti ex articolo 182-bis L.F. All'interno di tale insieme, nel 29% dei casi la risoluzione della crisi di impresa è passata attraverso la conversione in strumenti finanziari di c.d. *equity* o *quasi-equity*.

<sup>(40)</sup> Tema che, peraltro, è stato oggetto di una prima trattazione a seguito della crisi intervenuta durante la sostenuta fase di recessione macroeconomica dei primi anni '90 (sul punto, IRTI, *Dal salvataggio statale all'intervento bancario*, in *Riv. Soc.*, 1996, 1083 ss.). Sotto il profilo comparatistico, *ex multis*, NIERI, *Il ruolo delle banche nelle crisi di impresa*, in *op. cit.*, 386 ss.; KENT, *La Ristrutturazione finanziaria nell'esperienza inglese: la proposta londinese*, in *Banca Imp. Soc.*, n. 2/1993, 195 ss.; FERRI, *L'esperienza del Chapter 11. Procedura di riorganizzazione*

sistema che potrebbero derivare da un suo generalizzato impiego, a specifici limiti e condizioni. La relativa disciplina è enucleata in un combinato disposto

---

*dell'impresa in prospettiva di novità legislative*, in *Giur. Comm.*, 2002, 65 ss., CAMPANA, *L'impresa in crisi. L'esperienza del diritto francese*, in *op. cit.*, 978 ss.. Da un punto di vista storico, invece, la prima esperienza di crisi nella quale è emerso il problema strutturale della relazione fra banca e impresa si verifica nel 1929. Come noto, in tale frangente le imprese, costrette a chiedere credito in un momento di recessione internazionale, non riescono più ad adempiere alle proprie obbligazioni trascinando con sé gli istituti di credito i quali nel frattempo, nell'impossibilità di ottenere liquidità dalla riscossione dei propri crediti, hanno assunto partecipazioni nelle imprese debtrici. Si perfeziona un circolo vizioso nel quale è costretto a intervenire lo Stato al fine di salvaguardare un sistema vicino al tracollo. Il salvataggio istituzionale procedette, da un lato, tagliando i legami tra banche e industrie, separando in questo modo il credito ordinario dal credito mobiliare. A tale proposito viene creato l'Istituto Mobiliare Italiano (IMI) con R.D.L. 13 novembre 1931, n. 1398, alla cui costituzione concorsero delle strutture finanziarie pubbliche che avevano dato vita alle precedenti iniziative di finanziamento pubblico (Cassa depositi e prestiti, Istituti di assicurazione, Banche pubbliche e Casse di risparmio) e per la sua organizzazione si sfruttò la formula dell'ente imprenditore che raccoglie i mezzi necessari per esercitare le proprie operazioni attive attraverso l'emissione di obbligazioni essendo allo stesso vietata la raccolta di depositi. Inizialmente l'oggetto dell'IMI era limitato alla concessione di finanziamenti di durata inferiore a dieci anni e all'assunzione di partecipazioni industriali. Nel 1937 il limite massimo della durata dei finanziamenti fu alzato a venti anni. Dall'altro lato, il salvataggio venne attuato mediante l'attività di assunzione di partecipazioni. A tale fine venne costituito l'IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale), dapprima ente provvisorio e liquidatorio (come previsto originariamente dal R.D.L. 23 gennaio 1933, n. 5) poi permanente e gestorio (riforma avvenuta nel 1937). Inizialmente composto da due distinte sezioni, la prima (la c.d. "sezione finanziamenti") che poteva erogare crediti di durata ventennale integrando le competenze dell'IMI (funzione poi soppressa nel 1937 con la citata riforma dell'IRI), la seconda, (la c.d. "sezione smobilizzi industriali") che assumeva le posizioni di partecipazioni azionarie. Il fine del salvataggio statale era, oltre a quello di riparare la crisi presenti, la ricerca di evitare alle imprese anche le crisi future. La politica dei salvataggi proseguì nel secondo dopoguerra vedendo il moltiplicarsi di enti pubblici gestori di imprese e come tali sottratti al regime fallimentare. In tale contesto non si interrompe nemmeno il costume delle leggi speciali, invocate a protezione delle grandi imprese e, soprattutto, a tutela dei posti di lavoro. Questo progetto, legato ad una concezione politica che considerava l'intervento statale la migliore tecnica di tutela delle ripercussioni sociali delle crisi aziendali, si è dimostrato nel corso della sua applicazione sempre più inefficiente e improduttivo. Il deteriorarsi delle risorse pubbliche svuotate dal tentativo di salvare imprese per le quali non sussistevano ragioni economiche di ripresa al solo fine della protezione dei posti di lavoro ha via via spogliato le riserve rischiando di far crollare il sistema. Si è quindi profilata una necessaria rivisitazione delle procedure al fine di alleggerire il peso che lo Stato subiva dalle crisi imprenditoriali, specialmente di grandi dimensioni. In tale contesto, con deliberazione del 28 gennaio 1981, il Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) iniziò a regolare gli investimenti azionari degli istituti bancari, consentendo a questi di acquisire in via indiretta partecipazioni nel capitale d'impresе industriali piccole e medie ed autorizzandoli altresì ad assumere interessenze per recupero crediti con obbligo di alienazione "entro l'arco di cinque anni", ferma restando la facoltà della Banca d'Italia di "accordare deroghe ove obiettive difficoltà si frappongano allo smobilizzo partite" (Cfr. Delibera CICR, 28 gennaio 1981). A fronte della nuova situazione politico-economica sviluppatasi dopo la crisi degli anni '90, la linea di intervento attuata con la deliberazione del CICR del 1981 si amplia negli anni successivi con l'introduzione della Direttiva comunitaria 89/646 e il Decreto Legislativo 14 dicembre 1992, n. 481 che vengono successivamente convogliati nelle Istruzioni di Vigilanza emanate dalla Banca d'Italia il 23 giugno 1993, come successivamente aggiornate.

normativo rappresentato da un primo livello di fonte legislativa (i.e. D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385, Testo Unico Bancario o TUB) e da un secondo livello di fonte regolamentare (i.e. Nuove Disposizioni di Vigilanza Prudenziale per le Banche emanate dalla Banca d'Italia con circolare n. 263 del 27 dicembre 2006).

Per tali operazioni, a norma dell'articolo 53 del TUB <sup>(41)</sup>, la Banca d'Italia ha emanato specifiche norme di vigilanza che dettano una disciplina peculiare a seconda che le partecipazioni acquisite siano finalizzate ad un recupero crediti <sup>(42)</sup> o a sostegno di imprese in temporanea difficoltà. Nell'una, come nell'altra ipotesi, gli interventi possono essere sia finanziari che non finanziari, con la

---

<sup>(41)</sup> Tale articolo, preposto alla disciplina degli istituti e degli strumenti di vigilanza prudenziale ai fini dello svolgimento dell'attività bancaria nel rispetto dei canoni della sana e prudente gestione ai sensi dell'articolo 5 del TUB, prevede espressamente che "1. La Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, emana disposizioni di carattere generale aventi a oggetto: a) l'adeguatezza patrimoniale; b) il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni; c) le partecipazioni detenibili; [...]". La norma delinea un sistema di regolazione del settore bancario caratterizzato dalla integrazione di regole quantitative e qualitative. Le prime fanno riferimento essenzialmente al patrimonio e ai rischi; le seconde, agli assetti organizzativi nella più ampia accezione estesa ai sistemi di governo societario e di controllo interno (sul punto, GIORGIANNI – TARDIVO, *Diritto Bancario, Banche, contratti e titoli bancari*, Milano, 2006, 263 ss.; GIORGIANNI – TARDIVO, *Manuale di diritto bancario*, Milano, 2009, 245 ss.; SALERNO, *La vigilanza regolamentare delle banche: problemi di coordinamento con il nuovo diritto societario*, in *Dir. Banc.*, 2005, I, 419 ss.; BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, Milano, 2006, 67 ss.; MOLLE – DESIDERIO, *Manuale di diritto bancario e dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2005, 29 ss.; CAPRIGLIONE, *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari, Commento al d. legisl. N. 385 del 1993, testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2000, 210 ss.; FERRO LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino, 2004).

<sup>(42)</sup> Nella circostanza in cui la partecipazione sia stata acquisita per il recupero crediti, la normativa dettata nel Titolo V, Capitolo 4, Sezione IV, delle *Nuove Disposizioni di Vigilanza Prudenziale per le Banche* (Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, reperibile in <https://www.bancaditalia.it>) prevede che tale operazione debba avvenire nel rispetto dei limiti di concentrazione, complessivo e generale (i.e., nel primo caso, un insieme di partecipazioni non superiore al 60% del patrimonio di vigilanza, nel secondo caso, una partecipazione qualificata per un ammontare superiore al 15% del patrimonio di vigilanza). Si stabilisce, altresì, che l'acquisizione di dette partecipazioni deve essere finalizzata al recupero del credito attraverso lo smobilizzo dell'attivo della società al fine di liquidare il patrimonio dell'impresa. L'operazione, infine, potrà essere realizzata a seguito di delibera dell'organo con funzioni di gestione. Dal contenuto della delibera deve emergere in modo chiaro la convenienza dell'operazione medesima.

conseguente applicazione delle regole di vigilanza dettate per l'una o per l'altra categoria <sup>(43)</sup>.

La *ratio* di una disciplina delle partecipazioni detenibili è stata individuata nella necessità per l'impresa bancaria di circoscrivere il rischio connesso all'interessenza in quote di capitale in altre imprese, specialmente non finanziarie <sup>(44)</sup>, che normalmente (e a maggiore ragione in stato di crisi) implicano un contenuto di rischio più elevato rispetto alle esposizioni assunte attraverso l'ordinaria attività di credito <sup>(45)</sup>. Peraltro, come rappresentato nelle stesse disposizioni di vigilanza <sup>(46)</sup>, l'ulteriore rischio da presidiare in tale tipologia di operazioni è quello connesso al coinvolgimento della banca nella gestione e nei risultati economici di imprese non finanziarie con possibile insorgere di situazioni di conflitto di interessi.

---

<sup>(43)</sup> Cfr. CESARINI, *Il rapporto banca-impresa*, in *op. cit.*, 192 ss.. Come indicato nelle stesse *Nuove Disposizioni di Vigilanza Prudenziale per le Banche* (Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, reperibile in <https://www.bancaditalia.it>), in ottemperanza ai vincoli patrimoniali delle imprese di investimento e degli enti creditizi previsti dalla Direttiva 2006/49/CE, l'incidenza di singole esposizioni che “*rappresentano una percentuale consistente dell'esposizione totale*”, determinano un ricalcolo del coefficiente per la determinazione del rispetto del requisito patrimoniale di vigilanza.

<sup>(44)</sup> Come osservato da FACCINCANI, *Banche, imprese in crisi*, in *op. cit.*, 7, il rapporto che lega banche e società non finanziarie muta a seconda delle diverse tipologie di sistemi finanziari nel quale si innesta. Nel c.d. *outsider system*, tipico delle realtà anglosassoni e che si connota per la presenza di imprese di grandi dimensioni ad azionariato diffuso (c.d. *public company*) per le quali il mercato influenza in misura determinante la *corporate governance*, il rapporto banca e impresa assume la forma del c.d. *transaction banking*, caratterizzato per la sua discontinuità e basato su singole operazioni finalizzate soprattutto al raggiungimento del minor costo possibile del capitale. Nei c.d. *insider system*, tipico del capitalismo giapponese e tedesco, in cui vi è un'elevata concentrazione della proprietà e una scarsa indipendenza del *management*, il suddetto rapporto con l'intermediario bancario (in questo caso definito *relationship banking*) assume un ruolo chiave per il monitoraggio dell'azienda sia una fase precedente che successiva alla crisi d'impresa.

<sup>(45)</sup> La disciplina delle partecipazioni detenibili era già contenuta nella legge bancaria del 1936, la quale – operante la distinzione tra aziende di credito e istituti di credito speciale con differenti orizzonti temporali di riferimento della propria attività di raccolta e di impiego – costituiva la base giuridica per il riconoscimento a questi ultimi della possibilità di porre in essere tutta una serie di operazioni fra le quali si annoverano l'erogazione di finanziamenti a medio-lungo termine e l'assunzione di partecipazioni (Cfr. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2006, 628-629).

<sup>(46)</sup> *Nuove Disposizioni di Vigilanza Prudenziale per le Banche* (Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, reperibile in <https://www.bancaditalia.it>), 41.

La vigente disciplina regolamentare della Banca d'Italia, in un'ottica di adeguamento della normativa italiana alla legislazione comunitaria, è frutto di un'evoluzione che, a partire dal Decreto del Ministero del Tesoro n. 242632 del 22 gennaio 1993 <sup>(47)</sup> è giunta sino alla citata Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 che ha parzialmente riscritto il Titolo V, Capitolo 4 delle Disposizioni di Vigilanza Prudenziale <sup>(48)</sup>.

Oggi, con specifico riferimento alle partecipazioni nelle imprese che si trovano in difficoltà finanziaria mediante la conversione dei crediti in capitale, alla luce dei rischi che la fattispecie è in grado di comportare sugli assetti patrimoniali della banca interessata, si registra una maggiore attenzione da parte del regolatore nel circoscrivere le condizioni a cui deve essere subordinata tale operazione.

A tale fine, lo scopo complessivo dell'intervento non può prescindere dalla verifica della sussistenza di una convenienza economica per la banca da valutarsi, non soltanto in relazione al singolo investimento, ma anche tenendo in considerazione la sua influenza sul portafoglio di partecipazioni considerato nella sua globalità.

---

<sup>(47)</sup> Reperibile in <https://www.bancaditalia.it>, prevede espressamente che *“interventi partecipativi in imprese in difficoltà transitorie possono essere effettuati purché nell'ambito di piani che ne prevedano il riequilibrio economico e finanziario. Tali operazioni saranno assistite da particolari cautele precedendo procedure che possano dare luogo anche a verifiche specifiche. Forme di cautela saranno previste anche per le acquisizioni di azioni derivanti da recupero crediti”*.

<sup>(48)</sup> La precedente regolamentazione della Banca d'Italia appariva maggiormente proceduralizzata. Fermo restando il principio che la conversione poteva essere operata solo ed esclusivamente quando fosse stato economicamente conveniente per le banche (con la precisazione che la stessa *“poteva rivelarsi vantaggiosa a condizione che la crisi dell'impresa affidata sia temporanea, riconducibile essenzialmente ad aspetti finanziari e non di mercato e, infine, esistano ragionevoli prospettive di riequilibrio nel medio periodo”*), l'accertamento di questi presupposti era rimesso all'approvazione da parte della Banca d'Italia di un piano di risanamento (o progetto di ristrutturazione), dal quale doveva emergere la capacità dell'impresa di recuperare il proprio equilibrio economico e finanziario in un periodo massimo di cinque anni. Tale piano doveva essere proposto da più banche rappresentanti una quota elevata dell'indebitamento dell'impresa, delle quali almeno una fosse di primaria importanza ed assumesse la responsabilità di verificare la corretta esecuzione del piano. Anche nella precedente normativa l'acquisizione delle partecipazioni doveva riguardare azioni di nuova emissione e non quelle già in circolazione ed anche le interessenze così assunte incontravano i limiti quantitativi generalmente validi per l'acquisizione di partecipazioni. Sul punto cfr. GUALTIERI, *Il processo decisionale delle banche*, in *op. cit.*, 854 ss..

Il richiamo alla profittabilità dell'operazione ha un importante rilievo sistematico che occorrerà tenere in considerazione negli approfondimenti che verranno sviluppati nelle pagine successive. Muovendo infatti dall'assunto che la situazione di crisi rappresenti una delle tante fasi della vita di una società e, come tale, non muti la causa giuridica dell'impresa che si sostanzia nel raggiungimento del proprio oggetto sociale allo scopo di massimizzare il valore globale delle partecipazioni <sup>(49)</sup>, e tenuto altresì conto che l'esercizio dei poteri assunti dalla banca finanziatrice portatrice di strumenti finanziari partecipativi conseguiti in un contesto ristrutturativo, in forza di quanto indicato dalle Istruzioni di Vigilanza, dovrà svolgersi in un'ottica di convenienza economica della banca stessa, non potrà escludersi il determinarsi di un conflitto, non solo apparente, qualora l'interesse della banca (manifestato con l'esercizio dei suddetti poteri) non coincida con l'interesse della società o dei relativi azionisti.

Proseguendo nell'analisi, la regolamentazione di vigilanza richiede, inoltre, che l'investimento poggi le basi su ragionevoli prospettive di riequilibrio nel medio periodo; conseguentemente la crisi dell'impresa interessata dovrà essere, da un lato, temporanea e, dall'altro lato, riconducibile, *in primis*, ad aspetti squisitamente finanziari e non di mercato. Oltre ai sopra descritti requisiti sostanziali, la Banca d'Italia prescrive all'istituto di credito interessato di ottemperare ad una specifica procedura ai sensi della quale, in primo luogo, deve essere redatto un piano di risanamento che abbia come finalità quella di conseguire l'equilibrio economico e finanziario dell'impresa in crisi in un tempo non superiore a cinque anni, in secondo luogo, devono essere acquisiti solo ed esclusivamente azioni o strumenti finanziari <sup>(50)</sup> di nuova emissione, con espressa

---

<sup>(49)</sup> Cfr. VICARI, *I doveri degli organi sociali*, in *op. cit.*, 130, dove si afferma come “*in un contesto di crisi non si ravvisano ragioni normative per derogare alla disciplina ordinaria che considera diligente la ricerca del profitto e per imporre, invece, agli amministratori di agire in un'ottica puramente conservativa*”.

<sup>(50)</sup> A tale proposito, le Istruzioni di Vigilanza specificano che, ai fini della disciplina delle partecipazioni detenibili:

esclusione di quelli già in circolazione, in terzo luogo, dovrà essere individuata, in caso di pluralità delle banche interessate, una banca capofila sulla quale graverà la responsabilità di verificare la corretta esecuzione del piano e il perseguimento degli obiettivi ivi elencati e, infine, il citato piano di risanamento dovrà essere approvato dall'organo con funzioni di gestione delle banche interessate all'acquisizione. Come osservato in merito <sup>(51)</sup>, dalla disciplina emerge la consapevolezza dell'Organo di Vigilanza sull'importanza del ruolo assunto dai "creditori istituzionali" nelle procedure di risoluzione della crisi d'impresa <sup>(52)</sup> e, in particolare, l'attenzione alle problematiche che da tale intervento pos-

- 
- (a) costituiscono "partecipazioni", in presenza di un legame durevole "il possesso di strumenti finanziari, diverse 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";
- (b) rappresenta "controllo" "i casi previsti dall'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice civile; il controllo da contratti o da clausole statutarie aventi ad oggetto o per effetto il potere di esercitare l'attività di direzione e coordinamento; i casi di controllo nella forma dell'influenza dominante. Rilevano come controllo anche le situazioni di controllo congiunto, inteso come la condivisione, contrattualmente stabilita, del controllo su un'attività economica. In tal caso si considerano controllanti: (a) i soggetti che hanno la possibilità di esercitare un'influenza determinante sulle decisioni finanziarie e operative di natura strategica dell'impresa (situazione che ricorre, ad esempio, in presenza di due o più soggetti aventi ciascuno la possibilità di impedire l'adozione di decisioni finanziarie e operative di natura strategica dell'impresa controllata, attraverso l'esercizio di un diritto di veto o per l'effetto dei quorum per le decisioni degli organi societari); (b) gli altri soggetti in grado di condizionare la gestione dell'impresa in base alle partecipazioni detenute, a patti in qualsiasi forma stipulati, a clausole statutarie, aventi per oggetto o per effetto la possibilità di esercitare il controllo".

<sup>(51)</sup> Cfr. CICCHINELLI, *Art. 53, Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* (a cura di COSTA), Tomo I, Artt. 1-69, Torino, 2013, 567-568.

<sup>(52)</sup> La consapevolezza che il problema dell'accordo fra la massa dei creditori costituisce il punto nodale delle problematiche legate alle soluzioni stragiudiziali di risoluzione della crisi d'impresa, ha portato alla redazione di un c.d. "codice di autodisciplina" per la regolazione e l'assunzione di comportamenti collaborativi nella gestione della crisi. Tale codice, presentato e approvato dall'Associazione Bancaria Italiana (ABI) nel giugno del 2000, si è presentato come un passo fondamentale nella direzione di accrescere la sensibilità del ceto bancario nei rapporti con l'impresa in crisi, cercando di predisporre un concreto contributo per gestire al meglio tale fase nell'interesse di tutte le parti in causa. La presentazione al codice, redatta dall'allora direttore generale dell'ABI Dott. Giuseppe Zadra, espone le ragioni dell'adozione di tale documento, determinate principalmente dalla "convinzione che una fattiva soluzione di detta problematica [il superamento delle difficoltà reversibili dell'impresa (NdR)] può collocarsi anche in iniziative definite a livello di sistema bancario e finanziario che, nel favorire comportamenti tempestivi e coesi, pur sempre nel rispetto della singola autonomia decisionale, siano orientate in definitiva al recupero dell'impresa e alla valorizzazione delle prospettive reddituali della stessa.

---

*In tale contesto, l'Associazione ha definito un codice [...] finalizzato a far emergere con tempestività le situazioni di difficoltà delle imprese finanziate dal settore e ad individuare i conseguenti comportamenti” (cfr. A.B.I., Codice di Com portamento tra Banche per affondare i processi di ristrutturazione atti a superare le crisi di impresa, in Banca Borsa e Tit. Cred., I, 2000). L'ambito di applicazione viene individuato nelle crisi di natura finanziaria, proprio in virtù dei soggetti a cui è rivolto, ma non viene escluso che in ipotesi limitate possa essere utilizzato per quelle di natura produttiva e strutturale. Esso persegue la trasparenza e la correttezza nei rapporti reciproci fra le banche e le imprese, consentendo l'assunzione di comportamenti degli aderenti informati a principi di cooperazione e di equità sostanziale, anche nel riparto proporzionale delle eventuali operazioni di nuova finanza. A seguito dell'adesione, la banca o l'intermediario finanziario si obbliga a rispettare le previsioni contenute nel codice e conseguentemente ad orientare la propria attività ai principi in esso enunciati. Tra i vari impegni si segnalano in particolare quelli di: (i) partecipare ad adeguato livello alla riunione sulla proposizione dell'iniziativa di concertazione; (ii) fornire una adeguata informazione scritta delle notizie in possesso e mantenere la riservatezza circa la convocazione dell'incontro; (iii) non utilizzare la notizia al fine di modificare la propria situazione in fatto o in diritto verso l'impresa coinvolta dal momento in cui è pervenuta la notizia stessa e fino alla comunicazione delle proprie decisioni. La procedura è applicabile a situazioni di crisi d'impresa in cui l'esposizione di quest'ultima, ovvero del gruppo, verso il sistema bancario e finanziario sia pari o superiore a circa 15 milioni di Euro. Nell'ottica di fornire il maggior spettro possibile di informazioni al fine di permettere l'adozione degli opportuni comportamenti in tempi brevi, la proposizione dell'iniziativa di concertazione è attribuita all'aderente in possesso di notizie che ritenga utili per l'attivazione della stessa, ovvero a quello che sia comunque interessato alla sua attivazione. Allo scopo di contenere i costi amministrativi derivanti dalla gestione della procedura di ristrutturazione è prevista la possibilità di adottare forme di collaborazione e di suddivisione dei ruoli, anche con il ricorso a forme di cessione del credito ovvero a mandati per la gestione dello stesso. La procedura ha inizio con una riunione fra gli aderenti che vantano crediti nei confronti dell'impresa durante la quale sono messe a disposizione di tutti i partecipanti le notizie fornite dall'impresa in crisi o comunque in possesso dell'intermediario che ha assunto l'iniziativa. Detta riunione è proposta con il coinvolgimento dell'impresa interessata o del gruppo d'impresе che rilascia a tal fine il proprio consenso anche ai sensi e per gli effetti della normativa in tema di tutela della riservatezza dei dati personali. Nel caso di attivazione della procedura, gli aderenti si obbligano a far pervenire le proprie decisioni nei termini preannunciati nel corso della riunione e comunque prima del compimento di eventuali atti urgenti nei confronti dell'impresa e dei comuni garanti. In esito a detta riunione, i partecipanti si esprimono secondo principi di maggioranza qualificata, da concordare nel corso della riunione medesima, sulla percorribilità della procedura di concertazione e sull'eventuale costituzione di un c.d. “comitato ristretto”. Questo comitato provvede, tra l'altro, a convocare in tempi solleciti tutti i soggetti interessati, invitando l'impresa ed il suo eventuale *advisor* a fornire ogni utile elemento per la disamina del piano di risanamento, a verificare il corretto svolgimento della procedura ed a proporre l'adozione degli opportuni adattamenti del piano di ristrutturazione in relazione al mutamento delle condizioni eventualmente verificatesi e, infine, ad informare periodicamente i partecipanti alla procedura sull'andamento della stessa. Nel caso di contestazioni inerenti l'interpretazione dei principi recati dal codice e alla pretesa violazione degli obblighi da esso contemplati è previsto l'intervento dell'ABI, in via di conciliazione, ovvero di un collegio arbitrale, che decide secondo diritto. Da ultimo si segnala che, al fine di consentire un costante adeguamento dei principi del codice all'evoluzione della tematica della crisi di impresa, l'ABI, oltre a tenere un elenco aggiornato degli aderenti, intratterrà periodicamente, previa acquisizione dei dati, gli aderenti medesimi sullo stato di attuazione del codice stesso e sulle possibili linee di implementazione.*

sono derivare, con particolare riferimento, come detto, al contenimento, in un'ottica di promozione della corretta gestione dei rischi, dei conflitti di interesse inerenti all'assunzione di partecipazioni.

## 1.2 La funzione dello strumento finanziario partecipativo nell'ambito delle procedure di risoluzione della crisi di impresa

Così delineato il quadro normativo di riferimento che disciplina, in caso di assunzione di interessenze nella società oggetto di ristrutturazione, l'intervento del creditore bancario nella soluzione della crisi di impresa, occorre ora soffermarsi ad analizzare il contesto legale nel quale si sviluppa la disciplina degli strumenti finanziari ex articolo 2346, co. 6, c.c., evidenziando, ai fini dell'analisi delle relative problematiche, le circostanze nelle quali tale istituto, sotto il profilo patrimoniale e amministrativo, assume le caratteristiche di vera e propria partecipazione nell'azienda in crisi.

Come descritto nei precedenti paragrafi, la crisi costituisce una condizione evolutiva della vita di una società commerciale che si caratterizza per specifici elementi distintivi e, una volta conclamata al mercato, richiede diversi interventi che non di rado postulano una complessiva riqualificazione del rapporto tra azionisti e creditori.

Nel contesto economico italiano, caratterizzato da una quasi assoluta dipendenza delle società al credito bancario associata ad una patologica sottopatrimonializzazione di mezzi propri, si è assistito negli ultimi anni ad una crescita esponenziale del ricorso ad istituti di diritto commerciale che consentissero, in un'ottica di rilancio e conservazione dell'impresa, da un lato, un'esdebitazione della società tale da permettere il rientro della stessa all'interno di un fisiologico e sostenibile rapporto tra debito e margine operativo, e, dall'altro lato, il ripristino di un netto patrimoniale che molto spesso si trovava ormai eroso dalle perdite accumulate.

In questo ambito, gli strumenti finanziari partecipativi introdotti nel nostro ordinamento in attuazione dell'articolo 4, comma 6, lettera c), della Legge Delega (L. 3 ottobre 2001, n. 366) <sup>(53)</sup> per la riforma del diritto societario (poi at-

---

<sup>(53)</sup> La Legge Delega indicava, riguardo alla disciplina delle azioni e delle obbligazioni, che tra gli obiettivi a cui era diretta la riforma vi era il *“prevedere, al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali e salve in ogni caso le riserve di attività previste dalle leggi vigenti, la possibilità,*

tuata ai sensi del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), hanno rappresentato lo strumento privilegiato per il raggiungimento dei citati obiettivi, permettendo il conseguimento di una convergenza di interessi tra i diversi protagonisti coinvolti nella ristrutturazione del debito.

Tale istituto <sup>(54)</sup>, sulla scorta di analoghe esperienze straniere <sup>(55)</sup>, vede il suo ingresso nel nostro ordinamento come strumento per agevolare la raccolta di

---

*i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi”.*

<sup>(54)</sup> Per una panoramica dell’istituto, *ex multis*, NOTARI – GIANNELLI, *sub art. 2346, comma 6*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI, in *Azioni* (a cura di NOTARI), Milano, 2008, 52 ss.; CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. Comm.*, 2003, I, 414 ss.; FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2003, I, 805 ss.; 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 tit. cred.*, 2003, I, 519 ss.; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 542 ss.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA. VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarî*, Milano, 2003, 46 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, 1268 ss.; SANTORO, *Commento all’art. 2346*, in *Commentario* (a cura di SANDULLI – SANTORO), 2003, 126 ss.; SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. Banca Merc. Fin.*, 2003, 205 ss.; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004; MIGNONE, *Commento all’art. 2346, 6° comma*, in AA. VV. *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da COTTINO – BONFANTE – CAGNASSO – MONTALENTI, Bologna, 2004, 235 ss.; MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle Società per Azioni*, diretto da COLOMBO – PORTALE, 2004, Volume I, Tomo 3, 3 ss.; SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2004, suppl. 2, 221 ss.; STAGNO D’ALCONTRES, *Commento all’art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario* (a cura di NICCOLINI – STAGNO D’ALCONTRES), Napoli, 2004, vol. I, 251 ss.; CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: plurarietà delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 382 ss.; ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di “strumenti finanziari partecipativi” in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2005, I, 166 ss.; LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società* (a cura di MAFFEI ALBERTI), I, Padova, 2005, *sub artt.* 2346-2354, 190 ss.; CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella “nuova” s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. I, 735 ss.; CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, 2006; COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. I, 727 ss.; GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l’emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, I, 163 ss.; OPPO, *Questioni in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. I, 713 ss.; SALANITRO, *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. I, 719 ss.; SIGNORELLI, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006; TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, I, 143 ss.; LIBONATI, *I “nuovi”*

capitali attraverso canali di finanziamento nuovi e non istituzionalizzati prima della riforma del 2003 <sup>(56)</sup>. Immaginati, quindi, come elemento propulsore per

---

*strumenti finanziari partecipativi*, in Riv. Dir. Comm., 2007, I, 1 ss.; BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. III, 187 ss.; TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in Giur. Comm., 2007, I, 456 ss.; VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2013; GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in Giur. Comm., 2011, 412 ss.; BARTOLACETTI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Gli strumenti finanziari partecipativi*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Milano, 2012.

<sup>(55)</sup> Per un approfondimento comparatistico sulla disciplina degli strumenti finanziari partecipativi, *ex multis*, NOTARI – GIANNELLI, *sub art. 2346, comma 6*, in *op. cit.*, 58 ss.; ENRIQUES, *Quartum non datur*, in *op. cit.*, 166 ss.; nota (608) in MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *op. cit.*, 260; nota (20) in TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti "ibridi" partecipativi*, Torino, 2000, 1070; nota (2) in TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, in *op. cit.*, 144; CIN-COTTI, *L'esperienza delle part bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2004, I, 221 ss..

<sup>(56)</sup> La relazione di accompagnamento al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (reperibile su [http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS\\_RELAZIONE\\_Cod\\_Civ.pdf](http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS_RELAZIONE_Cod_Civ.pdf)), al punto 3.4, illustra la scelta del Legislatore della riforma di introdurre gli strumenti finanziari e, a tale proposito, afferma come *“sempre perseguendo l'obiettivo politico di ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale, ma con soluzione necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi, si è espressamente ammessa la possibilità che in tal caso, fermo restando il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi: così nell'ultimo comma dell'art. 2346. Ovviamente si apre così un ampio spazio per l'autonomia statutaria per definire i diritti spettanti ai possessori dei suddetti strumenti finanziari, i quali potranno essere i più vari e comprendere pertanto anche il diritto di conversione in altri strumenti finanziari o in partecipazioni azionarie [...] D'altra parte, al fine nuovamente di evitare problemi applicativi di non agevole soluzione, si è precisato che gli strumenti finanziari in questione possono conferire tutti i diritti partecipativi escluso quello del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. Ciò appare necessario in quanto, data la particolarità di tali strumenti finanziari, ne potrebbero derivare molteplici incertezze e conseguenti ragioni di instabilità per il funzionamento dell'assemblea; e ne potrebbero derivare ragioni di incertezza sistematica, fonti di imprevedibili esiti interpretativi, in merito alla stessa nozione di partecipazione azionaria. Mentre l'esplicita previsione che tra i diritti da essi conferiti può essere pure quello di nominare in assemblea separata un componente degli organi di amministrazione e/o di controllo della società (così l'ultimo comma dell'art. 2351) sembra in effetti, piuttosto che diminuire, accrescere la loro appetibilità per gli operatori economici che intendano utilizzarli”*. A tale proposito, MUSCOLO, *Gli strumenti finanziari*, in *Le nuove S.p.A.* (a cura di CAGNASSO – PANZANI), Bologna, 2010, 480, osserva come *“la prima ragione è chiara: evitare il rischio di conflitti tra gruppi di diversi portatori di interessi, nel caso dei possessori di strumenti finanziari non necessariamente omogenei tra loro e, di conseguenza, la destabilizzazione della formazione della volontà assembleare e il malfunzionamento della società. La seconda ragione appare meno chiara: forse il legislatore ha inteso riferirsi al rischio di attenuazione della differenza tra azioni, con partecipazione al capitale, e strumenti finanziari, che non rappresentano detta partecipazione, rischio insito nell'attribuire ai possessori di quest'ultima il diritto di votare in assemblea. Questo è forse il senso del riferimento alla “incertezza sistematica”, ma resta oscu-*

superare la storica incapacità delle imprese italiane di emanciparsi dai consueti canoni di finanziamento bancario <sup>(57)</sup>, permettendo, allo stesso tempo, di assecondare le esigenze derivanti dall'ingresso nel mercato di nuovi investitori qualificati e nuove forme di finanza "strutturata" <sup>(58)</sup> moltiplicando i canali di finanziamento dell'impresa allo scopo di rafforzarne la competitività sui mercati nazionale e internazionale <sup>(59)</sup>, gli strumenti finanziari partecipativi hanno avuto, nella prassi, uno scarso impiego tenuto conto che, nel più ampio contesto della riforma del diritto societario, i sopra citati obiettivi sono stati spesso raggiunti attraverso l'impiego di altri istituti giuridici (quali, ad esempio, le categorie di azioni, i prestiti obbligazionari, le clausole di riscatto/recesso statutario e i patti parasociali).

Diversamente da quanto ipotizzato dal Legislatore, ad oggi, il concreto utilizzo di tale istituto non ha agevolato la raccolta di nuovi capitali bensì ha consentito una più proficua composizione dei diversi interessi dei soggetti coinvolti nel percorso ristrutturativo della società in crisi.

Le ragioni che hanno concorso a tale crescente utilizzo interessano diversi aspetti e trovano la loro principale giustificazione nella neutralità causale del rapporto giuridico sottostante all'emissione di tali strumenti finanziari che ha

---

*ro il significato degli "imprevedibili esiti interpretativi" possibile effetto di siffatta incertezza sistemica".*

<sup>(57)</sup> Sul punto MIGNONE, *Commento all'art. 2346, 6° comma*, in *op. cit.*, 235, conferma come "il Legislatore delegante mirava in tal modo a favorire uno sviluppo dei metodi di reperimento di risorse finanziarie da parte della società per azioni e in particolare l'ampliamento dei canali diretti impresa-risparmiatori, onde superare il tradizionale ricorso privilegiato al sistema bancario".

<sup>(58)</sup> Cfr. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 1065 ss.; TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, in *op. cit.*, 145.

<sup>(59)</sup> Sul punto anche TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, in *op. cit.*, 147; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari*, in *op. cit.*, 556, secondo i quali la nuova figura codicistica è stata pensata non tanto (o comunque non solo) per il mercato finanziario, ma in primo luogo come possibile canale di finanziamento per la piccola e media impresa, destinata ad attuare "operazioni con specifici investitori".

consentito un loro utilizzo in ambiti nei quali non se ne ipotizzava l'applicazione <sup>(60)</sup>.

Come anticipato nelle pagine precedenti, infatti, la ristrutturazione di una società in crisi si compone di diversi interventi tra i quali assumono un rilievo preminente quelli di carattere finanziario e patrimoniale <sup>(61)</sup>. Il raggiungimento dell'obiettivo di un loro riequilibrio (che, si ricorda, costituisce altresì causa fondante la meritevolezza degli accordi di risanamento previsti, rispettivamente, dall'articolo 67, co. 3, lett. d), L.F. e articolo 182-bis L.F.) spesso può essere attuato solo attraverso l'abbattimento del livello di indebitamento dell'impresa. Tale operazione, tuttavia, incontra nella pratica due principali difficoltà; in primo luogo, qualora le perdite abbiano già intaccato il patrimonio netto della società, la semplice remissione del debito potrebbe non essere sufficiente a consentire il ripristino di un adeguato livello di patrimonializzazione con conseguente impossibilità di attuazione del piano di risanamento, in secondo luogo, i creditori (con particolare riferimento a quelli di natura bancaria), da un lato, subirebbero immediatamente una perdita certa da contabilizzare nel proprio conto economico e, dall'altro lato, mantenendo, come spesso accade, rapporti giuridici con l'impresa anche nella fase di esecuzione del piano, non potrebbero beneficiare delle eventuali plusvalenze generate dalla so-

---

<sup>(60)</sup> Cfr. NOTARI – GIANNELLI, *sub art. 2346, comma 6*, in *op. cit.*, 77, secondo cui “l'assenza di indicazioni normative, né espresse, né implicitamente rinvenibili nel sistema, induce a ritenere che gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, co. 6, c.c. non siano caratterizzati da una causa tipica, bensì rappresentino una figura neutra dal punto di vista della causa negoziale del rapporto giuridico ad essa sottostante. Gli strumenti finanziari partecipativi costituirebbero quindi una struttura vuota il cui contenuto e la cui causa debbono essere di volta in volta determinati dalle parti. È quindi possibile configurare l'apporto dei sottoscrittori anche quale acquisto della società come capitale di rischio, senza alcun obbligo di restituzione”. Sul punto anche DIMUNDO, *sub artt. 2346-2356*, in CARATOZZOLO *et al.*, *Società per azioni: azioni, società collegate e controllate, assemblee (artt. 2346-2379-ter c.c.)*, Milano, 2003, 9 ss.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *op. cit.*, 45 ss.; MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, in *op. cit.*, 33; STAGNO D'ALCONTRES, *sub artt. 2346-2351*, in *Società di capitali* (a cura di NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES), Napoli, 2004, 251 ss.; MUSCOLO, *Gli strumenti finanziari, Gli strumenti finanziari*, in AA. VV. *Le nuove s.p.a. (trattato) - Vol.2 Azioni. Strumenti finanziari partecipativi. Obbligazioni*, diretto da CAGNASSO – PANZANI, Bologna, 2013, 171 ss..

<sup>(61)</sup> Sui benefici derivanti da un utilizzo, in un contesto di crisi, degli strumenti finanziari partecipativi ai fini di una patrimonializzazione della società si esprime VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *op. cit.*, 201-203.

cietà una volta uscita dalla crisi. Il superamento di tali problematiche può essere risolto esclusivamente facendo ricorso ad una conversione del debito da attuarsi, in sede di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ex articolo 2441 c.c., mediante compensazione del credito vantato dal creditore bancario con il corrispondente debito della società.

In tale contesto, mentre l'eventuale conversione in azioni non solleva alcuna problematica in merito alla riqualificazione della partecipazione del creditore all'impresa in una posizione speculare a quella degli altri azionisti (essendo in questo caso ininfluenza l'eventuale particolare categoria di azioni che gli verrebbero assegnate), in caso di conversione in strumenti finanziari partecipativi, emerge la necessità di individuare con precisione i confini all'interno dei quali tale fattispecie possa definirsi a tutti gli effetti "partecipativa" consentendo, in primo luogo, il raggiungimento degli obiettivi di patrimonializzazione della società propedeutici alla realizzazione del piano di risanamento – a sua volta funzionale a permettere il verificarsi delle condizioni necessarie alla realizzazione degli effetti protettivi propri degli strumenti stragiudiziali di risoluzione della crisi di impresa previsti dalla Legge Fallimentare – in secondo luogo, di sfruttare i benefici fiscali previsti, sia per il debitore che per il creditore, in caso di cancellazione del debito e susseguente perdita del credito.

A tale riguardo, può scorgersi anche nella disciplina degli strumenti finanziari partecipativi un'ampia libertà lasciata dal Legislatore nell'individuazione dei contenuti e delle forme identificative della fattispecie, demandando espressamente all'autonomia statutaria sia la scelta sulle prestazioni che la società può chiedere ai sottoscrittori in sede di emissione, sia la scelta dei poteri e dei diritti patrimoniali che la società può concedere a fronte della prestazione promessa <sup>(62)</sup>. Tale autonomia, tuttavia, deve rimanere circoscritta all'interno di due

---

<sup>(62)</sup> Cfr. LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *op. cit.*, 195. Su questo aspetto anche MUSCOLO, *Gli strumenti finanziari*, in *Le nuove S.p.A.* (a cura di CAGNASSO – PANZANI), Bologna, 2010, 494, secondo la quale "lo statuto legale minimo degli strumenti finanziari e l'assenza quasi totale di regole imperative da un lato e l'estensione dell'autonomia societaria dall'altro rendono non ben identificabili a priori gli interessi dei portatori degli strumenti finanziari, per cui vige il solo

estremi, rappresentati, per un verso, dall'investimento azionario e, per altro verso, dallo strumento obbligazionario. All'interno di tale insieme lo strumento finanziario fluttua, a seconda dei poteri "partecipativi" ad esso associati, verso uno dei due estremi senza tuttavia sovrapporsi integralmente a nessuno di essi <sup>(63)</sup>.

In tale quadro, affinché lo strumento finanziario sottoscritto dal creditore bancario in sede di conversione del proprio credito sia qualificabile come strumento "partecipativo" e, conseguentemente, possa realizzare gli obiettivi di risanamento sopra indicati, dovrà necessariamente rappresentare, sotto il profilo patrimoniale, uno strumento attraverso il quale al creditore, a fronte dell'integrale, incondizionata e irrevocabile rinuncia alle proprie pretese di rimborso, per tutto o parte del proprio credito, sia garantita una partecipazione (liberamente modulabile in via negoziale tra gli appartenenti al contratto sociale <sup>(64)</sup>), ai risultati della società <sup>(65)</sup>. In quest'ottica, gli strumenti parteci-

---

*limite della meritevolezza, fermo restando che l'interesse della società emittente è uno solo, quello al finanziamento". Sempre a tale proposito CIAN, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, Milano, 2006, 48, si esprime affermando come "la nuova disciplina italiana si caratterizza per una forte, intenzionale laconicità: la cui chiave di lettura corretta sembra essere quella della volontà di affidare all'autonomia negoziale, con la modulazione dei poteri eventualmente accordati, proprio la scelta tra compartecipazione al governo e difesa dell'investimento; ma a fronte della quale si erge l'esigenza di conservare ai soci il ruolo di categoria predominante".*

<sup>(63)</sup> Cfr. NOTARI – GIANNELLI, *sub art. 2346, comma 6, in op. cit.*, 83.

<sup>(64)</sup> Per un approfondimento in relazione ai molteplici diritti patrimoniali partecipativi attribuibili a tali strumenti cfr. NOTARI – GIANNELLI, *sub art. 2346, comma 6, in op. cit.*, 88-94.

<sup>(65)</sup> A titolo esemplificativo, si riportano nel seguito alcuni estratti di regolamenti di strumenti finanziari partecipativi le cui clausole sono volte a determinare il carattere "partecipativo" del relativo strumento finanziario.

Le esempio:

“2.1. Gli SFP sono emessi e sottoscritti esclusivamente a fronte di compensazione di crediti vantati nei confronti della Società dai soggetti sottoscrittori in via proporzionale alla rispettiva sottoscrizione e per complessivi massimi Euro xxxx.

2.2. L'apporto viene effettuato a fondo perduto, senza diritto di rimborso e viene contabilizzato in un'apposita riserva indisponibile del patrimonio netto denominata "Riserva Apporto Strumenti Finanziari Partecipativi" (la "Riserva").

2.3. La Riserva non può essere accorpata ad altre voci del patrimonio netto, né può essere utilizzata al fine di coprire perdite derivanti dal bilancio della Società se non qualora ricorrano i presupposti per la riduzione obbligatoria del capitale sociale e solo dopo l'integrale utilizzo di tutte le altre riserve utilizzabili a tal fine, fermo restando che fintantoché esiste un indebitamento della Società nei confronti dei Titolari [Ndr i titolari degli SFP] e tale indebitamento non sia stato

---

integralmente ripagato ovvero convertito in ulteriori emittendi SFP, prima di procedere alla copertura integrale delle perdite della Società sarà deliberata l'emissione di un numero di ulteriori SFP per un importo tale che, dopo la copertura delle perdite, la "Riserva Apporto Strumenti Finanziari Partecipativi" non si riduca al di sotto della soglia minima di Euro xxxx.

2.4. L'eventuale riduzione e/o azzeramento della Riserva per perdite non comporterà l'estinzione degli SFP".

[...]

"4.1. Ciascun SFP attribuisce al Titolare pro tempore che sia regolarmente iscritto nel Registro:

a) in primo luogo, il diritto di partecipare, in via antergata rispetto ai soci della Società, in ogni caso, per ciascun SFP emesso tempo per tempo, fino ad un importo massimo pari al suo valore nominale di sottoscrizione e liberazione (l'"Importo Soglia"), ai risultati economici della Società, mediante corresponsione di una remunerazione corrispondente alla liquidità presente nella Società, al netto dei costi e spese correnti per la gestione ordinaria della Società, delle imposte dovute e degli importi necessari a procedere al rimborso dei propri debiti finanziari esistenti alla data di emissione degli SFP, nonché i debiti finanziari legati alla nuova finanza messa a disposizione della Società ai sensi della convenzione di risanamento dell'indebitamento della Società, stipulata in data xxxx, a seguito di:

(1) utili e/o riserve distribuiti da parte di società partecipate;

(2) corrispettivi per la dismissione di propri asset al netto dei costi e spese (debitamente documentate), anche notarili e legali, ragionevolmente sostenuti in relazione a tali proventi nonché alle eventuali imposte sostenute in relazione a tali proventi;

(3) proventi ricevuti a qualsiasi altro titolo.

Da un punto di vista contabile la liquidità di cui sopra verrà attribuita ai Titolari mediante attribuzione di utili di esercizio (anche riportati a nuovo), nella misura del xxxx% dell'utile complessivo distribuibile, distribuzione di riserve disponibili, nonché attribuzione del saldo di liquidazione;

b) in secondo luogo, una volta raggiunto l'Importo Soglia a seguito della ricezione di proventi ai sensi della lettera (a) che precede, il diritto alla partecipazione, pari passu con i soci della Società, per un valore eccedente l'Importo Soglia, nella misura del xxxx%:

(1) alla distribuzione degli utili di cui l'assemblea dei soci della Società abbia accertato l'esistenza e deliberato la distribuzione;

(2) alla distribuzione delle riserve di natura distribuibile di cui l'assemblea dei soci della Società abbia deliberato la distribuzione;

c) in ogni caso, il diritto alla partecipazione:

(1) in via antergata rispetto ai soci della Società, fino a concorrenza dell'Importo Soglia, al riparto del residuo attivo di liquidazione della Società, al netto di:

(I) le somme eventualmente percepite in sede di distribuzione degli utili di esercizio e/o delle riserve;

(II) il pagamento di tutti i creditori della Società; e;

(II) il pagamento delle spese relative alla procedura di liquidazione e al compenso dei liquidatori;

(2) pari passu con i soci della Società, il xxxx% dell'eventuale residuo attivo di liquidazione eccedente a seguito dei pagamenti effettuati ai sensi del numero (1) che precede;

d) il diritto di opzione, in caso di emissione, da parte della Società, di ulteriori SFP e il diritto di sottoscrizione di nuove azioni, di nuove obbligazioni convertibili e/o di altri strumenti finanziari".

#### Il esempio:

"2.1 Gli SFP sono emessi in un'unica soluzione entro il xxxx e sottoscritti a fronte dell'apporto in danaro a favore della Società dell'importo di Euro xxxx tramite compensazione, per pari importo, di crediti vantati verso la Società da xxxx (l'"Apporto").

pativi risulterebbero caratterizzati tipicamente dalla collocazione dell'apporto sul versante del capitale di rischio (i.e. patrimonio netto) e resterebbero i soli strumenti dotabili di diritti corporativi (i.e. diritto di voto su argomenti specificamente indicati ai sensi dell'articolo 2351, co. 5, c.c.) <sup>(66)</sup>.

Date queste premesse, le immediate conseguenze che derivano dalle caratteristiche proprie di tale istituto confrontate con le finalità sottese ad un'operazione di ristrutturazione dei debiti, devono apprezzarsi sotto due profili: da un lato, in relazione alle ricadute patrimoniali sul bilancio della società emittente e, dall'altro lato, in merito agli effetti fiscali che si generano dalle conseguenti appostazioni contabili che, nella prassi, rappresentano spesso motivo determinante per l'utilizzo di tali strumenti in preferenza ad altri.

Con riferimento al primo aspetto, il modo in cui il bilancio riflette l'operazione di conversione di passività finanziarie in strumenti partecipativi è direttamente influenzata, per le ragioni sopra esposte, dalle caratteristiche della fattispe-

---

2.2 Anche ai fini della disciplina dei diritti spettanti agli SFP, si precisa che a fronte dell'Apporto verranno emessi numero xxxx SFP per un importo nominale complessivo di emissione di SFP pari ad Euro xxxx.

2.3 L'Apporto viene contabilizzato in un'apposita riserva denominata "Riserva Apporto Strumento Finanziario Partecipativo". La titolarità degli SFP, fatti salvi i diritti patrimoniali disciplinati nel presente Regolamento al successivo articolo xxxx, non attribuisce alcun diritto alla restituzione di quanto oggetto dell'Apporto, né di quanto confluito nella "Riserva Apporto Strumento Finanziario Partecipativo", durante la vita della Società, fermo restando che in sede di liquidazione della Società sarà attribuito al Titolare un importo pari alla percentuale del patrimonio netto di liquidazione corrispondente a quella applicabile a tale data ai sensi del successivo articolo xxxx, in ogni caso nei limiti del valore nominale degli SFP esistenti a tale data".

[...]

"3.1 Gli SFP attribuiscono al Titolare pro tempore, che sia regolarmente iscritto nel Registro, i seguenti diritti patrimoniali: l'EURIBOR a xxxx per annum maggiorato di xxxx punti base per annum calcolati sul valore nominale di ciascun SFP (la "Parte Percentuale del Diritto Patrimoniale SFP") nei limiti del xxxx% della Cassa Disponibile risultante dall'ultimo bilancio approvato (e comunque sempre nei limiti dell'utile e/o delle riserve di utile risultanti dal bilancio di esercizio regolarmente approvato, di anno in anno, della Società), fermo restando che, laddove la Parte Percentuale del Diritto Patrimoniale SFP, in applicazione di quanto precede, non risultasse dovuta, in tutto o in parte, essa risulterà dovuta l'anno successivo, unitamente alla Parte Percentuale del Diritto Patrimoniale SFP da calcolarsi e corrispondersi, in detto anno successivo (fermo restando che, di anno in anno, tali importi non potranno complessivamente eccedere il xxxx% della Cassa Disponibile risultante dall'ultimo bilancio di esercizio della Società regolarmente approvato a tale data), e così via di anno in anno".

<sup>(66)</sup> Cfr. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.*, in *op. cit.*, 390. Su tale aspetto anche VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *op. cit.*, 187.

cie e dai possibili diritti patrimoniali che compongono il contenuto di tali strumenti (*i.e.* assenza di qualsiasi obbligo di rimborso, ancorché soggetto a condizioni e limiti quali, ad esempio, quelli previsti ai sensi dell'articolo 2411, co. 3, c.c.) <sup>(67)</sup>. Sotto tale profilo <sup>(68)</sup>, tra le indicazioni della legge delega vi era quella di prevedere una regolamentazione delle poste di patrimonio netto che ne assicurasse una chiara e precisa disciplina in ordine alla loro formazione ed al loro utilizzo <sup>(69)</sup>. Nell'ambito degli strumenti finanziari partecipativi, tuttavia, tale indicazione è rimasta in gran parte inattuata <sup>(70)</sup>, rimettendo alla regolamentazione pattizia ed alla applicazione dei principi generali in materia di bilancio il problema relativo ai vincoli, di collocazione e utilizzo, delle poste di patrimonio netto o di debito costituite in seguito alla emissione di strumenti partecipativi.

In base alle considerazioni sopra esposte, si può affermare come l'operazione di conversione, mentre nell'attivo dello stato patrimoniale darà luogo ad un riqualificazione del valore dell'apporto nella rispettiva voce di appartenenza, nel passivo determinerà lo storno di tutto o parte del debito oggetto di conversio-

---

<sup>(67)</sup> Cfr. NOTARI – GIANNELLI, *sub art. 2346, comma 6*, in *op. cit.*, 110 ss.; LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *op. cit.*, 196; LOLLI, *Il regolamento di adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2003, 785 ss., secondo cui “*gli strumenti finanziari costituiscono, per loro natura, delle posizioni ibride rispetto all'investimento in azioni o in obbligazioni, e non a caso la loro qualificazione quali strumenti di indebitamento della società o quali strumenti di finanziamento in capitale di rischio ha rappresentato e rappresenta il momento più problematico nella adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS a livello comunitario*”. Sul punto anche MUSCOLO, *Gli strumenti finanziari*, in *op. cit.*, 2010, 493, che conferma come gli artt. 2423 ss. c.c. non prevedono una determinata contabilizzazione degli strumenti finanziari in generale in quanto questi ultimi sono caratterizzati dalla neutralità della causa del rapporto sottostante. Ne consegue che gli strumenti finanziari senza obbligo di restituzione possono iscriversi nello stato patrimoniale in voci del patrimonio netto. Sul punto anche BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2007, I, 197 ss..

<sup>(68)</sup> Cfr. LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *op. cit.*, 197.

<sup>(69)</sup> Ai sensi dell'articolo 4, comma 6, lettera c), della legge delega (L. 3 ottobre 2001, n. 366), infatti, la riforma avrebbe dovuto prevedere una revisione della disciplina del bilancio ispirata a “*prevedere una regolamentazione delle poste del patrimonio netto che ne assicuri una chiara e precisa disciplina in ordine alla loro formazione e al loro utilizzo*”.

<sup>(70)</sup> Il D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 si limita infatti a prevedere che nella nota integrativa deve essere data notizia (*ex* articolo 2427, n. 7 *bis*, c.c.) delle voci che compongono il patrimonio netto nonché della loro origine e delle loro modalità di utilizzo e di distribuzione.

ne, a fronte di un incremento del patrimonio netto mediante iscrizione di una apposita riserva <sup>(71)</sup>. Il discorso non muta per le società che adottano i principi contabili internazionali <sup>(72)</sup> in relazione ai quali, tuttavia, sono emersi, prima dell'emanazione da parte dell'IFRIC (*International financial reporting interpretations committee*) dell'IFRIC 19 (denominato *Extinguishing financial liabilities with equity instruments*) <sup>(73)</sup>, alcuni dubbi interpretativi su come contabilizzare tali strumenti. In base a tale regola interpretativa, ogni società (c.d. "entity") deve iscrivere uno strumento di partecipazione al capitale <sup>(74)</sup>, emesso in favo-

---

<sup>(71)</sup> Cfr. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, in *op. cit.*, 533. Tale qualifica per VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *op. cit.*, 241-243, ha un'importante ricaduta sistematica. Secondo tale autore, infatti, la radice statutaria dei predetti strumenti vale a distinguere gli strumenti finanziari dal semplice apporto spontaneo di patrimonio.

<sup>(72)</sup> In merito alle modalità di qualificazione dello strumento partecipativo ai sensi della disciplina IAS/IFRS cfr. DE CICCIO, *La rappresentazione in bilancio degli strumenti di finanziamento atipici. Necessità di regolamentare gli assetti finanziari d'impresa*, in *Riv. Dott. Comm.*, n. 4/2009, 681.

<sup>(73)</sup> Definitivamente approvato dall'*International Accounting Standard Board* (IASB) nel novembre 2009.

<sup>(74)</sup> Per la definizione di tale strumento ai sensi dei principi contabili internazionali, cfr. IAS 32, par. 11, secondo cui "Uno strumento finanziario è qualsiasi contratto che dia origine a un'attività finanziaria per un'entità e a una passività finanziaria o a uno strumento rappresentativo di capitale per un'altra entità. Una attività finanziaria è qualsiasi attività che sia: (a) disponibilità liquide; (b) uno strumento rappresentativo di capitale di un'altra entità; (c) un diritto contrattuale: (i) a ricevere disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria da un'altra entità; o (ii) a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità alle condizioni che sono potenzialmente favorevoli all'entità; o (d) un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti rappresentativi di capitale dell'entità ed è: (i) un non derivato per cui l'entità è o può essere obbligata a ricevere un numero variabile di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità; o (ii) un derivato che sarà o potrà essere estinto con modalità diverse dallo scambio di un importo fisso di disponibilità liquide o di altra attività finanziaria contro un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità. A tal fine, gli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità non includono strumenti finanziari con opzione a vendere classificati come strumenti rappresentativi di capitale conformemente ai paragrafi 16A e 16B, né strumenti che pongano a carico dell'entità un'obbligazione a consegnare a un'altra parte una quota proporzionale dell'attivo netto dell'entità solo in caso di liquidazione e sono classificati come strumenti rappresentativi di capitale conformemente ai paragrafi 16C e 16D, né strumenti che siano contratti per ricevere o consegnare in futuro degli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità. Una passività finanziaria è qualsiasi passività che sia: (a) un'obbligazione contrattuale: (i) a consegnare disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria a un'altra entità; o (ii) a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità a condizioni che sono potenzialmente sfavorevoli all'entità; o (b) un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti rappresentativi di capitale dell'entità ed è: (i) un non derivato per cui l'entità è o può essere obbligata a consegnare un numero variabile di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità; o (ii) un derivato che sarà o potrà essere estinto con modalità diverse dallo scambio di un importo fisso di disponibilità

re del creditore al fine di estinguere (in tutto o in parte) una passività finanziaria <sup>(75)</sup>, al *fair value* <sup>(76)</sup> dello strumento di capitale, a meno che il *fair value* non sia misurabile attendibilmente; in quest'ultimo caso, lo strumento di *equity* deve essere iscritto a un valore che rifletta il *fair value* della passività finanziaria estinta. Ogni differenza tra valore contabile della passività estinta e valore dello strumento di *equity* è iscritta a conto economico <sup>(77)</sup>.

Per quanto attiene, invece, al creditore bancario, le operazioni di acquisizione di strumenti partecipativi determinano, da un lato, la cancellazione dal bilancio del credito convertito, dall'altro lato, l'iscrizione nell'attivo dello stato patrimoniale della relativa partecipazione acquisita (voce 40 dell'attivo dello stato patrimoniale del bilancio bancario tra le “*attività finanziarie disponibili per*

---

*liquide o di altra attività finanziaria contro un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità. A tale scopo i diritti, le opzioni o i warrant, che danno il diritto di acquisire un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale della entità medesima per un ammontare fisso di una qualsiasi valuta sono da considerare strumenti rappresentativi di capitale se l'entità offre i diritti, le opzioni o i warrant proporzionalmente a tutti i detentori della stessa classe di propri strumenti rappresentativi di capitale non costituiti da derivati. Anche per tale scopo gli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità non includono strumenti finanziari con opzione a vendere classificati come strumenti rappresentativi di capitale conformemente ai paragrafi 16A e 16B, né strumenti che pongano a carico dell'entità un'obbligazione a consegnare a un'altra parte una quota proporzionale dell'attivo netto dell'entità solo in caso di liquidazione e sono classificati come strumenti rappresentativi di capitale conformemente ai paragrafi 16C e 16D, né strumenti che siano contratti per ricevere o consegnare in futuro degli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità”.*

<sup>(75)</sup> Sul punto i par. 39 e 40 dello IAS 39 indicano come “*l'entità deve eliminare una passività finanziaria (o una parte di una passività finanziaria) dal proprio stato patrimoniale quando, e solo quando, questa viene estinta – ovvero, quando l'obbligazione specificata nel contratto è adempiuta o cancellata oppure scaduta*” e uno “*scambio tra colui che acquista e colui che cede in prestito strumenti di debito con termini contrattuali sostanzialmente diversi, deve essere contabilizzato come un'estinzione della passività finanziaria originaria e la rilevazione di una nuova passività finanziaria. Analogamente una variazione sostanziale dei termini di una passività finanziaria esistente o di una parte di essa (sia se o non attribuibile alla difficoltà finanziaria del debitore) deve essere contabilizzata come un'estinzione della originaria passività finanziaria e la rilevazione di una nuova passività finanziaria*”.

<sup>(76)</sup> La definizione di *fair value* viene proposta dal paragrafo 9 dello IAS 39 dove si stabilisce che per *fair value* deve intendersi “*il corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione tra parti consapevoli e disponibili*”.

<sup>(77)</sup> Cfr. NIGRO – SCARANI – BONISSONI, *Ristrutturazione del debito con conversione della passività in “equity”*, in *Dir. Prat. Soc.*, 4/2010, 21 ss..

la vendita”), con contestuale costituzione di riserva di valutazione (voce 130 del passivo dello stato patrimoniale del bilancio bancario) <sup>(78)</sup>.

Da ultimo, pur esulando da questo contributo una puntuale analisi di tutte le problematiche connesse all’individuazione del regime tributario a cui sono sottoposti gli strumenti finanziari partecipativi <sup>(79)</sup>, è opportuno accennare, ai fini di un completo inquadramento della fattispecie e delle giustificazioni che spingono le banche coinvolte in un processo ristrutturativo all’utilizzo di tali strumenti, ai benefici fiscali che scaturiscono dalla natura “partecipativa” di tale istituto.

Quanto alla società emittente, l’analisi deve prendere le mosse dalla considerazione che, nel caso in cui la ristrutturazione del debito preveda la rinuncia del creditore ad un ammontare del capitale da rimborsare e/o degli interessi maturati ma non ancora pagati alla data della ristrutturazione, circostanza che indirettamente si verifica in caso di conversione del debito in strumenti finanziari, il principio OIC 6 <sup>(80)</sup> stabilisce che il debitore debba iscrivere un utile da ristrutturazione tra i proventi straordinari del conto economico corrispondenti alla riduzione del capitale da rimborsare e/o degli interessi maturati e non an-

---

<sup>(78)</sup> Cfr. Circolare 3 agosto 2010 n. 42/E dell’Agenzia delle Entrate reperibile in <http://media.directio.it/portal/Prassi/20121109Circolare%20Agenzia%20n%2042.pdf>; Circolare 22 dicembre 2005, n. 262 della Banca d’Italia reperibile in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

<sup>(79)</sup> Sul punto si rimanda per una più dettagliata analisi a, *ex multis*, FICARI, *Problematiche fiscali degli accordi di ristrutturazione e relative evoluzioni normative*, in *Il diritto tributario delle procedure concorsuali e delle imprese in crisi* (a cura di PAPPARELLA), Milano, 2013, 907 ss.; CARPENTIERI, *I profili fiscali dei piani attestati di risanamento*, in *Il diritto tributario delle procedure concorsuali e delle imprese in crisi* (a cura di PAPPARELLA), Milano, 2013, 917 ss.; BEGHIN, *Perdite e svalutazioni dei crediti a seguito di rinunce, transazioni o insufficienza dell’attivo*, in *Il diritto tributario delle procedure concorsuali e delle imprese in crisi* (a cura di PAPPARELLA), Milano, 2013, 1009 ss.; LIBURDI, *Conversione dei crediti in partecipazioni da parte degli istituti di credito*, in *Fisco*, 2/2010, 5225 ss.; PARISOTTO – RENELLA, *Partecipazioni acquisite per il recupero di crediti bancari*, in *Corr. Trib.*, 2010, 2787 ss.; DOLCE, *Partecipazioni acquisite per il recupero di crediti bancari*, (art. 113 TUIR), in *Fisco*, 1/2011, 7446 ss..

<sup>(80)</sup> Redatto dall’Organismo Italiano di Contabilità e reperibile in <http://www.fondazioneoic.eu/?p=8412>, è stato emesso allo “scopo [...] di definire il trattamento contabile e l’informativa integrativa da fornire in merito agli effetti prodotti da un’operazione di ristrutturazione del debito. Il documento si riferisce alle ipotesi in cui la ristrutturazione del debito è posta in essere da un’impresa che redige il proprio bilancio nel rispetto del principio della continuità aziendale”.

cora pagati. In contropartita dell'utile, come rappresentato nelle pagine precedenti, il debitore rileva una riduzione di pari importo del valore contabile del debito iscritto tra le passività <sup>(81)</sup>. Al fine di evitare che tale sopravvenienza possa essere soggetta ad imposizione fiscale, l'articolo 88, co. 4, del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (Testo Unico delle Imposte sui Redditi o TUIR) esclude, per la parte che eccede le perdite pregresse, la rilevanza fiscale della sopravvenienza attiva qualora tale plusvalenza derivi dal perfezionamento di un accordo di ristrutturazione dei debiti *ex* articolo 182-*bis* L.F. o da un piano di risanamento *ex* articolo 67, co. 3, lett. d), L.F. pubblicato nel Registro delle Imprese ai sensi dell'articolo 33, co. 4, del D.L. 83/2012 (c.d. "Decreto crescita"). Per le considerazioni sopra esposte, potrà verificarsi l'emersione di un provento straordinario solo laddove la conversione del debito risulti, sotto il profilo contabile, effettiva, a seguito di una sua trasformazione integrale in una posta di patrimonio netto, circostanza possibile solo in caso di emissione di strumenti finanziari che siano dotati di un pieno e certo diritto di partecipazione.

Per quanto attiene al creditore, a fronte della perdita del credito derivante dalla sua trasformazione in strumento partecipativo, al verificarsi di determinate condizioni espressamente disciplinate dall'articolo 101, co. 5, del TUIR, potrà beneficiare della deducibilità integrale della perdita maturata sul credito. Elemento qualificante per poter godere di tale agevolazione è che la perdita risulti da "elementi certi e precisi" che, sempre a norma dell'articolo 101, co. 5, TUIR, si presumono sussistere in caso di assoggettamento del debitore a una procedura concorsuale o ad un accordo di ristrutturazione dei debiti *ex* articolo 182-*bis* L.F. La legge, invece, contrariamente a quanto accade per la disciplina delle sopravvenienze attive sopra descritte, non ha automaticamente riconosciuto lo stesso beneficio nel caso in cui la perdita sul credito avvenga nel contesto di un piano di risanamento *ex* articolo 67, co. 3, lett. d), L.F., indipendentemente

---

<sup>(81)</sup> Cfr. PARISI – MAZZA, *Piani di ristrutturazione e di risanamento dei debiti: le sopravvenienze attive*, in *Pratica Fisc.*, 39/2013, 32.

dalla circostanza che venga o meno pubblicato sul Registro delle Imprese <sup>(82)</sup>. Ai fini del riconoscimento, anche in tale procedura, dei benefici derivanti dalla deducibilità del credito, l'istituto di credito che converte parte o tutti i propri crediti in strumenti finanziari potrà tuttavia avvalersi della specifica disciplina dettata dall'articolo 113 TUIR che deroga al regime comunemente definito della c.d. *participation exemption* <sup>(83)</sup> per le partecipazioni iscritte in sostituzione dei crediti in sofferenza. La facoltà riconosciuta dal citato articolo 113 TUIR è espressamente subordinata al parere favorevole dell'Agenzia delle Entrate tramite la procedura ordinaria di interpello di cui all'articolo 11 della L. 27 luglio 2000, n. 212 e il relativo accoglimento comporta l'equiparazione dei crediti estinti o convertiti alle partecipazioni acquisite ai fini dell'applicazione dall'articolo 101, comma 5, TUIR con la conseguente deducibilità della perdita ove ne ricorrano i presupposti, così consentendo al creditore di sfruttare, anche nell'ambito dei piani di risanamento ex articolo 67, co. 3, lett. d), L.F., il regime di favore della disciplina sulla deducibilità delle perdite su crediti.

---

<sup>(82)</sup> La ragione di tale difformità di trattamento potrebbe essere individuata nella *ratio* della generale disciplina fiscale di deducibilità delle perdite su crediti "da valutazione" e nella circostanza che gli accordi di ristrutturazione offrono, sotto questo profilo, una maggiore garanzia, rappresentata dall'omologa del Giudice (cfr. CARPENTIERI, *I profili fiscali*, in *op. cit.*, 933).

<sup>(83)</sup> La *participation exemption* è il criterio utilizzato nel nostro ordinamento, come in molti altri sistemi fiscali europei, per coordinare la tassazione delle società con quella dei soci, nell'intento di evitare una doppia tassazione della medesima capacità economica. In Italia la relativa disciplina è contenuta nell'articolo 87 del TUIR e dalla Circolare 4 agosto 2004, n. 36/E dell'Agenzia delle Entrate.

### 1.3 I poteri di *voice* ex articolo 2351, co. 5, c.c. spettanti al creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi

Delineati nelle pagine precedenti i principali vantaggi che, sotto il profilo dei diritti patrimoniali, hanno consentito agli strumenti finanziari partecipativi di svolgere un ruolo determinante nelle recenti operazioni di ristrutturazione del debito, occorre ora soffermarsi, al fine di completare il quadro giuridico nel quale si innestano le problematiche che verranno analizzate nei seguenti capitoli, sui poteri amministrativi di cui possono essere dotati tali strumenti, con particolare riferimento, visto il contesto “di crisi” in cui vengono emessi, ai poteri di *voice* attribuibili, ai sensi dell’articolo 2351, co. 5, c.c., su “*argomenti specificamente indicati*”.

Tale facoltà rappresenta senza dubbio uno dei principali motivi di successo nell’utilizzo dell’istituto. Come rappresentato nel primo paragrafo, infatti, i costi di agenzia che emergono in una situazione di crisi acquiscono la strutturale asimmetria informativa che sussiste tra creditore e debitore costituendo a loro volta la maggiore difficoltà per una positiva composizione dei diversi interessi dei soggetti coinvolti in tale fase<sup>(84)</sup>. La prassi, nel contesto delle situazioni *in bonis*, ha sviluppato, al fine di ridurre tale asimmetria, una particolare tecnica di controllo del debitore incrementando l’utilizzo di garanzie c.d. indirette di tipo contrattuale (comunemente definite *restrictive covenants* o semplicemente *covenants*) il cui principale scopo è proprio quello di monitorare la condotta del debitore al fine di ridurre la possibilità che quest’ultimo possa porre in essere attività opportunistiche che mettano a rischio la capacità di rimborso di quest’ultimo. Come meglio verrà approfondito nelle pagine seguenti, tale tec-

---

<sup>(84)</sup> Sul punto cfr. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013, 6, che offre una rappresentazione delle problematiche di rapporto tra finanziatore e debitore “partendo dal presupposto che debitore e creditore sono soggetti razionali che perseguono la massimizzazione del loro profitto, il rapporto tra tali soggetti è regolato dalla legge domanda-offerta (di credito). Nel dettaglio il costo del credito sarà inversamente proporzionale al rischio del debitore, rappresentato dalla probabilità di default del debitore. Pertanto quel debitore che sia in grado di garantire maggiore affidabilità nell’adempimento futuro del debito contratto (cioè una minore probabilità di default) ottiene condizioni più vantaggiose”.

nica contrattuale è ampiamente diffusa anche nel contesto degli accordi, genericamente intesi, di ristrutturazione del debito.

Laddove, tuttavia, le esigenze di monitoraggio, in considerazione della gravità della crisi che emerge ogniqualvolta al creditore sia richiesta la conversione del proprio credito, necessitano di una maggiore pervasività, i c.d. *restrictive covenants* non garantiscono un sufficiente grado di efficacia.

A tale mancanza sopperisce lo strumento finanziario partecipativo che è in grado di conferire al relativo portatore un diritto di *voice* con “*efficacia reale*”<sup>(85)</sup> su una serie di “*argomenti specificamente indicati*”, la cui individuazione costituirà oggetto di ampia negoziazione tra tutte le parti coinvolte, azionisti compresi, a cui spetterà, ai sensi dell’articolo 2346, co. 6, c.c., il compito di procedere alla modifica statutaria propedeutica all’emissione degli strumenti finanziari partecipativi<sup>(86)</sup>.

Le problematiche circa il contenuto e le modalità di esercizio del potere di voto attribuibile agli strumenti finanziari partecipativi rappresenta un tema ampiamente approfondito in ambito dottrinale<sup>(87)</sup>. Il dibattito, in particolare, è ruotato intorno alla verifica della sussistenza o meno, nell’ordinamento societario, di vincoli di sistema nell’attribuzione di un potere di voto e di partecipazione alla vita sociale a soggetti non appartenenti, strutturalmente, al contratto associativo<sup>(88)</sup>. La configurazione finanziaria delle società di capitali delineata dal codice del ‘42, infatti, era ancorata sulla distinzione tra partecipazione sociale, a cui era normalmente associato il potere di *voice* in ordine ad ogni modifica del contratto sociale, e partecipazione dei terzi su un piano mera-

---

<sup>(85)</sup> Cfr. TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi”*, in *op. cit.*, 157.

<sup>(86)</sup> Sulla competenza all’emissione e regolamentazione della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi cfr. NOTARI – GIANNELLI, *sub art. 2346, comma 6*, in *op. cit.*, 129 ss.; LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *op. cit.*, 197; MIGNONE, *Commento all’art. 2346, 6° comma*, in *op. cit.*, 253 ss..

<sup>(87)</sup> Per una panoramica dei contributi sul tema si rimanda alla nota (54).

<sup>(88)</sup> Cfr. MUSCOLO, *Gli strumenti finanziari*, in *op. cit.*, 2013, 163; CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, in *op. cit.*, 57; LIBONATI, *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi*, in *op. cit.*, 14.

mente creditorio, a cui corrispondeva, a seconda del caso, un potere di controllo esclusivamente contrattuale o di categoria attenuato (nel caso, ad esempio, di prestito obbligazionario) senza alcuna possibilità di intervento in merito alle decisioni di governo societario.

In tale originario contesto si innesta oggi l'attribuzione del diritto di voto al possessore di strumenti finanziari partecipativi, la cui *ratio* fondante sembrerebbe emergere dalla volontà del Legislatore di attribuire al compartecipante alle vicende patrimoniali dell'impresa un potere di controllo della società stessa <sup>(89)</sup>.

Tuttavia, dal combinato disposto della scarna normativa introdotta dalla riforma del diritto societario – che si caratterizza, per un verso, dalla assenza quasi totale di regole imperative (se non per una generica limitazione del confine della fattispecie, per così dire in “estensione”, dove si esclude comunque il “voto nell'assemblea generale degli azionisti” (articolo 2346, co. 6, c.c.)) e, per altro verso, dall'ampliamento dell'autonomia societaria nella modulazione dei poteri di *voce* attribuibili a tale nuova categoria di compartecipanti al contratto sociale – l'unico dato certo che sembra emergere è quello di una impossibilità di identificazione, *a priori*, degli interessi dei portatori degli strumenti partecipativi. Il solo limite sistematico pare quello della meritevolezza, fermo restando l'interesse della società emittente all'ottenimento della provvista finanziaria sottesa all'emissione dello strumento partecipativo <sup>(90)</sup>, che, nel contesto di una ristrutturazione del debito, si concretizza nella conversione del debito bancario e la realizzazione delle condizioni necessarie a dare piena esecuzione al piano ristrutturativo dell'azienda.

L'indeterminatezza nella collocazione degli interessi dei portatori degli strumenti finanziari partecipativi, tuttavia, rischia di determinare un conflitto con quelli, già molteplici, rappresentati dalle diverse categorie di azionisti, senza che lo scarno, e in gran parte meramente dispositivo, sottosistema di norme

---

<sup>(89)</sup> Cfr. TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi”*, in *op. cit.*, 156.

<sup>(90)</sup> Cfr. MUSCOLO, *Gli strumenti finanziari*, in *op. cit.*, 2013, 201.

che regolano gli strumenti finanziari offra dei rimedi certi per dirimere tali conflitti. Per le ragioni sopra esposte, l'ambito dello studio di tali problematiche – storicamente svoltosi considerando un uso fisiologico di tali strumenti, e pertanto, al di fuori di una situazione di crisi dell'impresa emittente – partiva dalla condivisa considerazione che il limite all'attribuzione (o alla conformazione) dei diritti amministrativi agli strumenti partecipativi dovesse ravvisarsi nelle norme imperative, di ordine pubblico-economico, che costituiscono la fonte di attribuzione ai soci, e solo a quest'ultimi, dei diritti di governo del contratto sociale e delle sue modificazioni.

In tale quadro, anche se la conclusione raggiunta dalla dottrina <sup>(91)</sup> riconosce che il diritto di voto eventualmente spettante agli strumenti finanziari partecipativi non possa comunque qualificarsi ontologicamente come diritto di voto in senso proprio e quindi non possa paragonarsi a quello previsto per qualsiasi altra categoria di azionisti, non vi è unità di interpretazioni su quale possa essere l'ambito di intervento del potere di *voice* su “*argomenti specificamente indicati*” potenzialmente spettante al portatore degli strumenti partecipativi.

Per un verso, infatti, riconoscendo come il limite della disciplina debba coincidere con i canoni di correttezza e buona fede della società non soltanto nei rapporti endosocietari, ma anche in quelli con i terzi, si ritiene <sup>(92)</sup> che la creazione di titoli rappresentativi di un flusso di interessi distinti e potenzialmente conflittuali con quelli dei soci a cui attribuire una qualche *corporate governance* significherebbe disapplicare i principi di stabilità del governo e buon funzionamento della società che ispirano la riforma. Il precipitato di tali conclusioni porterebbe quindi ad escludere la possibilità di conferire ai creditori portatori degli strumenti un potere, formale o sostanziale, di veto rispetto ad atti societari, sulla base del fatto che il potere di controllo rappresentato dal diritto di *voice* di cui all'articolo 2351, co. 5, c.c. non può in ogni caso prevaricare il principio sancito dall'articolo 2346, co. 6, c.c. che deve essere inteso come car-

---

<sup>(91)</sup> Cfr. NOTARI – GIANNELLI, *sub art. 2346, comma 6*, in *op. cit.*, 96 ss..

<sup>(92)</sup> Cfr. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, in *op. cit.*, 57.

dine volto a impedire dislocazioni della sovranità sull'ente dagli azionisti a tali diverse categorie di soggetti <sup>(93)</sup>.

Ad opposte conclusioni giunge una diversa interpretazione dell'istituto, qui condivisa, che muovendo dalla considerazione che occorre distinguere tra generico diritto di governo della società (che senza dubbio risulta escluso che possa essere attribuito, per via statutaria, ai possessori di tali strumenti) e diritto di controllo, giunge a configurare l'articolazione di quest'ultimo, in forza di quanto previsto dall'articolo 2351, co. 5, c.c., anche attraverso l'esercizio di un potere di veto su argomenti specifici (come accade, ad esempio, qualora venga predisposta statutariamente una competenza autorizzatoria su singole materie in capo ai possessori degli strumenti partecipativi) escluso, in ogni caso, ogni ruolo attivo di governo da parte di quest'ultimi <sup>(94)</sup>. Sulla scorta di

---

<sup>(93)</sup> Cfr. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, in *op. cit.*, 76, che conclude affermando come “*rimane preclusa innanzitutto la possibilità di attribuire all'assemblea speciale un potere di approvazione/autorizzazione della decisione assunta da quella generale; ma resta impedita anche la possibilità di accordare un numero di voti, destinati ad integrare le dichiarazioni degli azionisti, tali da costituire in capo ai portatori degli ibridi, complessivamente considerati, un potere di blocco, in ragione dei quorum rafforzati richiesti per l'adozione di certune delibere*”. Sul punto anche MUSCOLO, *Gli strumenti finanziari*, in *op. cit.*, 2010, 478, secondo cui “*qualche dubbio si pone per le deliberazioni in pregiudizio indiretto dei portatori degli strumenti finanziari, che possono essere molteplici, essendo in generale ipotizzabile un rischio di conflitti di interessi tra i differenti stakeholders; la competenza dell'assemblea speciale potrebbe in questi casi trasformarsi in un diritto di veto, con effetti dirompenti sul buon funzionamento della società. Il rispetto dei principi di correttezza e buona fede nei rapporti endosocietari, che ha come corollario il fatto che i diritti patrimoniali attribuiti dagli strumenti finanziari non possono mai prevaricare quelli spettanti ai soci, e la coerenza con la regola generale per cui i diritti amministrativi propri degli strumenti finanziari possono risolversi in un potere di controllo sulla gestione della società ma mai in un potere di governance della stessa*”. A tale riguardo VALZER, *Gli strumenti finanziari*, in *op. cit.*, 279-280, sottolinea come “*si attribuirebbe all'assemblea speciale dei titolari di strumenti finanziari un diritto di veto a maggioranza (non avverso le delibere pregiudizievoli delle medesime pretese amministrative loro riconosciute, ma) nei confronti di decisioni che riguardino potenzialmente tutti i soci. Ciò, tuttavia, altera, seppure solo nelle specifiche materie in cui sia riconosciuto il diritto di voto alle partecipazioni finanziarie, (quantomeno potenzialmente) il principio di maggioranza nella formazione della volontà dell'organo assembleare*”.

<sup>(94)</sup> Sul punto, LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, in *op. cit.*, 536; TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi”*, in *op. cit.*, 156-157, secondo il quale “*a titolo meramente esemplificativo, come “diritti di voto su argomenti specificamente indicati” lo statuto potrebbe probabilmente prevedere poteri c.d. di veto su operazioni straordinarie della società, quali ad esempio la modifica dell'oggetto sociale, il trasferimento parziale o totale dell'azienda, fusione e/o scissione, ovvero su atti gestori, quali l'approvazione del bilancio, etc.*” e ancora “*ad oggi dovrebbe quindi essere dimostrato che in seguito alla riforma del diritto societario è certamente le-*

quanto oggi previsto dall'articolo 2364, n. 5, c.c. con riguardo all'assemblea generale, e ferma restando la responsabilità degli amministratori, l'attribuzione ai titolari di strumenti finanziari di un diritto di *voice* così consegnato sembrerebbe quindi non incontrare obiezioni di compatibilità con il sistema corporativo tipico della società azionaria <sup>(95)</sup>.

Ne consegue che l'espressione di tale diritto di *voice* riconosciuto ai portatori di strumenti finanziari partecipativi, analogamente a quanto accade nel contesto delle delibere assoggettate alla normativa di cui all'articolo 2376 c.c. <sup>(96)</sup>, costituisce una condizione essenziale di efficacia nei confronti della deliberazione assunta dall'organo rappresentativo di soci <sup>(97)</sup>.

Tale conclusione, peraltro, sarebbe pienamente compatibile con i limiti di sistema delineati dall'articolo 2346, co. 6, c.c. le cui prescrizioni, se correttamente interpretate alla luce delle disposizioni dell'articolo 2351, co. 5, c.c., devono essere lette nel senso di impedire ai portatori di strumenti partecipativi il diritto di voto su argomenti diversi e ulteriori rispetto a quelli dei soci, consentendo, invece, rispetto ai medesimi argomenti su cui gli azionisti sono chiamati a votare, un potere di adesione o opposizione <sup>(98)</sup>. In tale quadro, i portatori di strumenti finanziari si immettono nell'organizzazione societaria a fianco dei

---

*cita la previsione, con "efficacia reale" ed a prescindere da pattuizioni "parasociali", dell'obbligo del preventivo assenso dell'investitore di privare equity titolare di strumenti partecipativi di alcune operazioni societarie di particolare rilevanza (c.d. restrictive covenants)"; LOLLI, Gli strumenti finanziari, in op. cit., 209, secondo cui "nei casi in cui la emissione di strumenti finanziari vale a coinvolgere nella società un venture capitalist, i dati raccolti dalla prassi dimostrano che viene a lui attribuito, all'interno di restrictive covenants sottoscritti tra le parti, un diritto di voto (o meglio di veto) in merito alla modificazione della struttura finanziaria o più in generale della struttura interna della società quanto alle conclusioni di operazioni di particolare rilievo o che superino un ammontare predeterminato, quelle in merito alla distribuzione di utili".*

<sup>(95)</sup> Cfr. LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *op. cit.*, 209.

<sup>(96)</sup> Cfr. COSTA, *Le assemblee speciali*, in AA.VV. *Trattato delle società per azioni* (diretto da COLOMBO – PORTALE), Vol. 3, Torino, 1993, 523 ss.; MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 277; MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Cont. Impr.*, 2014, 1, 238.

<sup>(97)</sup> In questi termini si esprime anche LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *op. cit.*, 16-17.

<sup>(98)</sup> Cfr. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *op. cit.*, 268; LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *op. cit.*, 16-17.

soci con l'obiettivo di arricchire la platea dei legittimati a partecipare alle vicende del contratto sociale.

Come osservato <sup>(99)</sup>, il riconoscimento del potere di *voice* stabilito dall'articolo 2351, co. 5, c.c., tuttavia, non qualifica le modalità di espressione dello stesso. A tale proposito, i vincoli di sistema delineati dall'articolo 2346, co. 6, c.c. portano ragionevolmente a concludere che tale facoltà debba esercitarsi dove il portatore di strumenti finanziari normalmente vota, ovvero l'assemblea speciale di categoria, nella quale, infatti, di regola non ha facoltà di votare su argomenti di competenza dell'assemblea generale dei soci a meno che non si tratti di deliberare che pregiudicano i diritti della sua categoria (articolo 2376, co. 1, c.c.) ma dove, allo stesso tempo, può vedersi eccezionalmente attribuito il voto anche su quegli argomenti ai sensi dell'articolo 2351, co. 5, c.c., fermo restando che tale sede di espressione del diritto potrà anche non rappresentare un'assemblea in senso tecnico, come nel caso di emissione di un unico strumento sottoscritto da uno specifico investitore <sup>(100)</sup>.

---

<sup>(99)</sup> Cfr. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *op. cit.*, 14.

<sup>(100)</sup> Sempre a titolo esemplificativo, nel seguito vengono indicate alcune clausole estratte da un regolamento di strumenti finanziari partecipativi destinate a disciplinare i diritti amministrativi attribuibili ai portatori dei relativi strumenti nonché le modalità di esercizio dei corrispondenti diritti di *voice*.

*“5.1. Gli SFP non attribuiscono al Titolare pro tempore né il diritto di intervento né il diritto di voto nell'assemblea ordinaria e/o straordinaria dei soci della Società, né altro diritto amministrativo con riferimento alla Società, ad eccezione di quanto previsto nel presente Articolo xxxx.*

*5.2. Gli SFP attribuiscono ai Titolari pro tempore il diritto di nominare, tramite delibera dell'assemblea speciale dei Titolari (l'“Assemblea Speciale”), un componente indipendente del consiglio di amministrazione e un componente effettivo del Collegio Sindacale ai sensi dell'articolo 2351, quinto comma, del codice civile. Ai fini della nomina dell'eventuale componente indipendente del consiglio di amministrazione e di un componente effettivo del Collegio Sindacale, la delibera dell'assemblea speciale dei Titolari dovrà intendersi immediatamente efficace come disposto dall'articolo xxxx dello Statuto, senza che sia necessaria alcuna ratifica da parte dell'assemblea ordinaria dei soci della Società.*

*5.3. L'Assemblea Speciale è chiamata ad approvare le deliberazioni dell'assemblea dei soci che pregiudicano i diritti degli SFP.*

*L'Assemblea Speciale è chiamata altresì ad approvare le deliberazioni dell'assemblea dei soci che riguardano le seguenti materie:*

*a) la nomina del Rappresentante Comune (come definito al successivo Articolo xxxx) dei Titolari e la determinazione dei relativi compensi;*

Alla luce di quanto esposto, cominciano a delinearsi le problematiche che saranno approfondite nelle pagine seguenti dedicate, in primo luogo, all'analisi dei principi e degli istituti a cui dover ricorrere per dirimere gli eventuali conflitti tra società, azionisti e portatori di strumenti partecipativi (sempre intesi nella loro veste di creditori istituzionali bancari) e, in secondo luogo, alla verifica di quali responsabilità potrebbero ricadere su quest'ultimi soggetti da un uso *contra legem* dei poteri ad essi attribuiti.

Il conferimento di un diritto di *voice* agli strumenti finanziari emessi ai sensi dell'articolo 2346, co. 6, c.c., infatti, evidenzia la problematica in merito all'individuazione delle regole di comportamento che categorie di finanziatori diversi dai soci sono tenuti a perseguire <sup>(101)</sup>; circostanza che sembrerebbe emergere con una maggiore intensità specialmente in un contesto di crisi dell'impresa dove è lo stesso ordinamento a prevedere, istituzionalizzandola, e

---

*b) la nomina dell'amministratore indipendente e del sindaco effettivo di cui al precedente articolo 5.2, così come la loro revoca e sostituzione;*

*c) l'approvazione delle delibere dell'assemblea dei soci aventi ad oggetto:*

*(1) la modifica dello Statuto della Società;*

*(2) operazioni straordinarie tra le quali fusioni, scissioni, trasformazioni, scorpori o altre operazioni straordinarie similari, aumenti o riduzioni di capitale, emissione di azioni di categoria speciale e/o altri strumenti finanziari partecipativi, messa in liquidazione della Società, lo spostamento del centro di interessi della Società in una giurisdizione diversa da quella italiana; e*

*(3) l'approvazione di tutte le modificazioni, quand'anche non pregiudizievoli dei diritti dei titolari di SFP, del presente Regolamento;*

*(4) trasferimento (in qualsiasi forma, anche a mezzo conferimento) parziale o totale dell'azienda;*

*(5) operazioni che possano pregiudicare in qualsiasi modo i diritti dei Titolari di SFP.*

[...]

*5.5. L'Assemblea Speciale delibera, oltre che sulle materie previste ai precedenti articoli 5.2. e 5.3., su qualsiasi altra materia di interesse comune dei Titolari. L'Assemblea Speciale è convocata dal Rappresentante Comune (come definito al successivo Articolo xxxx) con un preavviso di almeno xxxx giorni lavorativi. L'Assemblea Speciale è altresì convocata dal Rappresentante Comune, o in difetto dal Collegio Sindacale, ove ciò sia richiesto da uno o più Titolari che detengono un numero complessivo di SFP pari ad almeno il xxxx del totale degli SFP in circolazione.*

*5.6. Le deliberazioni dell'Assemblea Speciale sono adottate, in prima convocazione, con il voto favorevole di tanti Titolari che rappresentino oltre la metà degli SFP in circolazione. In seconda convocazione, l'Assemblea Speciale è validamente costituita con la presenza di tanti Titolari che rappresentino oltre la metà degli SFP in circolazione e delibera con il voto favorevole di tanti Titolari che rappresentino la maggioranza degli SFP rappresentati in Assemblea Speciale”.*

<sup>(101)</sup> Cfr. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, in *op. cit.*, 537.

sotto certi profili agevolandola, una partecipazione al contratto sociale da parte di tali creditori, da cui deriva la necessità di individuare gli elementi che, integrando il contratto sociale, possono fornire un quadro d'insieme delle regole di condotta del creditore.

## **2. IL DOVERE DI OSSERVANZA DEI PRINCIPI DI CORRETTEZZA E BUONA FEDE IN CAPO AL CREDITORE PORTATORE DI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI NELL'AMBITO DELLE SOLUZIONI STRAGIUDIZIALI DELLA CRISI DI IMPRESA**

### **2.1 La soluzione della crisi di impresa quale causa di partecipazione al contratto sociale**

Come anticipato nelle pagine precedenti, nel contesto delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa gli elementi che caratterizzano i rapporti intercorrenti tra creditori istituzionali, società e soci ogniqualvolta gli obiettivi di risanamento richiedano il coinvolgimento dei primi attraverso la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi dotati di determinati poteri di *voice*, spinge a riconsiderare sotto una nuova prospettiva il legame che, nelle società di capitali, si instaura tra portatori di interessi primariamente creditori e portatori di interessi più propriamente sociali.

L'istituto disciplinato dal combinato disposto degli articoli 2346, co. 6, e 2351, co. 5, del codice civile, infatti, derogando al generale principio di correlazione tra i poteri amministrativi attribuiti al titolare di uno strumento finanziario e valore dell'investimento effettuato da tale soggetto <sup>(102)</sup>, consente, nell'ambito dello statuto legale delle società per azioni, un intervento partecipativo di soggetti terzi (nel caso in esame, creditori) a fronte di una cessione, seppur parziale ed attenuata da parte dei soci, della sovranità di indirizzo organizzativo di questi ultimi <sup>(103)</sup> e, nei limiti imposti dall'ordinamento, anche gestionale della società <sup>(104)</sup>.

---

<sup>(102)</sup> Principio che si basa sul presupposto secondo cui "il godimento di un potere più che proporzionale potrebbe [...] indurre con ancora maggiore intensità comportamenti votati all'espropriazione di ricchezza a danno degli azionisti estranei al governo della società", così POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di veto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 515.

<sup>(103)</sup> In relazione alle competenze di indirizzo organizzativo dell'assemblea dei soci si veda PORTALE – DACCÒ, *Accentramento di funzioni e di servizi nel gruppo e ruolo dell'assemblea della società controllata*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2006, 3, 471-475, secondo i quali "la mancata previsione della facoltà, in capo agli amministratori, di coinvolgere l'assemblea in ordine agli atti di gestione (in assenza di un esplicito riferimento statutario) non ha, tuttavia, impedito alla miglio-

In tale quadro, tuttavia, il ricorso ad uno strumento che conferisce ad un soggetto formalmente estraneo al rapporto sociale un potere di blocco o autorizzazione rispetto a decisioni che incidono (direttamente o indirettamente) sul contratto associativo non verrebbe più giustificato, come originariamente ipotizzato dal Legislatore, al fine di reperire nuovi canali di finanziamento per l'impresa – obiettivo che, pur con le dovute differenze sotto il profilo delle caratteristiche dell'investimento <sup>(105)</sup>, accomuna soggetti formalmente estranei alla società a condividere il medesimo interesse sociale dei soci alla massimizzazione del valore dei diversi strumenti di partecipazione all'impresa <sup>(106)</sup> – bensì troverebbe fondamento nel fine di risanamento e riequilibrio della situazione finanziaria e patrimoniale della società in crisi.

Tale presupposto, peraltro, non esaurisce i suoi effetti sul mero piano delle finalità che spingono il creditore alla sottoscrizione di detti strumenti ma assurge a vera e propria causa concreta della fattispecie, delineando i confini entro i quali la manifestazione dei poteri attribuiti ai creditori per mezzo degli strumenti finanziari partecipativi (*i.e.* il diritto di autorizzazione o di veto su de-

---

*re e prevalente dottrina di segnalare, in modo convincente, come l'art. 2364 c.c. possa essere interpretato in termini non così restrittivi da precludere agli amministratori la possibilità di sentire – quantomeno per un parere non vincolante – l'assemblea relativamente ad un atto gestionale*". Conseguentemente, appurata la possibilità/opportunità di coinvolgere l'assemblea in ordine ad uno specifico atto gestionale, "sembra possibile ritenere che, anche a seguito della riforma del diritto societario, un tale obbligo sia ravvisabile qualora l'atto – di norma riconducibile nella categoria degli atti gestionali – possa determinare (direttamente o indirettamente) una modifica rilevante alla struttura e al codice organizzativo della società".

<sup>(104)</sup> Sul punto, GUERRERA – MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *op. cit.*, 22.

<sup>(105)</sup> Sul punto ancora POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di veto*, in *op. cit.*, 523, secondo cui "potendo il diritto di voto, sia pure solo su argomenti definiti, e il diritto di nomina di un componente degli organi amministrativi e di controllo essere concessi a portatori di strumenti finanziari che non hanno conferito capitale, si assiste ad un'altra deviazione dal principio di proporzionalità nel duplice senso dell'attribuzione di un diritto corporativo a chi non è esposto al rischio di perdita di un conferimento (perché un conferimento non è avvenuto) e della corrispondente compressione del potere di voto spettante ai soci, il quale, a fronte dell'emissione di strumenti partecipativi con diritto di voto, complessivamente considerato non potrà dirsi proporzionale all'entità dei conferimenti".

<sup>(106)</sup> Così MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *op. cit.*, 237, secondo cui "gli strumenti in esame partecipano al contratto sociale, incorporando diritti da essi derivanti e caratterizzanti la partecipazione degli azionisti".

terminate decisioni sociali) possa ritenersi legittimamente esercitato. Ritenere, infatti, che la crisi di impresa costituisca semplicemente uno dei molteplici contesti nei quali può essere utilizzato detto istituto – assunzione che comporta come conseguenza che ogni analisi della fattispecie rimanga limitata solo sul piano delle finalità – non pare cogliere in modo corretto le peculiarità del caso in esame, in quanto ogni approfondimento sulla legittima manifestazione dei poteri attribuiti ai creditori per mezzo degli strumenti finanziari partecipativi dovrebbe presupporre la sussistenza tra soci e creditori di un comune interesse alla massimizzazione del valore aggregato dei diversi strumenti di partecipazione al contratto sociale che, tuttavia, nel caso sottoposto ad analisi non pare sussistere.

Nella reale applicazione di tale istituto giuridico, infatti, si riscontra come lo stesso non si ponga come strumento di investimento ma più propriamente come meccanismo di tutela e monitoraggio del credito. La prospettiva con la quale il creditore istituzionale partecipa al contratto sociale mediante la sottoscrizione degli strumenti finanziari partecipativi è infatti finalizzata, in primo luogo, a consentire la piena uscita dalla crisi della società e, in secondo luogo, alla tutela di quei crediti che, nell'ambito della complessiva manovra finanziaria funzionale al risanamento dell'impresa, non sono oggetto di conversione in patrimonio netto ma sono sottoposti a semplice rinegoziazione.

Pertanto, se la fattispecie disciplinata dall'articolo 2346, co. 6, del codice civile, nello specifico ambito delle procedure stragiudiziali della crisi d'impresa, rappresenta uno strumento di realizzazione degli obiettivi di risanamento dell'impresa in crisi propedeutico al ripianamento, o quantomeno al riequilibrio, dell'esposizione debitoria ed è finalizzata essenzialmente ad agevolare il rimborso e la tutela dei crediti non oggetto di conversione in strumenti finanziari, deve concludersi che la stessa causa concreta dell'istituto non possa ritenersi analoga a quella di un qualsiasi altro strumento di partecipazione al contratto sociale.

Ne deriva che i beneficiari dei poteri di *voice* connessi a tali strumenti non vanteranno un interesse coincidente con quello degli altri partecipanti all'accordo associativo, in quanto i primi, alla luce delle considerazioni sopra esposte, nella quasi totalità delle circostanze assumeranno una posizione che privilegerà la tutela delle proprie ragioni di credito piuttosto che la ricerca della massimizzazione del valore aggregato di tali strumenti, in un'ottica essenzialmente orientata alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, favorendo, nell'ambito dell'organizzazione di impresa, la staticità patrimoniale dei valori aziendali a scapito di un loro utilizzo più dinamico in funzione della redditività, attuale e prospettica, delle partecipazioni sociali <sup>(107)</sup>.

---

<sup>(107)</sup> Sotto il profilo economico-finanziario è opportuno ricordare come le differenti prospettive di organizzazione di impresa, così come le molteplici forme di investimento, incidono sui criteri di valutazione dei complessi aziendali. Mentre una stima prettamente finanziaria/reddituale determina il valore di una partecipazione prendendo quale base di riferimento i c.d. "*cash flows*" che, sulla scorta delle informazioni disponibili *ex ante*, si stimano possano essere prodotti in futuro (tenendo pertanto conto degli investimenti di volta in volta effettuati dall'impresa), una visione strettamente patrimoniale si focalizza sulla determinazione analitica del valore di mercato corrente delle singole voci patrimoniali, in un'ottica di loro liquidazione nel breve termine. All'interno del primo caso si distinguono i seguenti metodi (cfr. CASONATO, *Il pregiudizio alla redditività e al valore della partecipazione sociale nella società eterodiretta ed il danno da lesione all'integrità del patrimonio della società controllata. Criteri per la determinazione del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Dir. Fall.*, 2013, 302): (1) metodo reddituale, che considera l'azienda come un complesso economico unitario e tiene conto della sua capacità di generare reddito. Tale metodologia appare indicata nella stima di complessi aziendali con prevalenza degli aspetti economici della gestione rispetto a quelli patrimoniali e di investimento, e quindi non risulta appropriata nei casi in cui il complesso patrimoniale risulti consistente e non trascurabile; (2) metodo finanziario, che si basa sulla attualizzazione dei flussi finanziari attesi dalla gestione, sostanzialmente considerando l'azienda come un qualsiasi investimento, determinando il ritorno in termini finanziari dell'investimento del proprio capitale in una determinata attività; (3) metodo misto, patrimoniale/reddituale, maggiormente utilizzato nella realtà professionale italiana, in quanto unisce i principi utilizzati nei singoli metodi di valutazione precedentemente indicati partendo dalla componente patrimoniale e, ritenendo che la stessa non sia sufficiente al fine di pervenire ad un valore del capitale economico attendibile, viene integrata da una verifica di tipo reddituale che porta alla determinazione di un avviamento. Sulle conseguenze derivanti dal mancato coordinamento finalisticamente orientato tra la disciplina societaria e quella fallimentare si esprime STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. Soc.*, 2012, 617, il quale rileva come emergerebbe "una *frattura*" all'interno del complessivo sistema di tutela dei creditori sociali inducendo a raffigurare il diritto societario e quello fallimentare quali ambiti di disciplina fondati su impostazioni contrapposte, l'una, statica, attenta esclusivamente alla consistenza patrimoniale della società, l'altra, dinamica, incentrata sulla situazione finanziaria della medesima (alla quale devono essere ricondotte le nozioni di insolvenza e di "stato di crisi"). Una simile ricostruzione non sembra tuttavia accettabile e risulta in evidente contraddizione con il dato normativo".

In tale quadro, la specifica causa concreta dell'istituto che va delineandosi costituisce elemento decisivo per distinguere tale fattispecie da situazioni che apparentemente sembrano presentare analogie con quest'ultima: o perché prevedono una dissociazione tra partecipazione al contratto sociale e diritto di voto, o perché, pur non prevedendo tale dissociazione, in ogni caso coinvolgono i rapporti tra aderenti al contratto sociale, portando erroneamente a ritenere che, per analogia, possano utilizzarsi anche alla fattispecie in esame i rimedi previsti dall'ordinamento per tali differenti casi.

Quanto alla prima delle situazioni sopra richiamate, si intende fare riferimento alla peculiare disciplina prevista dall'articolo 2352 c.c. in tema di pegno su azioni. A tale riguardo occorre fin da subito evidenziare come le conclusioni a cui è giunta la più recente dottrina che ha affrontato le tematiche connesse alle modalità di esercizio del diritto di voto da parte del creditore pignoratizio <sup>(108)</sup> non sembrano fornire un contributo concreto alla risoluzione della problematica in esame.

Indipendentemente dalla corrente interpretativa che si preferisce seguire in questo ambito <sup>(109)</sup>, infatti, è necessario tenere in considerazione come

---

<sup>(108)</sup> Cfr. POLI, *Il pegno di azioni*, Milano, 2000, 331 ss..

<sup>(109)</sup> Come noto, l'analisi della disciplina prevista dall'articolo 2352 c.c. è storicamente contraddistinta da tre principali correnti. La prima, più risalente, adotta una linea interpretativa qualificabile in termini c.d. "dominicali" e muove dalla considerazione che l'attribuzione di diritti sociali al creditore pignoratizio trovi giustificazione, e si debba raccordare, con le ordinarie facoltà attribuite al titolare del diritto reale limitato di garanzia, con prevalenza delle regole previste da quest'ultimo ambito del diritto rispetto a quelle più propriamente "societarie" (cfr. ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1947, I, 12 ss.; SANTINI, *Cessione di credito garantito da pegno di azioni e diritto di voto*, in *Riv. Trim. dir. proc. Civ.*, 1954, 283 ss.). Una seconda linea interpretativa, comunemente definita come "societaria", ritiene che il titolare del diritto reale limitato che eserciti, ex articolo 2352 c.c., diritti sociali vada avvicinato al socio e, conseguentemente, che i problemi interpretativi che pone tale attribuzione di poteri vadano risolti essenzialmente in base a norme e principi del sottosistema normativo del diritto societario piuttosto che mediante il richiamo del paradigma normativo generale del pegno (su tale linea interpretativa ANGELICI, *Della società per azioni, Le azioni*, in *Il Codice civile, Commentario diretto da P. Schlesinger*, Milano, 1992, 189 ss.; PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni. Usufrutto e pegno di azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1, Tomo II, Torino, 1991, 301 ss.). La più recente interpretazione dottrinale offre una soluzione intermedia volta a contemperare tutte e due le componenti funzionali (domenicale e societaria) dell'istituto con prevalenza dell'una o dell'altra a seconda della specifica situazione

l'attribuzione al creditore pignoratizio del diritto di *voice* non deriva da un collegamento negoziale che presuppone una forma di partecipazione al contratto sociale di quest'ultimo ma dal fatto che tale diritto è strettamente connesso al bene che è oggetto di garanzia e, conseguentemente, lo segue nella vicenda negoziale che coinvolge l'azione a cui è attribuito per natura. Si comprende, pertanto, come l'articolo 2352 c.c. offra solo un criterio interpretativo per identificare, in assenza di specifici accordi tra costituente e beneficiario della garanzia, chi sarà titolare del voto, non rappresentando, al contrario di quanto invece previsto dal combinato disposto degli articoli 2346, co. 6 e 2351, co. 5 c.c., uno strumento idoneo a derogare ai rapporti associativi tra gli aderenti al contratto sociale.

Ne consegue che, nella fattispecie del pegno di azioni, i canoni interpretativi attraverso i quali valutare la legittimità dell'esercizio dei poteri di voto del creditore pignoratizio nei confronti della società e dei soci dovranno necessariamente basarsi, oltre che sulle norme di diritto societario, anche su quelle dominicali proprie del relativo diritto reale di garanzia. A tale soggetto, pertanto, sarà consentito esercitare il voto anche per un interesse extrasociale, purché coerente con la matrice funzionale del citato diritto di garanzia che distingue il rapporto di utilità che il creditore ha nei confronti delle azioni soggette a vincolo<sup>(110)</sup>. La compenetrazione delle diverse discipline (di garanzia e societaria) che sono sottese alla disciplina del pegno su azioni, rappresentano quindi il campo nel quale dovranno manifestarsi i diritti associati alla partecipazione azionaria e, allo stesso tempo, offrono i criteri interpretativi per verificare, con particolare riferimento al diritto di voto, se quest'ultimo risulti legittimamente esercitato nei confronti della società e degli altri soci.

Nonostante fornisca apprezzabili spunti interpretativi anche per la diversa fattispecie in esame, le conclusioni a cui è giunta la dottrina nell'ambito del diritto

---

nella quale viene a trovarsi il creditore pignoratizio (in tale senso si esprime POLI, *Il pegno di azioni*, *op. cit.*, 60 ss.).

<sup>(110)</sup> Cfr. POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, in *Il nuovo diritto delle società* (a cura di MAFFEI ALBERTI), Vol. 1, Padova, 2005, 226.

to di voto del creditore pignoratizio non offrono tuttavia soluzioni decisive al problema connesso all'esercizio del voto attribuito ai sensi dell'articolo 2351, co. 5 c.c.. Pur riconoscendo che anche l'intervento del creditore sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi presenti una qualche forma di causa di garanzia, la stessa, oltre a non essere l'unica (come accade nel caso in cui il creditore costituisca pegno sulle azioni), è comunque mediata rispetto alla vera causa concreta della fattispecie che è quella di realizzazione degli obiettivi di risanamento dell'impresa in crisi da attuarsi mediante una partecipazione vera ed effettiva al contratto associativo in una posizione analoga a quella dei soci. Mentre nel caso di diritto di voto derivato dalla garanzia pignoratizia, quindi, l'esercizio di tale diritto è strumento di conservazione del valore del bene oggetto di garanzia, nella fattispecie in esame esso rappresenta momento di attuazione di un rapporto più complesso volto alla realizzazione degli obiettivi di riequilibrio della situazione economico-patrimoniale della società al fine di conseguire l'obiettivo di uscita della sua crisi, nel cui contesto viene in luce anche l'interesse alla tutela di quei crediti che non sono oggetto di conversione ma sono sottoposti a semplice rinegoziazione.

La compartecipazione del creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi al contratto sociale, pertanto, evidenzia come sia nelle regole proprie di tale sottosistema che si devono trovare i principi attraverso i quali discernere la legittimità, nei confronti della società e degli altri aderenti al contratto sociale, dell'esercizio dei diritti di *voice* ad esso attribuiti. Tuttavia, come sopra accennato, anche la semplice trasposizione alla fattispecie in esame dei rimedi oggi offerti in relazione ai vizi concernenti il corretto esercizio del diritto di voto del socio nelle società di capitali non sembrano offrire una efficiente soluzione alla problematica.

Come noto la dottrina tradizionale <sup>(111)</sup>, in ciò supportata da parte della giurisprudenza <sup>(112)</sup>, è propensa, sotto il profilo sistematico, a distinguere i suddetti

---

<sup>(111)</sup> Cfr. JAEGER, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?* (JAEGER, ANGELICI, GAMBINO, COSTI, CORSI), in *Giur. Comm.*, 1996, 3, 334, secondo cui "indipendentemente

vizi a seconda che l'esercizio del voto comporti un danno agli interessi della società o a quello degli altri singoli soci.

Nel primo caso, troverebbe applicazione la disciplina prevista dall'articolo 2373, co. 1, del codice civile che sanziona con l'invalidità il voto determinate di colui che abbia, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello dell'impresa tale da recarle, anche solo potenzialmente, un danno.

Nel secondo caso, invece, mancando una disciplina espressa quale quella dell'articolo 2373 del codice civile e non potendone l'interprete usufruire neanche in via analogica non essendo presente in detta fattispecie, da un lato, il danno patrimoniale nei confronti della società e, dall'altro lato, la violazione di specifiche norme di legge o statutarie, si è giunti a configurare in via interpretativa l'annullabilità del voto qualora l'esercizio di tale diritto contravvenga ai principi di correttezza e buona fede nell'attuazione del contratto sociale ai sensi dell'articolo 1375 del codice civile, in sintonia con il generale dovere di

---

*dall'orientamento che l'interprete ritenga preferibile in tema di definizione della figura dell'«interesse sociale», si conviene che la norma riguarda esclusivamente i casi nei quali al vantaggio dell'azionista corrisponda un danno attuale (o anche eventuale e futuro: «pericolo di danno») della società. Restando, quindi, al di fuori della previsione dell'art. 2373, le situazioni in cui il socio si determini a votare in modo da arrecare un pregiudizio ad altri soci, ma non alla società. In questi casi, si parla di «neutralità dell'interesse sociale»; e si ricercano altri strumenti che consentano di tutelare la minoranza»; PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in op. cit., 86, ove si giunge alla conclusione che “in assenza di indicazioni normative contrarie, in sede di imputazione degli artt. 1175 e 1375 c.c. o in sede di previsione delle sanzioni per la loro violazione, la qualificazione della S.p.A. come contratto (e l'esclusione del carattere assorbente di una sua eventuale qualificazione come organizzazione) implica che i singoli soci sono sottoposti al vincolo della buona fede e correttezza nei loro rapporti reciproci nell'ambito delle deliberazioni assembleari”.*

<sup>(12)</sup> Cfr. Corte di Cassazione, 11 marzo 1993, n. 2958, in *Riv. Dir. Comm.*, II, 1994, 311, secondo cui “la fattispecie del conflitto, ancorata alla disciplina dell'art. 2373 c.c., è caratterizzata da un contrasto oggettivo e preesistente tra l'interesse concretamente perseguito dal socio di maggioranza e quello istituzionale della società, individuato quest'ultimo in un interesse di carattere patrimoniale, e precisamente in quello che il patrimonio sociale non sia danneggiato dalla deliberazione, potendosi individuare la ratio dell'articolo richiamato nella necessità di colpire attentati all'integrità patrimoniale della società. Da ciò la necessaria conseguenza dell'attitudine lesiva dell'interesse sociale, così configurato, quale caratteristica della condotta del socio in violazione al precetto dell'art. 2373 c.c.”; Corte di Cassazione, 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Le Società*, 2001, 675, secondo cui “la delibera adottata con il voto del socio in conflitto di interessi non è senz'altro annullabile essendo necessario che ricorrano due ulteriori condizioni: che il suo voto sia stato determinante e che la delibera possa arrecare un danno alla società”.

collaborazione che fa capo ai soci e che deve informare il loro contegno anche nell'ambito del procedimento deliberativo.

Nella prima delle citate ipotesi, quanto oggetto di tutela dovrebbe identificarsi nella composizione del conflitto tra un interesse non sociale (nel senso di non riconducibile in alcun modo al contratto di società) e uno qualsiasi degli interessi a tale contratto riconducibili (e quindi sociale) <sup>(113)</sup>. Tuttavia, ciò che debba considerarsi riconducibile al contratto sociale ha rappresentato, per lungo tempo, uno degli aspetti di maggior dibattito tra gli interpreti <sup>(114)</sup>.

---

<sup>(113)</sup> Sul punto PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 21. In senso analogo JAEGER, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *op. cit.*, 337, secondo cui "l'articolo 2373 non è, dunque, una norma eccezionale, ma l'espressione dell'esigenza che i rapporti all'interno della società si realizzino attraverso comportamenti coerenti con gli scopi per i quali il contratto sociale è stato stipulato".

<sup>(114)</sup> Esula da tale trattazione ripercorrere nel dettaglio l'ampio dibattito che ha visto su opposti fronti, spesso non sempre definiti, le diverse correnti a sostegno della tesi "istituzionalista" e della tesi "contrattualista" dell'interesse sociale (per una diffusa trattazione delle due tematiche si veda, *ex multis*, ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951, 1149 e ss.; ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. Soc.*, 1959, 93 e ss.; MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, 1958, 725 ss.; JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1963 (rist. 1972), 78 ss.; MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, 445 e ss.; LIBONATI,  *Holding e investment trust*, Milano, 1959, 330 e ss.; GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987, 227 e ss.; PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 3 e ss.; JAEGER, ANGELICI, GAMBINO, COSTI, CORSI, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. Comm.*, 1996, 3, 334 ss.; JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, 795 e ss.; COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Riv. Soc.*, 2005, 699 e ss.). In termini generali è utile ricordare come entrambe le posizioni, pur giungendo ad opposte conclusioni, guardano ad un interesse unico e unitario. Nel primo caso, l'interesse al quale fare riferimento per dirimere l'eventuale conflitto nascente in sede di espressione dei poteri di *voce* da parte dei soci è quello proprio della società, da intendersi come ente autonomo e distinto dalla comunità dei soci e, in quanto tale, rivolto esclusivamente alla conservazione dell'efficienza dell'impresa e dell'integrità del patrimonio sociale. Tale tesi, dominante all'epoca dell'abrogato codice di commercio del 1882, trova fondamento negli approfondimenti svolti dalla dottrina tedesca e, in particolare, dalla teoria dell'*Unternehmen an sich* che, con diverse formulazioni (sul punto, RATHENAU, *La realtà delle società per azioni. Riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari* (trad. it.), in *Riv. Soc.*, 1960, 918), assegna il primato all'organizzazione all'impresa come organismo vivente il cui scopo non può essere in dissonanza con le finalità perseguite dallo Stato sul piano economico e sociale. A tale orientamento fanno riferimento anche le prime risalenti decisioni giurisprudenziali di legittimità (cfr. Corte di Cassazione, 18 aprile 1961, n. 853, in *Foro it.*, 1961, I, 572, la quale, con riguardo all'articolo 2373 del codice civile, ammette l'impugnazione della delibera presa da tutti i soci in conflitto di interessi con la società muovendo dalla premessa che l'ente societario è "la personificazione di un interesse superiore distinto da quello dei singoli soci, oggetto come tale di auto-

Al di là delle interpretazioni offerte, si condivide quanto largamente prevalente nell'attuale panorama dottrinale dove si ritiene che l'interesse sociale debba fungere solo da limite alla libertà di espressione del voto, tenendo conto come appaia opportuno, più che individuarne il mutevole contenuto, predisporre il procedimento per la sua individuazione, affidando in definitiva ai soci la realizzazione di ciò che debba intendersi per interesse comune <sup>(115)</sup>. Tale interesse, pertanto, altro non è che la tendenza allo scopo sociale e l'adeguamento dei mezzi necessari al suo conseguimento <sup>(116)</sup>, e che, a seconda della diversa interpretazione offerta dalle diverse correnti riconducibili al più ampio *genus* della teoria contrattualista, viene identificata: (i) nella causa stessa del contratto sociale delineata dall'articolo 2247 del codice civile, e dunque nello scopo di dividerne gli utili <sup>(117)</sup>; (ii) nello scopo di produzione di utili unitamente al consolidamento dell'impresa in sé <sup>(118)</sup> (opinione alla quale è stato obiettato che l'ultima accezione, in realtà, individua il momento strumentale attraverso cui viene perseguito quello che è il vero e unico interesse sociale, vale a dire

---

*noma tutela giuridica*"). Nel caso della teoria contrattualista, storicamente affermata successivamente all'entrata in vigore del codice civile del 1942, l'interesse della società viene ravvisato nell'interesse comune dei soci in quanto parti del medesimo contratto associativo che è finalizzato, alla luce della medesima causa concreta per tutti i partecipanti, al conseguimento dell'utile (scopo primario della società) e rispetto al quale l'oggetto sociale si pone in rapporto di mezzo a fine. Tale interesse è predeterminato solo in termini astratti e dunque non condiziona l'agire concreto degli organi sociali; sono questi ultimi che devono individuarlo di volta in volta valutando scelte e mezzi concreti per attuarlo secondo il principio maggioritario. In tale quadro, il limite che il socio con il proprio voto incontra nel dare contenuto allo schema astratto dell'interesse sociale (quale interesse comune dei soci) risiede nell'intenzione di raggiungere un utile comune a tutti i soci e sotto tale lente deve essere visto anche l'articolo 2373 del codice civile che esprime non già un obbligo giuridico per il socio di votare secondo l'interesse sociale o di non votare secondo interessi particolari o extrasociali, ma il divieto di perseguire con il voto un interesse che sia dannoso per la società.

<sup>(115)</sup> Sul punto, CHIAPPETTA, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, 2006, 671.

<sup>(116)</sup> Così PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 24 e ss..

<sup>(117)</sup> Sul punto MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 453 e ss.; JAEGER, *Il voto "divergente"*, Milano, 1976, 184 ss.; SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato*, Milano, 1984, 146 ss. e 171 ss.; MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *op. cit.*, 748.

<sup>(118)</sup> Sul punto ROSSI, *Controllo pubblicistico sulle società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1958, 520.

l'interesse dei soci al perseguimento dell'utile)<sup>(119)</sup>; e infine, (iii) nella massimizzazione del profitto sociale<sup>(120)</sup>, inteso come massimizzazione del valore aggregato delle azioni e non del valore del patrimonio della società, quale sintesi della pluralità di interessi da desumere dall'articolo 2247 del codice civile e dall'insieme della disciplina societaria<sup>(121)</sup>.

Così individuato l'obiettivo, la via tracciata dall'ordinamento per raggiungerlo prevede, da un lato, un sistema di limiti esterni a tutela dei terzi e, dall'altro lato, una disciplina volta a regolare la dinamica degli interessi concorrenti tra i partecipanti al contratto sociale al fine di garantire l'attuazione dell'interesse comune e non già l'attuazione di un diverso interesse, sulla scorta del presupposto che, attraverso il perseguimento del loro comune vantaggio, sia tutelato

---

<sup>(119)</sup> MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *op. cit.*, 744, secondo cui l'impresa ha valore funzionale e strumentale e, pertanto, non può rappresentare scopo (primario) in sé. Come tale, essa non attiene al momento dell'individuazione dell'interesse sociale ma della valutazione dei mezzi per perseguirlo.

<sup>(120)</sup> Sul punto, in particolare, PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 24 e ss. secondo il quale la disciplina dell'articolo 2373 del codice civile dovrebbe essere applicata "ogniquale volta la riduzione o il mancato incremento del valore delle azioni sia dovuto (in presenza di un interesse personale confliggente) alla lesione di uno qualsiasi di questi interessi sociali e non solo di quello alla massimizzazione del profitto sociale, del valore del patrimonio o dell'utile distribuibile ai soci".

<sup>(121)</sup> Così PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 12, il quale osserva che considerare il patrimonio in sé quale indice di riferimento per l'applicazione della disciplina dell'articolo 2373 del codice civile comporterebbe l'astratta annullabilità di delibere che incrementano eccessivamente il rischio dei creditori, a vantaggio delle prospettive di profitto dei soci. Tesi, peraltro, adombrata dalle risalenti sentenze della Corte di Cassazione che dichiararono il carattere superiore dell'interesse della società rispetto a quello dei soci, ammettendo l'applicabilità dell'articolo 2373 del codice civile anche alle delibere assunte col voto di tutti i soci (in particolare, Corte di Cassazione, 25 ottobre 1958, n. 3471 e Corte di Cassazione, 20 giugno 1958, n. 2148 entrambe in *Foro. it.*, 1959, I, 1150). L'Autore, a tale riguardo, conclude che "se così fosse, si potrebbe allora tentare di argomentare che l'interesse sociale sarebbe una sintesi degli interessi dei soci e dei creditori e che, quando questi assumano direzioni divergenti, i soci si troverebbero in posizione di conflitto ex art. 2373 c.c. In tal caso, la delibera potrebbe essere annullata ex art. 2373 c.c., ogniqualvolta modificasse quell'equilibrio tra interesse dei soci ed interesse dei creditori che si ritenesse di qualificare come interesse sociale, assumendo che per danno alla società debba intendersi un danno patrimoniale all'interesse sociale medesimo. Neppure questa tesi sembra peraltro condivisibile, giacché tale tipo di interesse creditorio non riceve, secondo l'opinione dominante, alcuna tutela nella disciplina societaria. È infatti opinione dominante che l'opposizione dei creditori alla riduzione del capitale per esuberanza o alla fusione possa essere tacitata semplicemente attraverso la prestazione di una cauzione, ciò che indica come l'unico loro interesse tutelato sia quello alla solvibilità della società".

il pubblico interesse all'espansione economica <sup>(122)</sup>. Deve pertanto riconoscersi che i soci, non solo necessitano di una tutela giudiziaria degli interessi che sono espressamente disciplinati nel contratto sociale o che sono previsti nel modello contrattuale legislativo (e che quindi sono desumibili come interessi tipici dalla disciplina legale della società per azioni) ma anche di tutti quegli interessi che essi non abbiano specificato (neppure implicitamente) nel contratto sociale e che sono desumibili solo dal comportamento peculiare e dalle qualità particolari dei contraenti di una determinata società per azioni <sup>(123)</sup>.

In tale quadro, occorre quindi fare riferimento alle clausole generali sulla buona fede e correttezza (articoli 1375 e 1175 del codice civile) in funzione integrativa del contratto sociale <sup>(124)</sup>, le quali impongono il rispetto di quegli equilibri di interessi che le parti avrebbero pattuito se avessero previsto tutti gli sviluppi dei loro rapporti futuri <sup>(125)</sup> e li avessero disciplinati con un accordo ispirato al particolare modello di comportamento etico recepito dall'ordinamento societario <sup>(126)</sup>.

Pur riconoscendo l'essenzialità, per il corretto funzionamento degli organi collegiali delle società di capitali, del principio maggioritario e del connaturale

---

<sup>(122)</sup> Cfr. ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *op. cit.*, 1149.

<sup>(123)</sup> Cfr. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 27.

<sup>(124)</sup> Cfr. MARTINES, *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, in *Contr. Impr.*, 1997, 1198, ove si afferma che "sotto ogni aspetto la disciplina prevista per i contratti è da applicare al rapporto di società, e in particolare l'art. 1375 c.c., secondo il quale il contratto deve essere eseguito dalle parti secondo buona fede".

<sup>(125)</sup> Cfr. Corte di Cassazione, 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. Comm.*, 1996, II, 329, secondo cui la "caratteristica del contratto di società è di predisporre essenzialmente un programma di attività futura che per essere realizzato richiede successive determinazioni volitive, volte ad attuare il programma contrattualmente predisposto e che per tale carattere assumono il significato di veri e propri atti di esecuzione. da ciò l'applicabilità dell'art. 1375 e l'affermazione dell'esistenza di un dovere di correttezza e lealtà a carico dei soci".

<sup>(126)</sup> Sul punto D'ANGELO, *Il nuovo diritto societario e la clausola generale di buona fede*, in *Contr. Impr.*, 2004, 773, per il quale risulta "decisivo, nel senso dell'applicabilità al diritto societario della clausola generale di buona fede-correttezza, il riconoscimento che essa costituisce anche un principio generale, come tale operante anche al di fuori delle materie con riguardo alle quali essa è legislativamente stabilita. Tale riconoscimento è ormai corrente negli enunciati dottrinali e giurisprudenziali, anche se si tratta per lo più di formulazioni enfatiche la cui argomentazione solitamente si riduce ad un riferimento di stile al valore di solidarietà proclamato dall'art. 2 Cost."

potere della maggioranza di orientare la volontà dell'assemblea vincolando tutti i soci ai conseguenti deliberati, l'applicazione anche al contratto sociale, nella sua veste di accordo plurilaterale e con comunione di scopo, dei principi desumibili dall'articolo 1375 del codice civile, fa sì che tale potere di influenza sia legittimo solo nei limiti in cui il suo esercizio sia funzionale allo scopo in vista del quale è stato conferito al suo titolare, cessando invece di esserlo non appena questi, abusandone, lo eserciti per uno scopo e in una direzione diversa ed incompatibile <sup>(127)</sup>.

Per tale via si afferma che il voto, pur essendo rimesso al libero apprezzamento di ciascun socio, è escluso che possa essere legittimamente esercitato per realizzare finalità particolari, estranee alla causa del contratto di società <sup>(128)</sup>, con la conseguenza che l'interesse particolare diventa giuridicamente rilevante se è tale, secondo un normale apprezzamento, da poter far deviare il processo di libera determinazione dell'interesse sociale nella deliberazione assembleare in direzione del conseguimento di vantaggi particolari per conto proprio o di terzi <sup>(129)</sup>. Il conflitto non consiste, quindi, in una incompatibilità assoluta tra l'interesse particolare e l'interesse della società, ma si configura, più propriamente, come un'incompatibilità relativa, tale da poter condurre ad una deviazione apprezzabile nella libera determinazione del concreto interesse della società nella deliberazione <sup>(130)</sup>.

Occorre comunque tenere in considerazione che la ricostruzione degli istituti volti a disciplinare, nell'ambito societario, le cause di illegittimità nell'esercizio dei poteri di *voce* offerta dalla dominante dottrina e giurisprudenza prescinde

---

<sup>(127)</sup> Cfr. RORDORF, *Minoranza di blocco ed abuso di potere nelle deliberazioni assembleari di S.p.A.*, in *Corr. Giur.*, 10/2007, 1449.

<sup>(128)</sup> Cfr. Corte di Cassazione, 26 ottobre 1995, n. 11151, in *op. cit.*, 329.

<sup>(129)</sup> Come indicato da PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 123, ai fini di una sua rilevanza in termini di causa di illegittimità del voto espresso "l'interesse personale del socio (a) deve essere anzitutto un interesse e non un motivo (b) deve essere preesistente alla delibera (c) deve essere inteso in senso concreto e atipico in relazione alla specifica delibera discussa e infine (d) non deve necessariamente essere un interesse patrimoniale".

<sup>(130)</sup> Cfr. GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto di interessi assembleare nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 395.

dalle peculiari finalità alla base dell'adesione al contratto sociale (nelle diverse forme in cui tale partecipazione può esplicarsi), alla luce del fatto che nella struttura della società per azioni gli aderenti al citato contratto condividono reciprocamente la comune causa concreta rappresentata, sulla scorta di quanto disposto dall'articolo 2247 del codice civile, dalla massimizzazione del valore aggregato delle diverse partecipazioni sociali.

Tuttavia, come anticipato nelle pagine precedenti, tale presupposto sembra venire meno qualora l'adesione al contratto sociale, per mezzo della sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi, sia effettuata dai creditori nel contesto di operazioni di risoluzione stragiudiziale della crisi aziendale, a fronte delle quali la partecipazione all'accordo associativo si pone quale strumento attuativo, non dei richiamati scopi dell'articolo 2247 del codice civile, ma più propriamente di riequilibrio della situazione finanziaria della società nonché di monitoraggio e tutela del credito <sup>(131)</sup>.

Conseguentemente, se pare ragionevole prefigurare in questa particolare circostanza una differente adesione da parte dei creditori, sotto il profilo causale, al contratto sociale, ne consegue che, rispetto a tali soggetti, sia necessario configurare un nuovo approccio ai fini della valutazione degli inadempimenti riferibili agli obblighi che nascono dal relativo rapporto contrattuale.

---

<sup>(131)</sup> A livello sistematico occorre infatti ricordare come la partecipazione dei creditori alle operazioni di risoluzione stragiudiziale della crisi di impresa si ponga su un piano sostanzialmente differente rispetto ad altre ipotesi previste dalla legge fallimentare (quali, ad esempio, il concordato e il fallimento), in quanto, nel primo caso, non si configura alcuna forma coattiva di riunione dei creditori in una collettività organizzata per il mantenimento dell'eguaglianza e dell'interesse comune alla più vantaggiosa soddisfazione delle singole pretese in condizioni di parità ed in relazione alla quale l'ordinamento prevede specifiche forme di esercizio del voto volte ad evitare che il creditore determini uno svantaggio per la massa (e, quindi, proporzionalmente, anche per lui) in ragione di un superiore vantaggio che questi può consentire fuori dalla dinamica concordataria (cfr. CONFORTINI, *Interesse di classe e autonomia concorsuale*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 5, 1236).

## 2.2 Il piano economico-finanziario quale elemento integrativo del principio di esecuzione in buona fede del contratto associativo

Alla luce degli approfondimenti svolti nelle pagine precedenti, emerge come le peculiari ragioni economico-giuridiche che portano alla sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi da parte dei creditori in un contesto di crisi aziendale, divergono profondamente da quelle originariamente ipotizzate dal Legislatore e poste alla base dell'introduzione di tale istituto <sup>(132)</sup>.

Si rende pertanto necessario interrogarsi se sia corretto applicare anche a tale fattispecie i medesimi strumenti di risoluzione dei conflitti che sorgono dall'illegittimo esercizio dei poteri di *voce* individuati dall'ordinamento, nonché dalla dottrina e giurisprudenza, nelle analoghe ipotesi previste in caso di esercizio del diritto di voto da parte dei soci <sup>(133)</sup>.

Ad una più approfondita analisi, infatti, la semplice trasposizione di quest'ultima disciplina anche nei confronti dei suddetti creditori appare, sia sotto il profilo giuridico che di analisi economica del diritto, inefficiente, in quanto il mancato adeguamento dei canoni interpretativi per discernere la correttezza o meno dell'esercizio del diritto di voto di titolarità del creditore, da un lato, aumenterebbe l'incertezza sull'esito delle votazioni espresse e, dall'altro lato, non coglierebbe le peculiarità del fondamento sulla base del quale tale soggetto esprime la propria approvazione o diniego alla proposta sottoposta al suo eventuale veto.

---

<sup>(132)</sup> Da tali considerazioni nasce la necessità di superare il mero dato di interpretazione formale che, peraltro, conferma l'applicabilità della disciplina del conflitto di interessi anche al portatore di strumenti finanziari partecipativi. Sul punto, GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 391, ricorda come l'intervento sull'articolo 2373 da ultimo operato dal D.Lgs. 27/2010, a seguito del quale il termine "soci" originariamente previsto è stato sostituito con l'espressione "coloro" (in parallelo con la eliminazione del riferimento ai "soci" o al "socio" negli articoli 2366-2369 del codice civile sulla convocazione della assemblea e validità delle deliberazioni, nell'articolo 2370 del codice civile sul diritto di intervento nell'assemblea ed esercizio del voto e nell'articolo 2372 del codice civile sulla rappresentanza dell'assemblea) consente oggi, anche sul piano dell'interpretazione testuale, l'impugnabilità della deliberazione presa con il voto determinante al quale abbiano concorso titolari di strumenti finanziari partecipativi non soci, ma dotati del diritto di voto per specifici argomenti.

<sup>(133)</sup> Cfr. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 75-76 e MARTINES, *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, in *op. cit.*, 1198.

Come anticipato in precedenza, l'applicazione dei principi previsti dall'articolo 1375 del codice civile ai fini della composizione dei conflitti di interessi che emergono nell'ambito dell'esercizio del diritto di voto tra i diversi partecipanti alla società per azioni così come in caso di esercizio abusivo dello stesso, trova giustificazione giuridica alla luce del fatto che il nesso che si instaura tra gli aderenti al contratto sociale e che ne informa i reciproci rapporti assume le caratteristiche proprie del rapporto contrattuale e, come tale, ne condivide la disciplina nelle sue modalità di esecuzione e perfezionamento <sup>(134)</sup>.

Da tale partecipazione, che prescinde dalla finalità soggettiva di ciascun consociato <sup>(135)</sup> nonché dalla specifica categoria azionaria alla quale il relativo soggetto può aderire <sup>(136)</sup>, discendono, *ex lege*, una serie di obblighi di comportamento che, per ritenersi corrispondenti alla fattispecie contrattuale alla quale sono connessi, dovranno essere valutati sulla base della loro conformità ai principi di correttezza e buona fede propri di tale particolare fattispecie contrattuale, in quanto prodromici alla realizzazione della causa concreta alla base della quale ciascun partecipante al contratto sociale ha deciso di vincolarsi e che è rappresentata, negli ordinari rapporti tra soci, dal raggiungimento della massimizzazione del valore aggregato delle diverse partecipazioni rappresentative dell'investimento, in quanto causa fondante l'adesione al contratto associativo tipico della società di capitali <sup>(137)</sup>.

---

<sup>(134)</sup> Cfr. JAEGER, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *op. cit.*, 329 e ss.; MARTINES, *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, in *op. cit.*, 1198.

<sup>(135)</sup> Cfr. ANGELICI, *Note minime sull'“interesse sociale”*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2014, I, 258, secondo cui “è fisiologica, anzi tipica, un'ampia eterogeneità delle motivazioni alla base dell'investimento azionario; e con essa, riterrei, sarebbe contraddittoria la ricerca di un interesse unitario cui dovrebbe tendere l'azione della società”.

<sup>(136)</sup> Sul punto COSTA, *Le assemblee speciali*, in *op. cit.*, 518.

<sup>(137)</sup> Cfr. DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R.Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 585 ss.; DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 489 ss.; ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 607 ss.; ENRIQUES – MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, 78 ss.; PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, 3 ss., come aggiornato in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1,

Tali conclusioni, peraltro, sono applicabili anche a qualsiasi altro soggetto coinvolto (*i.e.* anche a titolo diverso da quello di socio) al contratto sociale, purché, deve precisarsi, tale coinvolgimento, secondo quanto previsto dal Legislatore, sia connesso ad una causa concreta coincidente a quella posta alla base della partecipazione al contratto sociale <sup>(138)</sup>; circostanza che, tuttavia, per le ragioni sopra indicate, non pare configurabile ai creditori che sottoscrivono strumenti finanziari partecipativi nell'ambito di una procedura di risoluzione stragiudiziale della crisi di impresa. In tale caso, infatti, detto istituto non rappresenta più un mezzo attraverso il quale articolare la propria partecipazione all'investimento societario ma, più propriamente, diviene, oltre che meccanismo mediante il quale raggiungere gli obiettivi di riequilibrio della situazione finanziaria dell'impresa, strumento di monitoraggio e tutela del credito.

Se, pertanto, l'applicazione anche ai rapporti societari dei principi di correttezza e buona fede propri della disciplina dei contratti si basa sul nesso contrattuale che si instaura nei reciproci rapporti tra gli aderenti al contratto sociale alla luce della comune causa concreta che ciascun consociato condivide alla massimizzazione del valore delle partecipazioni rappresentative dell'investimento <sup>(139)</sup>, qualora, come accade in caso di emissione degli strumenti partecipativi nell'ambito della risoluzione stragiudiziale della crisi di

---

Tomo II, Torino, 2004, 3 ss.; FERRI Jr., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. Not.*, 2008, 741 ss..

<sup>(138)</sup> Cfr. D'ANGELO, *Il nuovo diritto societario*, in *op. cit.*, 770.

<sup>(139)</sup> L'applicazione del principio di buona fede nel quadro della disciplina dei rapporti societari rappresenta peraltro un tema approfondito anche nell'ordinamento statunitense. Sul punto, *ex multis*, EISENBERG, *The Duty Of Good Faith in Corporate Law*, reperibile in <http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1736&context=facpubs>; HOUH, *The Doctrine of Good Faith in Contract Law: A (Nearly) Empty Vessel?*, reperibile in [http://scholarship.law.uc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1101&context=fac\\_pubs](http://scholarship.law.uc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1101&context=fac_pubs); ROSEMBERG, *Making Sense of Good Faith in Delaware Corporate Fiduciary Law: a Contractarian Approach*, reperibile in <http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/08/Making-SENSE-OF-GOOD-FAITH-IN-DELAWARE-CORPORATE-FIDUCIARY-LAW-A-CONTRACTARIAN-APPROACH.pdf>; FURLOW, *Good Faith, Fiduciary Duties, and the Business Judgment Rule in Delaware*, reperibile in <http://epubs.utah.edu/index.php/ulr/%EE%80%80article%EE%80%81/viewFile/249/221>; STRINE - LAWRENCE - HAMERMESH - BALOTTI - GORRIS, *Loyalty's Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law*, reperibile in [http://www.law.uchicago.edu/files/file/strine\\_duty\\_of\\_good\\_faith.pdf](http://www.law.uchicago.edu/files/file/strine_duty_of_good_faith.pdf).

impresa, alla base della sottoscrizione di detti strumenti sussista una diversa causa concreta, pare doversi concludere che non sia possibile confermare che i creditori si pongano sullo stesso piano dei soci nell'esecuzione del comune negozio al quale hanno aderito attraverso la sottoscrizione degli strumenti finanziari partecipativi.

Ne consegue che, ai fini della determinazione della correttezza o meno dell'esercizio dei poteri di *voice* attribuiti a tali soggetti, non appare corretto utilizzare, quale parametro interpretativo, la medesima articolazione del principio di buona fede e correttezza contrattuale individuato per la disciplina societaria, in quanto non si dimostrerebbe idoneo ad attestare in modo efficiente quando l'esercizio del voto da parte del creditore sia finalizzato a conseguire obiettivi estranei all'interesse comune di tutti gli aderenti al contratto sociale (creditori compresi). Pertanto, se il raggiungimento del comune obiettivo finale dei partecipanti al citato contratto deve articolarsi, nei reciproci rapporti tra questi soggetti, comunque in modo tale da non violare le regole di buona fede e correttezza che restano comunque applicabili anche al caso di specie, qualora la partecipazione al contratto sociale sia posta in essere, per reciproco riconoscimento di tutte le parti coinvolte (alla luce della disciplina prevista dall'articolo 2346, co. 6, del codice civile), al fine di salvaguardare la continuità prospettica del rapporto associativo – che in caso di mancata risoluzione della crisi aziendale sarebbe destinato, ai sensi dell'articolo 2484, co. 1, n. 2, del codice civile e della normativa fallimentare, all'inevitabile scioglimento <sup>(140)</sup> – l'articolazione del principio previsto dall'articolo 1375 c.c. secondo i canoni interpretativi normalmente offerti dalla disciplina societaria non appare più suf-

---

<sup>(140)</sup> Sul punto STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria*, in *op. cit.*, 2012, 627-628, afferma come “il “disequilibrio” finanziario può essere incluso tra le cause c.d. interne di impossibilità materiale di conseguimento dell'oggetto sociale [dovendosi] ritenere condivisibile una lettura estensiva del dettato dell'art. 2484, co. 1, n. 2, c.c. che ne consenta l'applicazione ogni qual volta, pur permanendo la possibilità astratta di realizzazione dell'oggetto sociale statutariamente previsto, ne risulti impossibile, di fatto – a causa delle condizioni finanziarie in cui si trova la società – l'attuazione a causa del venire meno della continuità aziendale”.

ficiente a discernere la legittimità o meno dei comportamenti esecutivi del contratto sociale.

Conseguentemente, sulla scorta di un'interpretazione causalmente orientata di tale contratto, come modificato dal contesto di crisi nel quale si articola, si dovrà individuare una fonte integrativa che, muovendo dalla comune ragione fondante, da un lato, l'investimento del creditore negli strumenti finanziari partecipativi e, dall'altro lato, l'apertura da parte dei soci all'adesione, seppur mediata, al contratto sociale da parte di tali soggetti, fornisca gli elementi interpretativi necessari ad articolare il principio di buona fede e correttezza contrattuale <sup>(141)</sup> in modo tale da consentire una verifica più appropriata della le-

---

<sup>(141)</sup> Nella dottrina civilistica (si veda, *ex multis*, BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in Riv. dir. civ., I, 1983, 205 ss.; GALGANO, *Sub art. 1375, Effetti del contratto. Rappresentanza. Contratto per persona da nominare. Art. 1372-1405*, GALGANO – VISINTINI, in *Commentario Scialoja – Branca*, Milano, 1993, 94 ss.; FRANZONI, *Sub art. 1375*, in *Il Codice civile, Commentario diretto da P. Schlesinger*, Milano, 1999, 297 ss.), il principio di correttezza e buona fede nell'esecuzione del rapporto contrattuale ha la principale funzione di colmare le inevitabili lacune legislative dalle quali possono sorgere abusi di una parte nei confronti dell'altra. Esso rappresenta una clausola generale che, come tale, non impone ai partecipanti di un contratto un comportamento a contenuto prestabilito. La variabilità di contenuto del principio, specificamente prevista per potersi adattare alle diverse tipologie contrattuali alle quali può applicarsi, non deve tuttavia essere confusa con l'indeterminatezza. Esso, infatti, definisce una concreta regola di solidarietà che impone una serie di canoni di comportamento differentemente modulabili a seconda del contratto rispetto al quale viene chiamato ad operare. Tali canoni sono retti dal generale obbligo di lealtà di comportamento, ovvero l'obbligo di agire, per entrambe le parti, in modo da preservare gli interessi dell'altra, a prescindere da specifici obblighi contrattuali e dal dovere extracontrattuale del *neminem ledere*, fermo restando che tale obbligo non potrà spingersi fino al punto di comportare per una delle parti un apprezzabile sacrificio personale o economico. L'articolazione di tale principio nell'ambito civilistico ha portato ad una tipizzazione dei comportamenti che ciascun contraente dovrebbe sostenere durante il rapporto e che possono riassumersi nei seguenti:

- (a) esecuzione di prestazioni non previste, ai sensi del quale la parte dovrebbe essere tenuta in buona fede a compiere quegli atti giuridici o materiali che si rendono necessari per salvaguardare l'utilità della controparte, semprechè si tratti di atti che non comportano un apprezzabile sacrificio;
- (b) modifiche del proprio comportamento, ai sensi del quale la parte è tenuta secondo buona fede a modificare il proprio comportamento (prestazioni e oneri) se ciò si rende necessario per salvaguardare l'utilità della controparte, salvo sempre il limite dell'apprezzabile sacrificio;
- (c) tolleranza delle modifiche della prestazione di controparte, ai sensi del quale la parte è tenuta secondo buona fede a tollerare che la controparte esegua una prestazione diversa da quella prevista se ciò non pregiudica apprezzabilmente il proprio interesse;

gittimità dell'esercizio dei diritti di *voice* attribuiti al creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi.

Tale fonte integrativa dovrà necessariamente essere individuata nello strumento attraverso il quale tutte le parti coinvolte (soci, società e creditori in qualità di sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi) hanno inteso regolare, integrando il contratto sociale, i reciproci rapporti tesi alla realizzazione della causa giuridica di tale contratto, come contestualizzata per tenere in considerazione le attività necessarie al superamento della crisi d'impresa. Il richiamo, a tale proposito, è quindi al documento che, nel quadro della riforma delle procedure concorsuali, rappresenta il perno intorno al quale ruota ogni operazione di risanamento, vale a dire il piano economico-finanziario oggetto di asseverazione da parte dell'esperto incaricato in conformità alla disciplina fallimentare <sup>(142)</sup>.

L'efficacia, oltre che ermeneutica, anche corporativa di tale atto deriverebbe dal fatto che lo stesso, per tutti i soggetti aderenti al contratto sociale coinvolti nella ristrutturazione, costituisce il documento fondante la programmazione economico, finanziaria e patrimoniale della società <sup>(143)</sup>, e attraverso di esso

- 
- (d) avvisi, ai sensi del quale la parte è tenuta a comunicare alla controparte le circostanze di cui sia venuta a conoscenza se tali circostanze sono rilevanti per l'esecuzione del contratto;
  - (e) esercizio di poteri discrezionali, ai sensi del quale la parte è tenuta secondo buona fede ad esercitare i suoi poteri discrezionali in modo da salvaguardare l'utilità della controparte compatibilmente con il proprio interesse o con l'interesse per il quale il potere è stato conferito.

<sup>(142)</sup> Sul punto si esprime anche SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi*, in *op. cit.*, 321, per il quale “sia nel caso di attestazione ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d), l. fall., sia nel caso di concordato preventivo o accordo di ristrutturazione dei debiti, infatti, il piano assume un ruolo centrale e la gestione della società debitrice deve attenersi alle sue previsioni [...] Pertanto gli amministratori della società debitrice, accanto al dovere di assicurare che la gestione dell'impresa rispetti il piano, hanno quello di verificare che esso rimanga attuale [...] se il dovere di pianificazione impone, come già detto, il monitoraggio della perdurante attualità del piano, il dovere concernente l'adeguatezza degli assetti richiede la costante verifica che le strutture organizzative della società – se del caso, pure grazie al supporto dei consulenti – siano idonee ad attuare il piano e a rilevare tempestivamente l'esigenza dei suoi eventuali aggiornamenti o modifiche”.

<sup>(143)</sup> Cfr. ASSONIME – CNDCEC – Università degli Studi di Firenze, *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, Seconda edizione – 2015, 29 e ss., in

vengono pianificate, in un arco di tempo programmato, le modalità di attuazione dell'oggetto sociale secondo un percorso ritenuto idoneo, in base a un giudizio prospettico *ex ante*, a riportare il complesso produttivo ad una situazione di riequilibrio tale da giustificare l'uscita dello stesso dalla crisi <sup>(144)</sup>.

La principale difficoltà interpretativa della ricostruzione proposta è probabilmente rappresentata dal fatto che, in assenza di una specifica normativa di riferimento, potrebbe dubitarsi che si possa considerare tale documento un valido strumento integrativo del contratto sociale <sup>(145)</sup>. Ad una prima lettura della fattispecie, infatti, si potrebbe obiettare che il piano non possa assumere rilevanza cogente tra i diversi aderenti all'accordo associativo in quanto rappresenterebbe un atto i cui effetti dovrebbero esaurirsi, a seconda dei diversi soggetti coinvolti nella sua predisposizione e/o approvazione, su un piano eminentemente gestorio o parasociale e, come tale, inidoneo ad integrare le modalità organizzative della società per azioni.

A tale riguardo, tuttavia, può opporsi una diversa interpretazione sulla scorta di una valutazione teleologicamente orientata dell'istituto e volta ad un effi-

---

<http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/dettaglio.jsp?id=251479&idTipologiaDettaglio=2266>; AIDEA – IRDCEC – ANDAF – APRI – OCRI, *Principi di attestazione dei piani di risanamento*, 6 giugno 2014, in [http://www.econ.uniurb.it/materiale/9692\\_Principi.pdf](http://www.econ.uniurb.it/materiale/9692_Principi.pdf); FABIANI, *Fase esecutiva degli accordi di ristrutturazione e varianti del piano e dell'accordo*, in *Il Fallimento*, 2013, 769 ss..

<sup>(144)</sup> Cfr. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria*, in *op. cit.*, 618-619.

<sup>(145)</sup> La problematica richiama quanto oggetto di approfondimento in dottrina in relazione al collegamento negoziale tra patti parasociali e contratto sociale (cfr. COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, 200 ss.; Lodo arbitrale, 12 giugno 2000 (Portale, *Presidente*, Bianchi e Sacchi, *Arbitri*), in *Giur. it.*, 2001, 1208; Lodo arbitrale, 29 marzo 2007 (Portale, *Presidente*, Benatti e Sacchi, *Arbitri*), in *Riv. dir. soc.*, 2007, 171 ss., con nota di TUCCI, *Trasferimento di quote di società a responsabilità limitata e patti parasociali*, 182 ss.; con specifico riferimento alla possibilità di integrare con l'accordo parasociale il contratto di società o il suo statuto si veda anche SPERANZIN, «*Deroga*» *all'atto costitutivo di s.r.l. in tema di liquidazione del socio receduto e conversione della decisione in patto parasociale*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, 2, Torino, 2014, 1959 ss.) e rispetto a questa sembra dividerne, in parte, le conclusioni secondo cui, come segnalato da PORTALE, *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Riv. Soc.*, 2015, 14, «*il rapporto tra contratti parasociali e contratto sociale non è necessariamente unilaterale – in quanto il collegamento tra due negozi è dovuto alla volontà dei contraenti, che può ben instaurare una «dipendenza reciproca», fra il sociale ed il parasociale, nei casi in cui è possibile evincere un nesso indissolubile fra le due fattispecie contrattuali, tale che non si sarebbe concluso il negozio sociale senza il contratto sociale*».

ciente coordinamento tra la disciplina societaria e quella introdotta ai fini della risoluzione stragiudiziale della crisi di impresa.

In tale fattispecie, infatti, non si può prescindere dal riconoscimento che la programmazione economico-finanziaria della società rappresenta il fulcro intorno al quale è strutturata l'intera disciplina della crisi di impresa <sup>(146)</sup>. Tale programmazione <sup>(147)</sup>, alla luce di quanto previsto dagli articoli 67, co. 3, lett. d), L.F. e 182-bis L.F., assume rilevanza giuridica nell'ordinamento, da un lato, a seguito della sua incorporazione nel piano di ristrutturazione <sup>(148)</sup> e,

---

<sup>(146)</sup> Sul punto FACCINCANI, *Banche, imprese in crisi*, in *op. cit.*, 97 ss., BERRUTI, *La ristrutturazione del debito nelle imprese in crisi. Il punto di vista delle banche*, in *Banche e risanamento delle imprese in crisi* (a cura di FORESTIERI), Milano, 1995, 240 ss.. Come segnala STRAMPPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria*, in *op. cit.*, 605, "sulla scia dei fondamentali studi di Modigliani e Miller a rilevare non sia tanto il mix di capitale proprio e di debito considerato staticamente, quanto il profilo dinamico della sostenibilità finanziaria del rapporto di indebitamento, poiché soltanto in tale prospettiva può rivelarsi l'entità massima del debito "sopportabile" dalla società. È evidente che il naturale effetto della non "sostenibilità" del rapporto debt/equity non potrà essere che il manifestarsi di tensioni finanziarie di crescente intensità e infine dell'insolvenza". A tale riguardo è utile ricordare come secondo gli studi di Modigliani e Miller (in MODIGLIANI - MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, reperibile in <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958.pdf>) il valore della società, in assenza di costi di transazione e di vantaggi fiscali per l'una o l'altra forma di finanziamento, non varia a seconda della sua struttura finanziaria: il valore complessivo degli strumenti finanziari che attribuiscono pretese sul patrimonio sociale è dato infatti dal valore del patrimonio.

<sup>(147)</sup> La miglior prassi di settore ritiene applicabile, ai fini della redazione delle proiezioni contenute nel piano economico-finanziario, il principio di revisione ISAE n. 3400 (sostitutivo del precedente principio di revisione ISA 810) avente ad oggetto "*The examination of prospective financial information*". A norma di tale principio, nella redazione delle previsioni occorre distinguere le informazioni prospettiche tra *forecast* e *projections*. Le prime sono fondate su c.d. *best estimates assumptions*, ovvero sulla ragionevole aspettativa, fondata su elementi oggettivi, che si verifichino determinati eventi futuri. Le *projections* sono invece informazioni prospettiche fondate su ipotesi in relazione alle quali non vi è certezza (*hypotetical assumptions*), non supportate da dati storici, che presuppongono di norma l'adozione di argomentazioni basate sui c.d. *what-if scenarios* la cui veridicità può avere ad oggetto unicamente la coerenza interna, intesa come non contraddittorietà con altre ipotesi contenute nel piano, ed esterna, intesa come omogeneità con l'andamento del mercato di riferimento. Entro un orizzonte temporale massimo di cinque anni, le previsioni finanziarie possono essere ricondotte a *forecasts*, essendo dotate di un ragionevole grado di attendibilità mentre quanto previsto oltre tale limite non potrà che essere una *projection* in quanto fondata su dati per definizione ipotetici (sul punto, cfr. CINCOTTI, *Merger leveraged buy-out, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Riv. soc.*, 2011, 651).

<sup>(148)</sup> Cfr. ROPPO, *Profili strutturali e funzionali dei contratti "di salvataggio" (o di ristrutturazione dei debiti di impresa)*, in *Dir. Fall.*, 2008, 377-379, secondo il quale la relativa causa giuridica "è certamente onerosa: ciascuna parte sostiene un sacrificio per conseguire un vantaggio. Il

dall'altro lato, per effetto della certificazione, avente ad oggetto l'idoneità del citato piano al riequilibrio economico-finanziario della società in crisi, compiuta da un soggetto terzo rispetto a quest'ultima e dotato di determinate caratteristiche professionali idonee a tutelare tutti i soggetti passivi che vengono in contatto con l'impresa. Per tale via, il piano supera i confini del mero ambito gestorio acquisendo, per espressa previsione di legge, efficacia anche rispetto ai terzi, tanto da rendere opponibili a questi ultimi negozi giuridici che, altrimenti, non potrebbero esserlo <sup>(149)</sup>.

Se ciò vale nel quadro della disciplina destinata alla risoluzione delle crisi d'impresa, muovendo l'attenzione a livello dei rapporti con il diritto societario, occorre tenere in considerazione come, nello specifico caso dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, gli obiettivi del piano costituiscono il fondamento causale che ha determinato per tali soggetti la decisione, a seconda del caso, di investimento o apertura a terzi della partecipazione sociale, perfezionatasi, per quanto attiene ai soci, previa modifica dello statuto sociale ai sensi dell'articolo 2346, co. 6, del codice civile, mentre, per quanto attiene ai creditori, con la sottoscrizione dei relativi strumenti finanziari partecipativi e

---

*debitore riceve dai creditori un assetto più vantaggioso delle sue passività (o, più in generale, della sua finanza); e in cambio si espone a un certo potere di ingerenza dei creditori (o comunque si assoggetta a vincoli) nella gestione dell'impresa. Il tutto finalizzato al superamento della crisi, o all'eliminazione dell'insolvenza, in cui l'impresa attualmente versa". A tale riguardo "il debitore offre ai creditori prima di tutto informazioni, aventi ad oggetto il suo stato di crisi, nonché le caratteristiche e le prospettive della crisi stessa – informazioni che costituiscono una "risorsa", un "valore" economicamente significativo, in quanto per un verso difficili da acquisire altrimenti, e per altro verso utili a chi le riceve (perché lo mettono in grado di operare con maggiore consapevolezza ed efficacia per la tutela del proprio credito) – e offre loro, inoltre, la possibilità di controllare variamente – nel proprio interesse – la gestione dell'impresa in crisi. In cambio, l'imprenditore riceve vantaggi (specie di tipo finanziario) funzionali al superamento della crisi; e soprattutto riceve la possibilità di conservare una quota significativa di controllo e dominio sulla gestione della crisi stessa e sulla correlata azione imprenditoriale, anziché esserne espropriato (in tutto o in parte) in favore di un giudice delegato, di un curatore, di un commissario giudiziale: come accadrebbe se l'impresa fosse messa in procedura".*

<sup>(149)</sup> Cfr. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria*, in *op. cit.*, 638, secondo cui "la rilevanza anche esterna della pianificazione finanziaria nell'ambito delle soluzioni negoziali della crisi di impresa implica un minor grado di discrezionalità dell'organo amministrativo e dei soci in relazione alle scelte riguardanti la struttura finanziaria le quali, una volta incluse nel piano assoggettato a giudizio dell'esperto, non sono liberamente modificabili, secondo le rispettive competenze, dall'organo amministrativo o dai soci".

la conseguente sottoposizione al regolamento che ne disciplina il funzionamento che formerà parte integrante dello statuto sociale della società emittente.

Per tale via, pertanto, può riconoscersi al piano un'efficacia che trascende il mero ambito gestorio della società <sup>(150)</sup> diventando cogente anche nei confronti di soggetti che risultano, sotto il profilo corporativo, estranei alla predisposizione del contenuto di tale documento ma che ne condividono coscientemente gli obiettivi tanto da porli alla base delle relative decisioni di intervento modificativo del contratto sociale <sup>(151)</sup>.

Pertanto, se alla luce delle ragioni sopra esposte, appare giustificabile riconoscere, anche a livello sistematico, che il contratto associativo possa essere integrato da fattori esterni che, sul piano giuridico, sono idonei ad arricchirne i contenuti consentendo per tale via di determinare la legittimità delle condotte attuative del contratto sociale da parte dei soggetti che a vario titolo ne sono

---

<sup>(150)</sup> In relazione alle conseguenze, sul piano della corretta esecuzione dei propri obblighi gestori da parte degli amministratori, in caso di emersione della crisi, si vedano, *ex multis*, MAZZONI, *La responsabilità gestoria*, in *op. cit.*, 397; NIEDDU ARRICA, *Finanziamento e sostenibilità dell'indebitamento dell'impresa in crisi*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 817; MONTALENTI, *Intervento al convegno "Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa"*, Torino, 8-9 aprile 2011, in *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa* (a cura di JORIO), Milano, 2012, 169; DENOZZA, *Intervento al convegno "Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa"*, Torino, 8-9 aprile 2011, in *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa* (a cura di JORIO), Milano, 2012, 181; SACCHI, *Intervento al convegno "Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa"*, Torino, 8-9 aprile 2011, in *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa* (a cura di JORIO), Milano, 2012, 192, i quali condividono che, in condizioni di crisi, la discrezionalità degli amministratori si riduce e la prosecuzione dell'attività richiede la pianificazione di una strategia di risanamento essendo precluso a tali soggetti di disconoscere la crisi e non orientare la gestione alla luce della medesima.

<sup>(151)</sup> La rilevanza, anche sul piano dei rapporti associativi, degli strumenti di programmazione economico-finanziaria non costituisce un elemento di novità nell'ambito della normativa societaria. Nel contesto della disciplina prevista in caso di riduzione del capitale sociale per perdite ai sensi degli articoli 2446 e 2447 del codice civile, infatti, tale programmazione fornisce concretezza al profilo dinamico dei rapporti patrimoniali costitutivi del contratto sociale, in quanto impone ai relativi aderenti una scelta di investimento, mediante ricapitalizzazione o liquidazione, del rapporto giuridico fondante il nesso contrattuale tra i partecipanti all'accordo associativo. Cfr. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria*, in *op. cit.*, 639-640, il quale riconosce come "il dovere dell'organo amministrativo, con il concorso dei soci ove necessario, di perseguire l'obiettivo dell'equilibrio finanziario non è peraltro configurabile soltanto in condizioni di crisi e non si fonda esclusivamente sulle disposizioni degli artt. 67, co. 3, lett. d), 160, 182-bis L.F., ma è riconducibile ai principi generali, dettati dal diritto societario, ai quali deve essere sempre improntato l'esercizio della funzione amministrativa lungo tutto il corso dell'esistenza della società".

collegati, è ora possibile individuare, in via di principio, le circostanze nelle quali la decisione assunta dal creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi violi le regole di corretto adempimento del suddetto contratto.

A tale riguardo, contrariamente a quanto avviene qualora l'illegittimità si manifesti esclusivamente tra soci (o aderenti al contratto sociale in posizione analoga a quella del socio) – nel cui caso si ritiene necessario, per la sussistenza di tale illegittimità, che l'espressione del potere di *voice* sia diretta al raggiungimento da parte del soggetto che esercita tale diritto di un interesse extrasociale, a seconda del caso, a danno degli interessi individuali dei soci in quanto tali oppure a danno della società<sup>(152)</sup> – laddove si renda necessario valutare l'espressione del medesimo diritto da parte del creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi, occorrerà integrare la valutazione di tale comportamento anche alla luce dello specifico interesse di tale creditore alla realizzazione dei particolari scopi espressi nel piano economico-finanziario posto alla base della ristrutturazione; scopi che potranno in astratto anche coincidere con quello dei soci alla massimizzazione del valore globale delle partecipazioni ma che, in ogni caso, non potranno essere raggiunti nella piena libertà delle forme (come accadrebbe in una situazione *in bonis*) ma soltanto secondo le linee guida disciplinate dal piano e, in quanto tali, ritenute dall'ordinamento idonee al raggiungimento degli obiettivi di risanamento dell'impresa in crisi nel più ampio quadro della tutela di tutti i soggetti direttamente e indirettamente coinvolti in tale procedura.

Conseguentemente, non potrà ritenersi illegittima da parte del creditore (in virtù dei poteri allo stesso attribuiti dagli strumenti finanziari partecipativi<sup>(153)</sup>) l'apposizione di un veto ad una determinata modifica del contratto sociale o il diniego ad una autorizzazione alla realizzazione di una determinata operazione sottoposta ad approvazione ai sensi dell'articolo 2364, co. 1, n. 5), del

---

<sup>(152)</sup> Cfr. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 47.

<sup>(153)</sup> Il punto richiama gli approfondimenti svolti in merito ai rapporti tra assemblea generale e assemblee speciali ai sensi dell'articolo 2376 del codice civile in relazione ai quali si rinvia, *ex multis*, a COSTA, *Le assemblee speciali*, in *op. cit.*, 530 e ss..

codice civile <sup>(154)</sup>, qualora la relativa decisione, seppur presa sulla base di un interesse extrasociale secondo i canoni della disciplina societaria (quale, ad esempio, una scelta finalizzata esclusivamente alla tutela del proprio credito), sia invece conforme alle linee guida tracciate dal piano economico-finanziario posto alla base dell'operazione di risanamento della crisi di impresa.

In tale quadro, infatti, la manifestazione del proprio diritto di *voice* da parte del creditore si pone all'interno dei confini tracciati dal contratto associativo, come integrato alla luce dei contenuti del piano economico-finanziario oggetto di asseverazione ai sensi della normativa fallimentare, e pertanto non troverebbe giustificazione l'addebito di alcuna forma di illegittimità anche qualora tale manifestazione si ponga, in linea astratta, in contrasto con l'interesse dei soci alla massimizzazione del valore globale delle proprie partecipazioni, in quanto quest'ultimo interesse, nel periodo necessario a consentire il ripristino del riequilibrio finanziario della società, dovrà necessariamente essere contestualizzato rispetto alle esigenze di corretto svolgimento delle attività previste nel suddetto piano economico-finanziario <sup>(155)</sup>.

A titolo esemplificativo, si immagini la situazione nella quale la società oggetto di ristrutturazione che si trova ad affrontare la fase esecutiva di un piano ex articolo 67, co. 3, lett. d), L.F. individui un ramo d'azienda di una società che potrebbe potenzialmente assicurare, una volta acquisito, un incremento del fatturato alla luce delle sinergie commerciali che si verrebbero a determinare dal perfezionamento di tale operazione straordinaria. Quest'ultima, tuttavia, da un lato, non è contemplata tra le attività previste per dare esecuzione alla ristrutturazione.

---

<sup>(154)</sup> Cfr. BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società, Liber amicorum Antonio Piras*, 2010, Torino, 19. Sul punto si veda anche PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. "Liber Amicorum" G.F. Campobasso*, diretto da ABBADESSA e PORTALE, 2, Torino, 2007, 26, secondo cui "la negazione dell'autorizzazione corrisponde in realtà ad un *Vetorecht* che comporta una penetrante ingerenza in senso ostativo al potere gestorio dell'organo amministrativo, dal momento che la negazione equivale ad un divieto, per gli amministratori, di compiere l'operazione, mentre essi non sono vincolati a porla in essere nel caso di sua concessione".

<sup>(155)</sup> Cfr. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità*, in *op. cit.*, 1043.

turazione dell'impresa e, dall'altro lato, in virtù delle modifiche allo statuto apportate ai fini dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, deve necessariamente essere autorizzata, oltre che dai soci, anche dai creditori portatori di tali strumenti. L'operazione, approvata da tutti gli organi competenti della società e valutata positivamente in quanto ritenuta opportuna a incrementare il valore della società, viene sottoposta a veto da parte dei creditori, i quali ritengono l'operazione, seppur astrattamente idonea a incrementare il valore anche dei loro strumenti finanziari, eccessivamente rischiosa per le ragioni di credito che tuttora vantano nei confronti della società.

In tale quadro, dovendo valutare la correttezza della manifestazione del potere di *voice* da parte dei creditori prescindendo da qualsiasi strumento integrativo del contratto sociale, potrebbe sorgere il dubbio che lo stesso sia stato esercitato violando i principi di corretta realizzazione del contratto sociale. Il creditore, infatti, in forza dei diritti a esso attribuiti dagli strumenti finanziari partecipativi ha inteso raggiungere un interesse extrasociale in danno della società così come degli interessi individuali dei soci in quanto soci, arrecando una lesione all'interesse alla massimizzazione del valore globale delle partecipazioni. Questa interpretazione, tuttavia, non coglierebbe il fatto che il diniego espresso dai creditori, pur rispondendo ad un interesse extrasociale, è comunque conforme al contenuto integrativo del contratto sociale (*i.e.* il piano economico finanziario) sul quale, sia i soci che i creditori, si sono espressi ponendolo alla base delle proprie decisioni di emissione e sottoscrizione degli strumenti finanziari partecipativi <sup>(156)</sup>.

Così ricomposta la fattispecie, la decisione assunta dai creditori potrà pertanto ritenersi illegittima soltanto qualora la stessa, nel perseguire un interesse extrasociale, leda il raggiungimento dell'obiettivo comune dei partecipanti al contratto sociale che si fonda, nella specifica situazione sottoposta ad analisi,

---

<sup>(156)</sup> Come osservato da BRIZZI, *Finanziamento dell'impresa in crisi*, in *op. cit.*, 16, "la finalità del piano non è quello di conseguire immediatamente un profitto, quanto, piuttosto, di ripristinare le condizioni di operatività dell'ente quale centro di conseguimento di profitti".

sulla massimizzazione del valore globale delle partecipazioni da attuarsi attraverso la realizzazione del proprio oggetto sociale come articolato, per tutto il periodo in cui la società non abbia completato il proprio processo ristrutturativo, nel piano economico-finanziario posto alla base della procedura di ristrutturazione stragiudiziale prescelta dalla società.

Le conclusioni sopra esposte sono peraltro coerenti con gli esiti raggiunti nell'ambito dell'analisi delle responsabilità gestionali in prossimità dello stato di insolvenza <sup>(157)</sup> secondo le quali l'accertamento del venire meno della prospettiva di continuità aziendale imporrebbe, secondo un'analisi dinamica del principio di corretta gestione imprenditoriale, un mutamento dei criteri di esercizio della *business judgment rule* che, pur non distinguendosi rispetto a quella prevista per le società *in bonis*, imporrà un giudizio di razionalità delle azioni compiute dall'organo amministrativo non riferito ad uno *standard* di diligenza parametrato al massimo profitto bensì alla conservazione, nell'interesse dei soci e dei creditori, dell'integrità e del valore del patrimonio sociale ai fini del perfezionamento di una procedura di risoluzione della crisi di impresa o di una liquidazione dell'attivo patrimoniale.

Nel contesto delle diverse responsabilità gestorie, sembra pertanto emergere la configurazione di una specifica categoria di responsabilità in prossimità dello stato di insolvenza qualora la gestione dell'impresa in stato di crisi sia condotta in senso contrario all'interesse dei creditori <sup>(158)</sup>, ovvero quando emerga la violazione dei doveri concernenti, in primo luogo, la rilevazione dei fattori di rischio che mettono in pericolo la continuità aziendale, in secondo luogo, l'individuazione della soluzione da adottare per ripristinare la continuità

---

<sup>(157)</sup> Sul punto, *ex multis*, BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità*, in *op. cit.*, 1027 ss.; VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *op. cit.*, 128 ss.; MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *op. cit.*, 813 ss.; SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *op. cit.*, 304 ss.; MIOLA, *Profili del finanziamento dell'impresa in crisi tra finalità di risanamento e doveri gestori*, in *op. cit.*, 1079 ss.; TOMBARI, *Crisi di impresa e doveri di "corretta gestione societaria e imprenditoriale" della società capogruppo. Prime considerazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 631 ss..

<sup>(158)</sup> Cfr BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità*, in *op. cit.*, 1099.

aziendale ed eliminare i fattori che la mettono in pericolo e, in terzo luogo, l'attuazione di tali soluzioni <sup>(159)</sup>.

---

<sup>(159)</sup> SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi*, in *op. cit.*, 305.

### 2.3 **Gli effetti del riconoscimento dell'esercizio abusivo dei poteri di voice da parte del creditore**

Esaminati i presupposti giuridici per l'individuazione delle modalità attuative del contratto sociale da parte del creditore portatore degli strumenti finanziari partecipativi al fine di determinare la correttezza dell'esercizio dei poteri di *voice* ad esso riconosciuti dagli articoli 2346, co. 6 e 2351, co. 5 del codice civile, è possibile ora affrontare due peculiari problematiche che emergono dall'analisi degli effetti giuridici che derivano dall'accertamento del verificarsi di un abusivo esercizio dei citati poteri.

A tale riguardo assumono rilevanza, da un lato, l'individuazione delle tipologie di tutela che l'ordinamento dovrebbe riconoscere a coloro che subiscono le conseguenze dell'illegittimo esercizio dei poteri di *voice* da parte del creditore e, dall'altro lato, l'identificazione degli effetti che, a seguito dell'accertamento da parte dell'autorità giudiziaria (o arbitrale) di detta illegittimità, si riflettono, in particolare, sugli atti espressione della volontà dei soci sottoposti alla condizione sospensiva di efficacia rappresentata dal voto del portatore di strumenti finanziari partecipativi.

Prima di passare all'analisi di ciascuna problematica, è opportuno richiamare in via preliminare alcune conclusioni già condivise nelle pagine precedenti. Si fa riferimento, da un lato, al riconoscimento che l'espressione del diritto di *voice* dei portatori di strumenti finanziari partecipativi, analogamente a quanto accade nel contesto delle delibere assoggettate alla normativa di cui all'articolo 2376 c.c. <sup>(160)</sup>, rappresenta condizione di efficacia della deliberazione assunta dall'assemblea generale dei soci e, dall'altro lato, alla circostanza che la facoltà di esercizio di tale diritto debba esercitarsi dove il portatore di strumenti finanziari normalmente vota, vale a dire l'assemblea speciale di ca-

---

<sup>(160)</sup> In relazione alla disciplina prevista dall'articolo 2376 del codice civile, sussiste tuttavia un'ulteriore corrente interpretativa secondo cui, in assenza dell'approvazione dell'assemblea speciale, la deliberazione dell'assemblea generale non sarebbe affetta né da inefficacia né da invalidità, bensì non potrebbe essere eseguita dagli amministratori, pena la loro responsabilità (cfr. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *op. cit.*, 521 ss.).

tegoria. Ne consegue che l'espressione del potere di voto da parte del creditore non rappresenta, sotto il profilo giuridico, un atto autonomo avente efficacia nei confronti dei terzi, bensì la realizzazione di un momento procedimentale essenziale alla piena efficacia della deliberazione dell'assemblea generale <sup>(161)</sup> o, a seconda delle modalità attraverso le quali si articola il potere conferito allo strumento finanziario partecipativo, dell'organo gestorio <sup>(162)</sup>.

Concentrando l'approfondimento, in virtù dei maggiori dubbi interpretativi che richiama a livello sistematico, sulla prima delle strutture autorizzative proposte, pare condivisibile riconoscere che l'illegittimità ricade su un elemento qualificante il procedimento attraverso il quale viene ad esistenza la manifestazione della volontà dei partecipanti al contratto sociale e, conseguentemen-

---

<sup>(161)</sup> Cfr. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Milano, 1999, 307, per il quale, se si condivide la tesi espressa, ne discende che, in primo luogo, oggetto dell'eventuale impugnativa sarà la delibera dell'assemblea generale. Di essa infatti si potrà contestare la mancata efficacia, o perché la delibera è carente di un presupposto procedimentale oppure perché la delibera dell'assemblea speciale, pur formalmente intervenuta, presenti un vizio nel suo iter formativo.

<sup>(162)</sup> Un utile strumento interpretativo per le problematiche connesse a tale fattispecie può essere offerto dall'ampia dottrina che ha approfondito i rapporti di distribuzione dei poteri tra assemblea e organo gestorio. Sul punto, MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. Soc.*, 2013, I, 363; PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio*, in *op. cit.*, 30; ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella S.p.A.: dal codice alla riforma*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum Antonio Piras, 2010, Torino, 7; CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 143. Le conclusioni raggiunte da parte di questa dottrina, peraltro, potrebbe sollevare un'ulteriore problematica. Sulla scorta, infatti, di quanto riconosciuto da PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio*, in *op. cit.*, 30, per il quale la riforma non ha comunque eliminato la competenza assembleare, anche in materia gestoria, "in presenza di operazioni che, pur potendo anche astrattamente rientrare nella competenza dell'organo amministrativo, per la loro rilevanza economica e per la loro capacità di incidere in profondità sulla struttura organizzativa dell'impresa sociale e dei diritti dei soci (anche solo rendendoli mediati) si avvicinano a materie di competenza dell'assemblea. Lo stesso va detto per il caso in cui la società e l'impresa sociale siano esposte ad un rischio non controllabile o ad un rischio che espone pressoché l'intero patrimonio sociale a perdite", l'eventuale subordinazione dell'efficacia di una decisione gestoria all'approvazione del creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi dovrebbe comportare, per coerenza sistematica, che tale autorizzazione debba essere espressa obbligatoriamente anche da parte dell'assemblea generale dei soci. Sul punto si esprimono anche CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea*, in *op. cit.*, 143; ABBADESSA, *La competenza assembleare*, in *op. cit.*, 7; MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze*, in *op. cit.*, 363; nonché, con particolare riguardo alle problematiche relative alle c.d. "competenze implicite" assembleari, sempre MAUGERI, *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2007, 88 ss..

te, che la verifica della sussistenza o meno dell'eventuale vizio che si frappone all'efficacia di tale manifestazione di volontà debba essere effettuata nel quadro degli strumenti individuati dal Legislatore per l'accertamento di ogni altra ipotesi di invalidità del processo deliberativo.

A tale riguardo, la conseguenza giuridica derivante dalla contrarietà della manifestazione del voto ai principi stabiliti articoli 1375 e 1175 del codice civile è qualificata come violazione di legge; ne consegue che la relativa sanzione non possa che essere individuata nella disciplina prevista per lo specifico ambito societario dall'articolo 2377 del codice civile (<sup>163</sup>).

In via preliminare, l'analisi empirica della fattispecie porta ad escludere che sia necessaria una preventiva valutazione circa l'applicazione, in via alternativa, della tutela reale o di quella obbligatoria nei termini proposti dall'articolo 2377, co. 3 e 4, del codice civile (<sup>164</sup>). Poiché il voto espresso dal creditore nella sede

---

(<sup>163</sup>) Conforme PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 76, sulla scorta del riconoscimento (già rappresentato da FERRI, *Diritto agli utili e diritto di dividendo*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, 412 ss.) che la violazione degli articoli 1175 e 1375 del codice civile costituisce, in sé, una violazione di legge. Più recentemente, MARTINES, *L'abuso di minoranza*, in *op. cit.*, 1198, secondo cui "ogni delibera assembleare, approvata con il voto determinante di soci che abbiano violato le norme in esame, sarà annullabile ex art. 2377 c.c. in quanto deliberazione adottata non in conformità del contratto sociale, avuto riguardo al contenuto legale di questo contratto". In giurisprudenza, Corte di Cassazione, 26 ottobre 1995, n. 11151, in *op. cit.*, 329; Corte di Cassazione, 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Foro it.*, 2006, I, 3455, per la quale "l'abuso o eccesso di potere è causa di annullamento delle deliberazioni assembleari allorquando la delibera non trovi alcuna giustificazione nell'interesse della società – per essere il voto ispirato al perseguimento da parte dei soci di maggioranza di un interesse personale antitetico a quello sociale – ovvero sia il risultato di una intenzionale attività fraudolenta dei soci maggioritari diretta a provocare la lesione dei diritti di partecipazione e degli altri diritti patrimoniali spettanti ai soci di minoranza "uti singuli".

(<sup>164</sup>) Sul fenomeno dell'arretramento, nel contesto delle decisioni assembleari della società per azioni, della tutela reale in favore della tutela obbligatoria, *ex multis*, ROSSANO, *Rapporto tra la tutela reale e la tutela obbligatoria degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 373 ss.; D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 708 ss.; NIGRO, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria del nuovo diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2004, 881 ss.; SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. II, 135 ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di S.p.A. La nuova disciplina*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. II, 135 ss.; GUERRERI, *Annullabilità delle delibereazioni*, in *Il nuovo diritto delle società* (a cura di MAFFEI ALBERTI), Vol. 1, Padova, 2005, 513 ss.; LENER, *Invalidità delle delibere assembleari di società*

ad esso assegnato dall'ordinamento concorrerà a determinare la validità della manifestazione del volere dei partecipanti al contratto sociale riuniti nell'assemblea generale in un momento posto, non solo logicamente, ma anche proceduralmente, successivo alla deliberazione assunta dai soci, chi eserciterà l'azione destinata a verificare la legittimità del voto espresso dal creditore rappresenterà sempre una maggioranza qualificata ai sensi dell'articolo 2377, co. 3, del codice civile, dato che quest'ultima coinciderà quantomeno con la stessa quota (di maggioranza) che ha approvato la proposta deliberativa successivamente bocciata dal creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi <sup>(165)</sup>.

In prima battuta, pertanto, la tutela reale rappresenterà il normale rimedio esperibile in caso di illegittima manifestazione del voto da parte del creditore <sup>(166)</sup>.

Ciò posto, proseguendo nell'analisi della fattispecie su di un piano eminentemente empirico, non può sfuggire la circostanza che tale tutela, applicandosi in un caso di reiezione di una proposta deliberativa, potrebbe risultare insufficiente a ristorare del danno subito il soggetto titolare dell'azione <sup>(167)</sup>. Poiché,

---

*per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, 79 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità delle delibere assembleari. Stabilità ed effetti*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, 55 ss..

<sup>(165)</sup> Condividendo la tesi che ritiene il voto del titolare di strumenti finanziari partecipativi una condizione di efficacia della delibera rispetto alla quale risulta collegata, la stessa non potrà che essere assunta successivamente alla verifica dell'esito del procedimento di voto da parte dei soci, mancando, nel caso in cui la proposta venga respinta già in tale sede, la necessità di verificare il realizzarsi di una condizione di efficacia rispetto ad un atto giuridico ontologicamente privo di alcuna rilevanza nell'ordinamento.

<sup>(166)</sup> Conforme RORDORF, *Minoranza di blocco*, in *op. cit.*, 1450.

<sup>(167)</sup> Considerazione che dovrebbe ritenersi valida anche laddove, una volta riconosciuta l'invalidità della delibera condizionante, si riconoscesse efficacia alla delibera condizionata, problematica che verrà affrontata più nel dettaglio nelle seguenti pagine. Sul punto si veda ancora RORDORF, *Minoranza di blocco*, in *op. cit.*, 1450, secondo cui "*l'abuso (o eccesso) di potere della maggioranza quale che sia il suo fondamento normativo, non cessa di costituire una patologia della deliberazione assembleare che di quell'abuso è frutto. Esso, quindi, opera come causa di annullamento della deliberazione medesima. E, tuttavia, quanto più si pone l'accento sul sostrato contrattuale dei rapporti di società e quanto più si riconduce il fenomeno dell'abuso di potere alla violazione degli obblighi contrattuali di correttezza e buona fede, tanto più si apre il campo anche a forme di tutela risarcitoria, del tutto congeniali all'inadempimento (o al non corretto adempimento) del contratto*". In merito alla scarsa utilità della sola tutela reale nei casi di delibera negativa, si veda anche SACCHI, *Gli effetti della sentenza che accoglie l'impugnazione*

infatti, le ragioni di tutela del credito e di monitoraggio della corretta esecuzione del piano finanziario poste alla base della sottoscrizione da parte del creditore degli strumenti finanziari partecipativi porteranno ad una articolazione dei poteri di *voice* conferiti a quest'ultimo soggetto in termini di autorizzazione al perfezionamento di operazioni di natura straordinaria (quali, ad es., la cessione/acquisizione di *asset* per importi superiori a determinate soglie, l'assunzione di ulteriore indebitamento finanziario, etc.) e/o di consenso alla modifica dell'organizzazione societaria (quali, ad es., fusioni, scissioni, trasformazioni, costituzione di patrimoni destinati, introduzione di categorie di azioni, etc.), anche il semplice ritardo, nelle more dell'accertamento dell'illegittimità del diniego espresso da parte del creditore, potrebbe configurare l'emergere di un danno, a seconda del caso, per la società e/o i soci, rispetto al quale la semplice tutela reale non sembra fornire adeguata soddisfazione<sup>(168)</sup>.

Pertanto, se ragioni di carattere empirico giustificano il riconoscimento di una forma di tutela obbligatoria<sup>(169)</sup>, coesistente e cumulativa a quella reale, volta a ristorare il soggetto danneggiato dall'illegittimità derivante dalla violazione

---

di *delibere assembleari di S.p.A.*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2012, I, 155; DE PRA, *Deliberazione negativa votata in conflitto di interessi e divieto di voto del socio-amministratore*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 937.

<sup>(168)</sup> Il riconoscimento di un possibile cumulo tra tutela reale e obbligatoria anche a favore di chi sarebbe legittimato, ai sensi dell'articolo 2377, co. 3, del codice civile, ad impugnare la delibera assembleare qualora la pronuncia di invalidità non consenta di rimuovere tutti i danni cagionati da tale delibera viene identificato da PUPPO, *Contributi alla riforma delle società di capitali - Invalidità del procedimento deliberativo e dinamiche dell'investimento*, in *Giur. comm.*, suppl. n. 3, 2004, 586 ss.. Sulla possibilità di un utilizzo della tutela obbligatoria in sostituzione di quella reale da parte di chi sia legittimato, ai sensi dell'articolo 2377, co. 3, del codice civile, ad impugnare la delibera si veda ROSSANO, *Rapporto tra la tutela*, in *op. cit.*, 410 ss..

<sup>(169)</sup> Con specifico riferimento alla disciplina prevista dall'articolo 2377, co. 4, del codice civile, rimane tutt'ora dibattuta in dottrina la natura giuridica del diritto alla reintegrazione del danno. Sul punto, ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, Milano, 2012, 74 ss.; NIGRO, *Tutela demolitoria*, in *op. cit.*, 892 ss.; SACCHI, *Tutela reale*, in *op. cit.*, 155 ss.; VENTURUZZO, *Il risarcimento del danno da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci di minoranza non legittimati a impugnare*, in *Riv. Soc.*, 2013, 633 ss.. A tale riguardo, infatti, si oppongono una visione che ritiene sussistere una tutela di tipo risarcitorio (a titolo di responsabilità contrattuale o extracontrattuale) e una che giudica come più appropriata alla fattispecie una tutela di tipo indennitario.

degli articoli 1375 e 1175 del codice civile (<sup>170</sup>), occorre pur sempre individuare se sussista il fondamento giuridico per mezzo del quale tale garanzia possa essere riconosciuta a colui che subisce gli effetti dell'illegitimo esercizio del diritto di voto da parte del creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi.

In tale quadro, assume rilevanza decisiva, come dimostrato nelle pagine precedenti, il riconoscimento che la natura, così come la concreta attuazione, del rapporto che si instaura tra i diversi aderenti al rapporto associativo nell'ambito delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa si fonda su un collegamento di natura contrattuale. Ne consegue che l'inesatto adempimento, per violazione dei doveri nascenti da detto collegamento, delle prestazioni che scaturiscono da esso impone al relativo debitore, proprio in ossequio alle norme che disciplinano l'inadempimento contrattuale, un obbligo di ristoro a favore del soggetto leso (<sup>171</sup>) a cui dovrà aggiungersi anche la specifica sanzione prevista dall'ordinamento societario in caso di violazione delle regole organizzative proprie della società (*i.e.* annullamento della deliberazione).

---

(<sup>170</sup>) Il riconoscimento di una tutela risarcitoria concorrente a quella reale in caso di abuso della maggioranza per violazione della correttezza e buona fede viene già riconosciuta dalla dottrina che ha affrontato la problematica. Sul punto, ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *op. cit.*, 1165; PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 86, secondo il quale "la maggioranza assembleare che violi gli artt. 1175 e 1375 c.c. è soggetta al normale obbligo di risarcimento del danno a favore della minoranza (o della società) che consegue da tali norme. Riassumendo, ogni delibera assembleare, approvata con il voto determinante di soci che abbiano violato le norme in esame, sarà quindi annullabile ex art. 2373 c.c. e produrrà un obbligo di risarcimento del danno subito dalla minoranza".

(<sup>171</sup>) Cfr. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 47 e 115; MARTINES, *L'abuso di minoranza*, in *op. cit.*, 1198. Pur riconoscendo la necessità di una tutela obbligatoria concorrente si distingue dai precedenti Autori in merito alla tipologia di danno sofferto dal soggetto passivo, GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto*, in *op. cit.*, 383-384, secondo cui "se l'annullamento della deliberazione non elimina il danno prodottosi a carico del socio impugnante, questi potrà chiedere alla società il ristoro di tale pregiudizio sulla base dei principi dell'illecito (art. 2043 c.c.), purché direttamente conseguente nella sfera patrimoniale del socio alla esecuzione della deliberazione invalida. Appare infatti corretta un'interpretazione dell'art. 2377 e dell'art. 2373 c.c., per la quale il risarcimento del danno cagionato ai soci di minoranza dalla deliberazione illegittima comprenda solo il danno diretto, inteso come perdita nel proprio patrimonio, esclusa la risarcibilità del danno indiretto costituito dalla perdita di valore della quota di partecipazione quale conseguenza della perdita di valore del patrimonio sociale".

Peraltro, ad integrazione degli elementi sistematici a favore di tale interpretazione, tale responsabilità concorrente, alla luce della causa concreta in base alla quale il creditore partecipa all'accordo associativo, troverebbe giustificazione anche sulla scorta delle conclusioni alle quali è giunta la più recente giurisprudenza di legittimità in materia di responsabilità contrattuale connessa a situazioni in cui l'assunzione di doveri di protezione costituiscono il contenuto di un rapporto contrattuale di fatto <sup>(172)</sup>.

Con specifico riferimento all'istituzione bancaria, tale orientamento ritiene che debba riconoscersi in capo a tale soggetto una responsabilità (di natura contrattuale) in virtù della professionalità con la quale svolge, nelle sue diverse articolazioni, la propria attività <sup>(173)</sup>. Da tale qualifica dipende, per un verso,

---

<sup>(172)</sup> Orientamento interpretativo inaugurato dalla Corte di Cassazione, 22 gennaio 1999, n. 589, in *Foro it.*, 2006, 3332 ss., poi seguito più recentemente da Corte di Cassazione, 18 novembre 2005, n. 24456, in *Foro it.*, 2006, 302 ss.; Corte di Cassazione, 19 aprile 2006, n. 9085, in *Foro it.*, 2006, 64 ss.; Corte di Cassazione, 24 maggio 2006, n. 12362, in *Foro it.*, 2006, 197 ss.. In dottrina, SCARICA, *Il contratto sociale tra le fonti della responsabilità civile: recenti equivoci nella giurisprudenza di merito*, in *Cont. Impr.*, 2005, 97 ss.; FAILLACE, *Questioni controverse in ordine alla responsabilità da «contratto sociale»*, in *Resp. civ.*, 2004, 252 ss.. In tal senso si è espressa recentemente anche la Corte di Cassazione, 13 ottobre 2015, n. 20560, reperibile in [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it) o *Dir. e Giust.* 14 ottobre 2015, secondo cui, in tema di responsabilità derivante dal mancato lancio di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria, "quanto alla qualificazione della responsabilità dello scalatore, in caso di lesione di detto diritto soggettivo, deve rilevarsi che la giurisprudenza ammette ormai pacificamente che tra i fatti idonei a generare un'obbligazione vanno annoverate tutte le situazioni che, a vario titolo e in ragione dell'instaurarsi di un "contratto qualificato" tra più soggetti, creano un affidamento di uno di essi nell'altrui condotta. Ciò avviene, ad esempio, nel rapporto tra paziente e medico di struttura ospedaliera pubblica, terzo rispetto al contratto concluso con l'azienda ospedaliera; tra alunno ed insegnante, terzi rispetto al contratto concluso dai genitori con l'istituto scolastico; tra cittadino e pubblica amministrazione per quanto concerne i danni cagionati da atti illegittimi. Ed è chiaro che l'instaurarsi, a monte dell'illecito, di una relazione tra i due soggetti, dalla quale consegue per uno di essi "l'obbligo di protezione" dell'interesse dell'altro, attrae la fattispecie risarcitoria, che insorge in conseguenza della lesione, nell'orbita della responsabilità contrattuale. Il contesto sistematico e giurisprudenziale consente, quindi, di affermare l'esistenza, in caso di scalata di una società, di un affidamento del socio di minoranza all'esercizio del diritto di exit e al contestuale realizzo del c.d. premio di controllo, tramite l'adesione all'offerta pubblica obbligatoria che lo scalatore è tenuto a lanciare, al ricorrere dei presupposti del D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 106".

<sup>(173)</sup> Cfr. Corte di Cassazione, Sezioni Unite, 26 giugno 2007, n. 14712, in *Foro it.*, 2008, 2967 ss., secondo cui "tale professionalità si riflette necessariamente sull'intera gamma delle attività da lui svolte nell'esercizio dell'impresa bancaria, e quindi sui rapporti che in quelle attività sono radicati: giacché per lo più si tratta di rapporti, per così dire, asimmetrici, per la corretta attuazione dei quali il banchiere dispone di strumenti e di competenze che normalmente gli altri soggetti interessati non hanno". La decisione, pur affrontando un argomento specifico avente ad ogget-

l'affidamento di tutti gli interessati nel corretto espletamento dei compiti inerenti al servizio bancario e, per altro verso, la specifica responsabilità in cui il banchiere incorre nei confronti di coloro che con lui entrano in contatto per avvalersi di quel servizio, ove, viceversa, egli non osservi le regole al riguardo prescritte dalla legge <sup>(174)</sup>, tra le quali, anche alla luce delle specifiche regole di partecipazione alla crisi di impresa da parte del creditore bancario emanate dagli organi di vigilanza a cui è sottoposto, dovrà intendersi ricompreso il corretto esercizio dei poteri di voto allo stesso attribuiti in forza degli strumenti di adesione al capitale della società in ristrutturazione.

Superato in senso positivo il dubbio circa l'applicabilità, oltre alla tutela reale, di una concorrente tutela obbligatoria quale rimedio conseguente al riconoscimento di una illegittima esecuzione degli obblighi discendenti dall'adesione del creditore all'accordo associativo, rimane l'interrogativo sul soggetto a cui imputare tale responsabilità, tenuto conto, sotto il profilo sistematico, della particolare relazione che il creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi intrattiene con gli altri aderenti al contratto sociale e, sotto il profilo procedimentale, della peculiare posizione in cui si innesta la manifestazione della volontà del creditore rispetto al complessivo procedimento deliberativo sottoposto alla sua approvazione.

---

to la responsabilità della banca negoziatrice di assegno bancario non trasferibile per il pagamento a soggetto non legittimato ai sensi dell'articolo 43 R.D. 21 dicembre 1933, n. 1736 (Legge assegni), ricava un principio generale collegato alla specifica qualifica professionale svolta dall'intermediario bancario sul quale ricade, in virtù di detta qualifica, una responsabilità di natura contrattuale.

<sup>(174)</sup> La professionalità dell'esercizio dell'attività bancaria rappresenta tutt'ora la causa su si fondano, rispettivamente, la responsabilità per abusiva concessione del credito e la responsabilità per interruzione abusiva del credito. A tale riguardo, si rinvia per approfondimenti a BONELLI, «Concessione abusiva» di credito e «interruzione abusiva di credito», in *Crisi di imprese: casi e materiali* (a cura di BONELLI), Milano, 2011, 259 e ss.; AQUILINO, *Sostegno finanziario delle imprese in crisi e responsabilità della banca: brevi riflessioni alla luce della riforma della legge fallimentare*, *Dir. Fall.*, 2008, 603 ss.; INZITARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione e rottura del credito*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2001, I, 276 ss.; INZITARI, *L'abusiva concessione di credito: pregiudizio per i creditori e per il patrimonio del destinatario del credito*, in *Le Società*, 2007, 463 ss.; ALLEGRI, *La concessione abusiva di credito: evoluzione e prospettive anche alla luce della riforma della legge fallimentare*, in *Dir. Fall.*, 2007, I, 568 ss.; CASTIELLO D'ANTONIO, *I rischi per le banche nel finanziamento delle imprese in difficoltà: la concessione abusiva del credito*, in *Dir. Fall.*, 1995, I, 256.

In relazione alle ipotesi di abuso derivanti dalla violazione dei principi di correttezza e buona fede, una parte della dottrina <sup>(175)</sup>, tenuto conto della specifica disciplina del contratto sociale e, in particolare, del suo dar luogo ad una persona giuridica, afferma come gli articoli 1175 e 1375 del codice civile debbano essere imputabili sia ai soci che alla società e, di conseguenza, la loro violazione dovrebbe comportare, insieme alla annullabilità delle deliberazioni, l'obbligo di risarcimento del danno a carico sia della società che dei soci di maggioranza <sup>(176)</sup>.

Se quanto sopra, pur con le dovute osservazioni critiche espresse da parte della dottrina <sup>(177)</sup>, appare condivisibile (anche alla luce della scelta legislativa che sembra premiare la tutela obbligatoria a scapito di quella reale) laddove applicato in caso di invalidità delle deliberazioni assembleari che, coinvolgendo sotto il profilo strutturale soltanto i soci, sono riconducibili all'interno del contratto sociale nella sua veste di strumento di realizzazione del comune interesse di questi soggetti alla massimizzazione del valore aggregato delle diverse partecipazioni attraverso le quali si articola, tale configurazione presenta profili di inefficienza se applicato, *mutatis mutandis*, al caso in esame.

Al di là della sfera giuridica colpita dal danno conseguente all'illegittimità del voto espresso dal creditore (sia essa rappresentata dalla società o dal singolo

---

<sup>(175)</sup> Cfr. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 75.

<sup>(176)</sup> A tale proposito si ricorda come, con riferimento alla disciplina prevista dall'articolo 2373 del codice civile, l'ipotesi prevista dall'articolo 2377, co. 4, del codice civile, vede la dottrina (cf. SACCHI, *La tutela obbligatoria degli azionisti nel nuovo art. 2377 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private* (a cura di BENAZZO - PATRIARCA - PRESTI), Milano, 2003, 165) tendenzialmente propensa a ritenere che l'azione debba essere esercitata innanzitutto nei confronti della società riconoscendo, tuttavia, che l'eventuale accoglimento della domanda comporterà un depauperamento del patrimonio sociale e, quindi, indirettamente, anche del patrimonio del socio attore e degli altri soci, fra cui anche coloro che non hanno concorso all'adozione della delibera viziata. Tale motivo ha spinto parte dei commentatori ad ammettere la possibilità di convenire in giudizio, direttamente da parte dei soggetti danneggiati, o in sede di rivalsa da parte della società, anche altri soggetti e, in particolare, coloro che hanno votato a favore della delibera (in questa prospettiva sembra orientato GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, 358 ss.. Su posizioni contrarie si esprime invece NIGRO, *Tutela demolitoria*, in *op. cit.*, 892).

<sup>(177)</sup> Cfr. ENRIQUES - ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, 1 ss.; SACCHI, *Tutela reale*, in *op. cit.*, 135 ss..

socio) la circostanza che prevede che a tale danno debba porvi rimedio, in primo luogo, la società <sup>(178)</sup> comporterebbe un'impropria traslazione in capo a tutti gli aderenti al contratto sociale di una perdita patrimoniale addebitabile ad un comportamento di un soggetto che, pur partecipando al contratto sociale, non ne condivide la medesima causa originaria. In tale quadro, intaccare il patrimonio della società determinerebbe una situazione nella quale, in via indiretta, subirebbe un pregiudizio non solo chi non ha partecipato alla decisione sottoposta alla condizione dell'approvazione da parte del creditore – ipotesi che presenta analogie a quella che si verifica nell'ambito dell'impugnativa delle delibere assembleari ma che, in tale caso, pare giustificata da una scelta politica del Legislatore volta ad erodere, in tale contesto, la tutela reale a favore di quella obbligatoria <sup>(179)</sup> – ma anche la stessa maggioranza che ha approvato tale deliberazione.

Ragioni di efficienza, pertanto, portano a ritenere che il soggetto a cui debba essere imputata la responsabilità, e il conseguente obbligo di pagamento, venga individuato direttamente nel responsabile della manifestazione di volontà ostativa della piena efficacia della delibera adottata, ovvero il creditore.

Peraltro, sembrano superabili in tale contesto gli argomenti sistematici adottati da parte della dottrina <sup>(180)</sup> nell'ambito delle invalidità delle delibere assembleari, che, basandosi sul principio di separatezza tra rapporti sociali e rapporti intersoggettivi tra soci derivante dal riconoscimento della personalità giuridica della società per azioni, escludono che i soci che hanno determinato l'illegittimità della deliberazione possano essere coinvolti in termini di responsabilità susseguente a tale illegittimità.

---

<sup>(178)</sup> Cfr. ENRIQUES – ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori*, in *op. cit.*, 22.

<sup>(179)</sup> Cfr. SACCHI, *La tutela obbligatoria*, in *op. cit.*, 165.

<sup>(180)</sup> In tal senso ENRIQUES – ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori*, in *op. cit.*, 23. Per una disamina delle teorie su cui si basano tali conclusioni si veda GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa"*, in *op. cit.*, 342-349 ss.; PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 83-86.

Nel caso del creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi, infatti, l'adesione al contratto sociale da parte di tale soggetto, alla luce di quanto espresso nelle pagine precedenti, non pare dotata delle medesime caratteristiche strutturali di quella del socio. Nei confronti del creditore, pertanto, non sembra potersi riconoscere quella separazione strutturale, in termini di responsabilità, rispetto alla società e derivante dal riconoscimento della personalità giuridica di quest'ultima. Anzi, proprio il collegamento causale tra partecipazione, *lato sensu*, sociale del creditore e il piano economico-finanziario, motiva nei confronti di quest'ultimo un obbligo di adempimento dell'accordo associativo teleologicamente finalizzato alla realizzazione di tale piano che, in caso di inadempimento, giustifica un diretto addebito, in termini di responsabilità da risarcimento del danno, nella sfera patrimoniale del creditore.

Un ulteriore aspetto di problematicità legato agli effetti che derivano dall'accertamento da parte dell'autorità giudiziaria (o arbitrale) di tale illegittimità è rappresentato dalla possibilità per quest'ultima di far emergere la decisione positiva assunta in assemblea generale, depurando tale manifestazione di volontà di quella componente che ne impedisce l'efficacia alla luce dell'intrinseca contrarietà alla legge da cui è viziata <sup>(181)</sup>.

In relazione agli approfondimenti svolti nel contesto delle impugnative delle delibere di rigetto assembleari, il primo profilo di analisi, in quanto ritenuto generalmente preclusivo ad ogni ulteriore esame della fattispecie <sup>(182)</sup>, è rap-

---

<sup>(181)</sup> Cfr. ENRIQUES - ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori*, in *op. cit.*, 4, per i quali "normalmente, il potere decisionale è lasciato alla maggioranza, che si suppone corretta interprete dell'interesse della società, dal momento che gode dei vantaggi e sopporta i rischi della decisione in misura proporzionale al suo investimento. Tuttavia, il meccanismo del voto è idoneo a identificare la soluzione più efficiente solo a condizione che ciascun votante voti «sinceramente», ovvero perseguendo l'interesse del gruppo come tale. Ciò non accade in due ordini di situazioni: quando il votante determina la sua condotta in relazione a quella degli altri votanti (con ciò dandosi luogo a un comportamento «strategico» nel voto), e quando l'interesse privato del votante è in conflitto con quello del gruppo in sé".

<sup>(182)</sup> In questi termini DE PRA, *Deliberazione negativa*, in *op. cit.*, 933; CIAN, *La deliberazione negativa dell'assemblea nella società per azioni*, Torino, 2003, 79; FERRO LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge e all'atto costitutivo*, Milano, 1978, 54; SACCHI, *Gli effetti della sentenza*, in *op. cit.*, 156; ENRIQUES, *Conflitto di interessi, azione sociale di responsabilità e impugnazione di deliberazioni negative*, in *Giur. Comm.*, 2001, II, 840; RORDORF,

presentato dalla corretta qualificazione dell'atto che sfocia al termine di una decisione assembleare che rigetta la proposta sottoposta al voto dei soci. A tale riguardo, ci si interroga se l'esito della decisione assembleare sfociato nella reiezione di quanto proposto a votazione rappresenti, alla luce della circostanza che tale esito si consuma al termine dell'*iter* procedimentale previsto dal Legislatore per dare valore giuridico all'espressione della volontà della maggioranza<sup>(183)</sup>, una vera e propria delibera sociale (c.d. "delibera negativa") e, come tale, sottoposta ai rimedi giuridici previsti dall'articolo 2377 del codice civile, o se, sulla scorta di un'analisi fondata sull'interpretazione di quanto previsto dagli articoli 2368 del codice civile, debba escludersi, sotto il profilo giuridico, l'esistenza di una c.d. "delibera negativa", ritenendo che contro il rigetto della proposta sottoposta al voto assembleare debba riconoscersi a chiunque vi abbia interesse il solo potere di promuovere un'ordinaria azione di accertamento del vizio<sup>(184)</sup>.

---

*L'abuso di potere della minoranza*, in *Le Società*, 1999, 812. In termini critici sulle posizioni assunte, in particolare, da CIAN in merito al riconoscimento da parte di quest'ultimo Autore che la delibera negativa deve ritenersi, alla luce del suo "effetto organizzativo", perfezionata nei suoi elementi costitutivi e, come tale, soggetta alla normativa di cui all'articolo 2377 del codice civile, si veda CENTONZE, *Qualificazione e disciplina del rigetto della proposta (c.d. «delibera negativa»)*, in *Riv. Soc.*, 2007, 418, secondo il quale, pur dovendosi ammettere sotto il profilo logico che con il rigetto di una proposta deliberativa la società assume una decisione, non ne consegue automaticamente che questa decisione sia qualificabile come una "delibera della società" in senso giuridico. Tale conseguenza, tuttavia, non "postula l'irrilevanza giuridica del procedimento terminato con il rigetto della proposta, né del rigetto medesimo".

<sup>(183)</sup> Cfr. DE PRA, *Deliberazione negativa*, in *op. cit.*, 934; CIAN, *La deliberazione negativa*, in *op. cit.*, 28-93.

<sup>(184)</sup> Cfr. CENTONZE, *Qualificazione e disciplina*, in *op. cit.*, 422-428. Sul punto si è recentemente espresso in senso favorevole il Tribunale di Milano, con ordinanza del 28 novembre 2014, n. 9846, in *Le Società*, 2015, 689, secondo cui "l'annullamento di una delibera negativa non fornisce tutela alcuna all'impugnante od alla società dei cui diritti fosse riconosciuta la lesione, né costituisce rimedio sinanco logicamente congruo alla riconosciuta illegittimità della delibera. Perciò, accertata l'illegittima considerazione del voto nel quorum deliberativo (es.: perché chi ha votato non era legittimato al voto, per vizio nella delega, per conflitto di interesse del socio, ecc.), il Giudice accerta altresì immediatamente che, espunto il voto illegittimamente conteggiato nel quorum, la deliberazione della società è stata diversa da quella apparente e illegittima, cioè che la proposta all'ordine del giorno è stata approvata (delibera positiva) e non respinta (delibera negativa) [...] L'accertamento giudiziale in caso d'impugnazione di delibera negativa si pone naturalmente (secondo lo svolgersi del giudizio imposto dall'impugnazione delle delibere assembleari), in momento anteriore alla fase di proclamazione del risultato della votazione – proclamazione di competenza del presidente dell'assemblea – e, accertata l'illegittimità del voto e del suo conteggio, il Giudice accerta altresì l'illegittimità della proclamazione del risultato, conseguente-

Ricondotta la problematica al caso di specie, occorre in primo luogo considerare la particolare struttura di cui si compone la decisione assembleare i cui effetti sono subordinati, oltre che alla volontà dei soci, da esprimersi secondo le regole proprie della sede in cui viene determinata, anche a quella dei portatori di strumenti finanziari partecipativi secondo un collegamento che sottopone a condizione la prima rispetto alla seconda. Tale collegamento, riconducibile a quello disciplinato, nel quadro della disciplina societaria, dall'articolo 2376 del codice civile (<sup>185</sup>), pare tuttavia discostarsene qualora si debba individuare in quali termini giuridici il rapporto tra assemblea generale e autorizzazione del creditore sia organizzato.

Secondo un orientamento già affermatosi prima della riforma della disciplina societaria (<sup>186</sup>), il rapporto tra delibera dell'assemblea generale e delibera dell'assemblea speciale rileverebbe, *in primis*, sul piano del procedimento, con la conseguenza che l'approvazione da parte dell'assemblea speciale dovrebbe fraporsi alla venuta esistenza della delibera dell'assemblea generale. Ne con-

---

*mente dichiarando il risultato che, in termini di volontà effettivamente e legalmente espressa dall'assemblea, immediatamente emerge*". Tale interpretazione contrasta con l'orientamento maggioritario espresso dalla Corte di Cassazione, 26 agosto 2004, n. 16999, in *Vita not.*, 2004, 1623, secondo la quale "in caso di delibera negativa, vale a dire di mancata approvazione della proposta avanzata in assemblea, l'annullamento dei voti contrari all'adozione della proposta se implica il riconoscimento dell'illegittimità del rifiuto, non potrebbe mai portare a ritenere che la proposta respinta deve intendersi approvata [...] poiché la deliberazione assembleare, quale atto corporativo, è individuata dal suo collegamento con l'organizzazione sociale e, quindi, anche dal fatto formale ed oggettivo della proclamazione dei risultati della votazione, che ha pertanto carattere costitutivo e, in quanto tale, non può essere surrogato dall'accertamento giudiziale dell'erroneità del conteggio dei voti, quale che sia l'errore dal quale esso dipende". In senso conforme anche Tribunale di Reggio Emilia, 20 dicembre 2002, in *Giur. it.*, 2003, 953; Tribunale di Palermo, 18 maggio 2001, in *Giur. comm.*, 2001, II, 835; Corte di Appello di Milano, 23 maggio 1952, in *Foro it.*, 1952, I, 936.

(<sup>185</sup>) Cfr. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *op. cit.*, 523, secondo cui "nell'ipotesi in cui occorra una delibera dell'assemblea speciale, il fatto rilevante nell'ambito dell'organizzazione societaria si perfeziona solo a seguito del completamento di una procedura complessa, della quale delibera dell'assemblea generale e delibera dell'assemblea speciale sono componenti".

(<sup>186</sup>) Cfr. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *op. cit.*, 522, secondo cui "la 'esistenza' e la rilevanza di una 'volontà' dell'ente collettivo può ricollegarsi [...] solo alla compresenza di una delibera dell'assemblea generale e di una conforme delibera dell'assemblea speciale, poiché soltanto in tali circostanze può ritenersi completato l'iter formativo della volontà sociale; in caso contrario ci troviamo di fronte ad una fattispecie incompleta per l'assenza di un elemento costitutivo essenziale della fattispecie stessa, con la conseguenza che la volontà sociale non può ritenersi venuta (ancora) ad esistenza".

segue che l'assenza dell'approvazione dovrebbe valutarsi come carenza di un elemento costitutivo essenziale della fattispecie, ritenendosi pertanto che la delibera generale non possa essere considerata espressione della volontà sociale.

Tale ricostruzione, tuttavia, non pare in grado di descrivere compiutamente la particolare fattispecie sottoposta ad analisi. Il collegamento procedimentale introdotto, previa modifica statutaria ai sensi dell'articolo 2346, co. 6, del codice civile, tra la decisione assunta dall'assemblea generale e il voto del creditore titolare di strumenti finanziari partecipativi si caratterizza per i limiti di sistema previsti dal medesimo articolo i quali, come noto, non consentono l'attribuzione del voto a tali soggetti nell'assemblea generale degli azionisti. Ne consegue che, mentre all'assemblea generale non sono posti limiti all'iniziativa, ai creditori potrà essere riconosciuto solo un potere di approvazione o meno di una decisione assunta in altra sede. Non è pertanto possibile riconoscere a questi ultimi alcun potere di intervento modificativo o integrativo della proposta essendo loro assegnato il solo diritto di evitare che la decisione assunta, già perfezionata nei suoi elementi costitutivi secondo le regole proprie stabilite dall'ordinamento societario per l'assemblea generale, possa avere effetti nell'ordinamento.

Ciò porta a concludere che, nel caso di specie, la qualificazione o meno di "delibera negativa" dell'*iter* decisionale sfociato nel voto negativo del creditore risulti superfluo ai fini dell'individuazione degli effetti conseguenti al riconoscimento di un illegittimo esercizio da parte di tale creditore delle proprie facoltà. Nella fattispecie in esame, infatti, ci si troverebbe in presenza di una delibera assunta regolarmente dall'organo preposto ad assumere tale decisione (*i.e.* l'assemblea dei soci) sottoposta, per espressa previsione statutaria, ad una condizione di efficacia rappresentata dal voto del creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi, la cui legittimità dovrà essere valutata secondo gli schemi interpretativi proposti nelle precedenti pagine.

Pare pertanto legittimo ritenere che l'esito negativo della decisione del creditore rispetto alla proposta sottoposta alla sua attenzione, in quanto mero rigetto rispetto ad una decisione integralmente perfezionata nel suo *iter* procedimentale, debba essere sottoposta ad una ordinaria azione di accertamento dei suoi eventuali vizi da parte di chiunque abbia un interesse ad agire, concreto ed attuale, in tal senso <sup>(187)</sup>.

Quanto sopra porta all'ultimo dei problemi derivanti dall'accertamento dell'illegittimità nella manifestazione del voto del portatore degli strumenti finanziari partecipativi, rappresentato dalle conseguenze che comporta il giudicato rispetto al venire meno della condizione ostativa di efficacia della delibera assembleare <sup>(188)</sup>. Ripercorrendo anche in questo caso gli orientamenti interpretativi emersi dall'analisi della fattispecie nello specifico ambito della disciplina societaria, ad una prima corrente critica nel riconoscere la possibilità che la delibera depurata dai voti invalidi a seguito della decisione dell'autorità giudiziale (o arbitrale) possa avere qualche effetto <sup>(189)</sup>, si contrappone un diverso orientamento per cui tale circostanza può invece verificarsi <sup>(190)</sup>.

---

<sup>(187)</sup> Cfr. VILLATA, *Impugnazioni di delibere assembleari e cosa giudicata*, Milano, 2006, 410 ss..

<sup>(188)</sup> Cfr. GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto*, in *op. cit.*, 384, il quale afferma come "nel caso in cui invece manchi la deliberazione assembleare in quanto la decisione proposta dalla minoranza sia stata respinta dalla maggioranza in conflitto di interessi, non essendovi l'oggetto di domanda di annullamento e non essendovi direttamente applicabile il rimedio risarcitorio, disposto dall'art. 2377 in presenza di deliberazione assembleare invalida, si pone il problema se la proposta di deliberazione della minoranza assembleare respinta dalla maggioranza in conflitto di interessi possa formare oggetto di accertamento sia al fine del risarcimento del danno diretto che possa derivare al socio di minoranza dalla mancata deliberazione, sia anche dichiarandosi con sentenza una deliberazione conforme alla proposta della minoranza".

<sup>(189)</sup> Cfr. CIAN, *La deliberazione negativa*, in *op. cit.*, 160; DE PRA, *Deliberazione negativa*, in *op. cit.*, 941; PORTALE, «Minoranze di blocco» e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al *gouvernement des juges?*, in *Europa e dir. priv.*, 1999, 175. In giurisprudenza Corte di Cassazione, 26 agosto 2004, n. 16999, in *Vita not.*, 2004, 1623, che si esprime affermando che "in caso di delibera negativa, vale a dire di mancata approvazione della proposta avanzata in assemblea, l'annullamento dei voti contrari all'adozione della proposta se implica il riconoscimento dell'illegittimità del rifiuto, non potrebbe mai portare a ritenere che la proposta respinta deve intendersi approvata".

<sup>(190)</sup> Cfr. SACCHI, *Gli effetti della sentenza*, in *op. cit.*, 155; CENTONZE, *Qualificazione e disciplina*, in *op. cit.*, 463; PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 115, secondo cui "sembra infatti assolutamente condivisibile la diffusa opinione che ritiene la proclamazione dell'esito della votazione da parte del presidente dell'assemblea o di qualsiasi altro sog-

A tale riguardo, prescindendo dalle problematiche connesse all'affidabilità e ai costi delle valutazioni discrezionali dell'autorità giudiziaria in un ambito nel quale vige un principio costituzionale di tutela dell'autonomia privata dei soci e di libertà di impresa <sup>(191)</sup>, è utile ricordare, in un'ottica sistematica, i principali argomenti critici sulla possibilità di riconoscere efficacia alla delibera negativa.

In primo luogo, si è sostenuto come l'abbassamento della tutela reale risponderebbe alla filosofia di fondo della riforma delle società di capitali, in secondo luogo, riconoscere gli effetti di una delibera negativa determinerebbe una eccessiva ingerenza nell'autonomia privata dei soci e, infine, emergerebbero in tale fattispecie elementi ostativi derivanti dal fatto che la pronuncia giudiziale dovrebbe essere di natura costitutiva e come tale preclusa, nel caso di specie, in mancanza di esplicita previsione in forza del principio della tipicità delle sentenze di questo genere ai sensi dell'articolo 2908 del codice civile.

A tale riguardo, ripercorrendo la dottrina che si è posta in posizione critica rispetto a tali argomentazioni <sup>(192)</sup>, tutti gli argomenti elencati non sembrano risultare ostativi al riconoscimento dell'efficacia di una deliberazione negativa depurata dai voti invalidi. In particolare, sulla scorta di una corretta interpretazione del ruolo assunto, a seguito della riforma della disciplina societaria, da parte del presidente dell'assemblea <sup>(193)</sup> che lo vede coinvolto anche nella legittima determinazione del voto espresso dai partecipanti all'assemblea, il giudice

---

*getto, un atto meramente certificativo o interpretativo, non un elemento costitutivo della fattispecie, deliberazione".* In giurisprudenza, Corte di Cassazione, 7 agosto 1959, n. 2489, in *Giust. Civ.*, 1959, I, 2129, Tribunale di Catania, 10 agosto 2007, in *Giur. Comm.*, 2009, II, 197 ss.; Lodo Arbitrale 2 luglio 2009 (Consolo, Presidente, Rescigno e Sacchi, Arbitri), in *Giur. Comm.*, 2010, II, 911 ss..

<sup>(191)</sup> Problematica evidenziata da PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, in *op. cit.*, 93, secondo cui "coerentemente con la considerazione che l'autorità giudiziaria non è normalmente più competente dei contraenti nel valutare se un atto sia idoneo a realizzare il contemperamento di interessi richiesto dai principi in questione, l'esame giudiziario del merito dell'atto è ammesso, da dottrina e giurisprudenza, solo in presenza di indici oggettivi che consentano di sospettare la loro violazione".

<sup>(192)</sup> Cfr. SACCHI, *Gli effetti della sentenza*, in *op. cit.*, 158-164.

<sup>(193)</sup> Cfr. CENTONZE, *Qualificazione e disciplina*, in *op. cit.*, 463; SACCHI, *Gli effetti della sentenza*, in *op. cit.*, 161.

(o l'arbitro), mediante il proprio accertamento successivo, si vedrebbe investito dei medesimi poteri conferiti al presidente dell'assemblea, per mezzo dei quali dovrà scomputare dal calcolo dei voti quelli illegittimamente manifestati dichiarando l'approvazione di una delibera già completamente perfezionata nel suo *iter* organizzativo <sup>(194)</sup>.

Se ciò si ritiene applicabile nei casi in cui l'accertamento ha ad oggetto la legittimità del voto espresso nell'assemblea generale, alla luce della ricostruzione del collegamento che sussiste tra tale delibera e il voto espresso dal creditore portatore di strumenti finanziari partecipativi descritta nelle pagine precedenti, si può concludere affermando che il giudizio di accertamento del giudice (o dell'arbitro) avrà l'effetto – riconoscendo l'illegittimità di una condizione apposta ad una delibera che, in base alle proprie regole organizzative, in se stessa presa, deve ritenersi a tutti gli effetti completa – di eliminare l'ostacolo giuridico che si frappone all'efficacia giuridica della decisione assembleare.

Per tale via, pertanto, non occorre ricostruire alcuna volontà implicita dell'organo assembleare ma soltanto accertare, da chiunque vi abbia interesse, che l'ostacolo giuridico che impediva la piena efficacia del risultato della votazione in assemblea generale è venuto meno.

---

<sup>(194)</sup> Contrario a tale ricostruzione DE PRA, *Deliberazione negativa*, in *op. cit.*, 948, secondo cui l'accertamento da parte dell'autorità giudiziaria dell'illegittimità del voto espresso impone, *in primis*, agli amministratori il dovere di “porre in essere ogni attività volta a fare in modo che i soggetti destinatari della regola iuris possano rispettarla”. In senso critico a tale ricostruzione ancora SACCHI, *Gli effetti della sentenza*, in *op. cit.*, 158 nonché il Tribunale di Milano, con ordinanza del 28 novembre 2014, n. 9846, in *op. cit.*, 689, secondo cui “l'accertamento giudiziale in caso d'impugnazione di delibera negativa si pone naturalmente (secondo lo svolgersi del giudizio imposto dall'impugnazione delle delibere assembleari), in momento anteriore alla fase di proclamazione del risultato della votazione – proclamazione di competenza del presidente dell'assemblea – e, accertata l'illegittimità del voto e del suo conteggio, il Giudice accerta altresì l'illegittimità della proclamazione del risultato, conseguentemente dichiarando il risultato che, in termini di volontà effettivamente e legalmente espressa dall'assemblea, immediatamente emerge”.

### 3. IL DOVERE DI OSSERVANZA DEI PRINCIPI DI CORRETTA GESTIONE SOCIETARIA E IMPRENDITORIALE DA PARTE DEL CREDITORE PORTATORE DI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI NELL'AMBITO DELLE SOLUZIONI STRAGIUDIZIALI DELLA CRISI DI IMPRESA

#### 3.1 Strumenti di risoluzione stragiudiziale della crisi di impresa e responsabilità ex articolo 2497

Il variegato quadro delle responsabilità che discendono dal coinvolgimento dei creditori istituzionali nelle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa e, in particolare, dal loro intervento nelle attività destinate a dare piena esecuzione al piano economico-finanziario posto alla base della ristrutturazione aziendale, si compone di un elemento che trova fonte nel collegamento negoziale che si instaura tra banca e società in crisi in occasione dell'implementazione degli accordi contrattuali con cui vengono usualmente rinegoziate le reciproche posizioni creditorie e debitorie e che strutturalmente accompagnano la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi.

In tale ambito, infatti, si vengono a creare condizioni idonee a qualificare il rapporto tra creditore e debitore in termini di attività di direzione e coordinamento con conseguente potenziale applicazione del rimedio risarcitorio previsto, a seguito della riforma del diritto societario del 2003, dagli articoli 2497 e ss. del codice civile <sup>(195)</sup>.

---

<sup>(195)</sup> La rilevanza giuridica dell'appartenenza di una società ad un gruppo è un elemento sul quale, già prima della riforma del 2003, sia erano espresse la giurisprudenza e la dottrina. In particolare, i primi approfondimenti hanno avuto ad oggetto, da un lato, la verifica della compatibilità all'oggetto sociale della *holding* alla prestazione di garanzie a favore di società del gruppo (cfr., Corte di Cassazione, 14 settembre 1976, n. 3150, in *Riv. dir. comm.*, 1978, II, 220; Corte di Cassazione, 5 dicembre 1998, n. 12325, in *Giur. it.*, 1999, 2317, con nota di MONTALENTI, *Operazioni infragruppo e vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, 2318 ss., e in *Foro it.*, 2000, I, 2936, con nota di LA ROCCA, *L'interesse di gruppo nella recente giurisprudenza: «cause suffissante» e «cause raisonnée» dei rapporti intragruppo*, 2939 ss.), dall'altro lato, la legittimità della rinuncia da parte della *holding* a crediti nei confronti di società controllate (cfr., Corte di Cassazione, 11 marzo 1996, n. 2001, in *Foro it.*, 1996, I, 1222). Tali approfondimenti sono poi sfociati nel *leading case* "Caltagirone" nel quale la Suprema Corte (cfr. Corte di Cassazione, 26 febbraio 1990, 1439, in *Giur. it.*, 1990, I, 713, con nota di WEIGMANN; in *Giust. Civ.*, 1990, I, 622, con note di SANTARSIERE, *Verso un assetto giuridico della holding*, in *Giust. Civ.*, 2395 ss., e di FARINA, *Società holding, holding personale ed attività di impresa*, in *Giust. Civ.*, 2911 ss.) configura, nei suoi termini essenziali, la nozione di gruppo quale "aggrega-

Come delineato nelle precedenti pagine, ogni processo di *turnaround*, indipendentemente dallo strumento giuridico scelto dal debitore per comporre la propria situazione di difficoltà (*i.e.* piano di risanamento *ex* articolo 67, co. 3, lett. d), L.F. o accordo di ristrutturazione *ex* articolo 182-*bis* L.F.), richiede per la sua realizzazione un ampio coinvolgimento dei creditori istituzionali <sup>(196)</sup> che si concretizza attivando tutti gli strumenti ritenuti opportuni per raggiungere gli obiettivi di risanamento (quali, ad esempio, l'erogazione di nuova finanza, la sospensione temporanea del rimborso dei debiti e/o la rinegoziazione dei relativi termini di pagamento) nel contesto di uno o più accordi finalizzati a regolare in via contrattuale tali attività <sup>(197)</sup>.

In questo ambito, l'oggettivo incremento del rischio incorporato in un'operazione che coinvolge un debitore in acclamato stato di crisi, se da un lato pone il creditore istituzionale in una posizione di supremazia negoziale nei confronti della società, posto che la sua volontà sarà determinante per il successo dell'operazione di ristrutturazione, dall'altro lato, richiede l'adozione di strumenti maggiormente pervasivi per garantire il corretto adempimento delle obbligazioni di risultato assunte dal debitore nel contesto del piano eco-

---

*zione di unità produttive giuridicamente autonome, ma collegate sul piano organizzativo al fine di una migliore attuazione degli obiettivi perseguiti dal complesso*", riconoscendo, conseguentemente, la legittimità di operazioni che perseguono interessi di gruppo, purché, però, tali operazioni non siano in contrasto con gli interessi della singola società che li compie sino al punto di subirne un pregiudizio e sempre che *"le relazioni privilegiate non si traducano in scelte che non trovano altra giustificazione che quella di favorire la capogruppo a danno della società controllata"* (sul punto anche GALGANO, *L'oggetto della holding è, dunque, l'esercizio mediato e indiretto dell'impresa di gruppo*, in *Contr. imp.*, 1990, 401 ss.; SPADA, *Della permeabilità differenziata della personalità giuridica nell'ultima giurisprudenza commerciale*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 429 ss.).

<sup>(196)</sup> Per una panoramica dei ruoli svolti dai diversi protagonisti coinvolti nei processi di *turnaround*, cfr. UBERTAZZI, *Accordi di risanamento*, in *op. cit.*, 233 ss..

<sup>(197)</sup> Una analisi sistematica dei contratti che danno esecuzione al processo di ristrutturazione della società in crisi è stata compiuta, nell'ambito della dottrina civilistica, da ROPPO, *Profili strutturali e funzionali*, in *op. cit.*, 364 ss., secondo il quale tali accordi servono a dare esecuzione al piano di risanamento che *"di per sé non è un negozio [in quanto] la legge non lo assume come fonte di impegni suscettibili di incidere sulle posizioni soggettive del debitore, né di altri soggetti: bensì lo assume come presupposto empirico per la produzione di effetti giuridici (non negoziali: l'esonero di certe operazioni dall'assoggettabilità a revocatoria); dunque come fattispecie identificabile in un mero fatto"*.

nomico-finanziario <sup>(198)</sup>; strumenti che, vista la difficoltà materiale e giuridica <sup>(199)</sup> nell'acquisire garanzie reali e personali nel contesto di una situazione di crisi, unitamente all'inidoneità di tali garanzie ad assicurare un costante monitoraggio dell'adempimento del debitore, dovranno esplicitare la loro efficacia su un piano prettamente contrattuale.

Tale obiettivo viene raggiunto mediante l'introduzione, negli accordi volti a regolamentare la complessiva ristrutturazione del debito della società in crisi e nel cui ambito è prevista l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, di un particolare dispositivo nato nel contesto dell'ordinamento giuridico americano, comunemente definito come "garanzia negativa" o "covenant" <sup>(200)</sup>.

Questo strumento rappresenta una clausola accessoria <sup>(201)</sup> inserita nei contratti che disciplinano i rapporti di finanziamento il cui principale scopo è co-

---

<sup>(198)</sup> Sul punto cfr. MOZZARELLI, *Business covenants*, in *op. cit.*, 47, il quale valuta positivamente l'adozione di strumenti finalizzati al costante monitoraggio del debitore anche al fine di assecondare un'efficiente allocazione delle risorse della banca in ottemperanza alle direttive impartite dai propri organismi di vigilanza e dai c.d. "accordi di Basilea".

<sup>(199)</sup> Sulle possibili conseguenze di natura penale nei processi di ristrutturazione dell'impresa in crisi, cfr. MUCCIARELLI, *Stato di crisi, piano attestato, accordi di ristrutturazione, concordato preventivo e fattispecie penali*, *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2009, 825 ss..

<sup>(200)</sup> Il tema, ampiamente affrontato nella dottrina inglese e americana (*ex multis*, KAHAN – TUCKMAN, *Anti-Takeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Entrenchment*, 40 *UCLA Law Review*, 1993, 931 ss.; GILSON – WARNER, *Private Versus Public Debt: Evidence From Firms That Replace Bank Loans With Junk Bonds*, 1998, reperibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=140093](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=140093)), ha avuto un recente sviluppo anche nel panorama italiano. Per un quadro d'insieme della fattispecie, cfr. MOZZARELLI, *Business covenants*, in *op. cit.*; PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009, 601 ss.; PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009, 627 ss.; SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009, 639 ss.; BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2010, 414 ss.; BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2011, 494 ss.; GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009, 3, 609 ss.; PIEPOLI, *Le "garanzie negative"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, 405 ss.; PIEPOLI, *Profili civili dei covenants*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 498 ss.; SCANO, *Debt Covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, reperibile su <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/10676/scano1.pdf>, 1 ss..

<sup>(201)</sup> Cfr. PIEPOLI, *Le "garanzie negative"*, in *op. cit.*, 409, per il quale "la loro realizzazione è strettamente contestuale all'esecuzione dell'obbligazione principale da esse garantita. Esse, per così dire, accompagnano e supportano l'esecuzione complessiva del contratto cui ineriscono ed al quale – in quanto garanzie – sono legate da un vincolo di necessaria accessorialità. Infatti dalle

stituito dall'assunzione da parte del debitore (e spesso, nel caso oggetto di analisi, anche da parte dei relativi soci) di una serie di obblighi di *facere* o *non facere* da adempiere nel periodo di tempo che intercorre tra la messa a disposizione (o mantenimento) della provvista finanziaria ed il suo completo rimborso <sup>(202)</sup>.

Visto sotto la lente dell'analisi economica del diritto, l'istituto mira a comporre lo strutturale conflitto di interessi che sussiste tra chi eroga il credito e chi (soci e società) ha la disponibilità materiale delle somme che vengono concesse dal creditore <sup>(203)</sup>. In tale quadro, infatti, la relazione tra quest'ultimo soggetto e il relativo debitore si configura come un rapporto tra *principal* (creditore) e *agent* (debitore), nel quale la soddisfazione dell'interesse del primo (*i.e.* la soddisfazione del proprio credito) dipende interamente dalla condotta del secondo. Tale rapporto, tuttavia, porta con sé un'intrinseca conflittualità generatrice di esternalità negative (*c.d. agency costs*) <sup>(204)</sup> determinata dal fatto che, mentre il *principal* auspica una gestione conservativa dell'impresa che non comprometta le probabilità di soddisfazione del proprio credito (esigenza che trova fondamento nel fatto che per quest'ultimo risulta del tutto indifferente la *performance* dell'impresa essendo la propria remunerazione, oltre che racchiu-

---

*“clausole negative” scaturisce un rapporto di durata i cui effetti giuridici si proiettano nel tempo: si tratta di obbligazioni negative ad esecuzione continuata, destinate cioè ad operare pienamente durante tutta la vicenda esecutiva dell’obbligazione principale”.*

<sup>(202)</sup> La dottrina che si è occupata del tema ha cercato di fornire una classificazione delle principali clausole che vanno a comporre il variegato insieme dei *c.d. covenants* che possono riassumersi in quattro macro-categorie: 1) *covenants* che impongono all'impresa comportamenti efficienti ai fini della conservazione del proprio patrimonio (distinguendosi, a loro volta, in *c.d. affirmative covenants*, qualora l'impegno abbia ad oggetto attività che il debitore deve eseguire o *c.d. negative covenants*, qualora l'impegno abbia ad oggetto attività che il debitore non deve eseguire); 2) *covenants* di bilancio; 3) *covenants* che pongono a condizione della risoluzione del contratto il comportamento di terzi; e 4) *covenants* informativi (rientranti anch'essi, *lato sensu*, nei *c.d. affirmative covenants*) (cfr. PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca Impresa e Società*, 2006, 257, e MOZZARELLI, *Business covenants*, in *op. cit.*, 23-32).

<sup>(203)</sup> Cfr. JENSEN – MECKLING, *Theory of the Firm*, in *op. cit.*, 305-360.

<sup>(204)</sup> Cfr. EASTERBROOK – FISHER, *Contract and fiduciary duty*, in *J. Law. Econ.*, 1993, 425 ss.; SITKOFF, *An economic theory of fiduciary law*, 2014, reperibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2367006](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2367006); COOTER – FREEDMAN, *The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences*, 1991, reperibile su <http://news.lib.uchicago.edu/wp-content/uploads/2011/04/66NYULRev.pdf>.

sa *a priori* in un determinato arco temporale, svincolata dall'incremento o dalla diminuzione del rendimento delle relative partecipazioni <sup>(205)</sup>), l'*agent*, sulla base del presupposto che la remunerazione del capitale di rischio non è determinabile *ex ante* ma dipende integralmente dal successo dell'attività di impresa <sup>(206)</sup> (peraltro potenzialmente non determinata in un arco temporale prestabilito) è spinto a ricercare la massima profittabilità dell'investimento, con l'inevitabile aumento del rischio di insolvenza <sup>(207)</sup>.

Dati tali presupposti, la dottrina economico-giuridica si è posta l'interrogativo circa l'opportunità, in termini di efficienza contrattuale, che al creditore possano essere conferiti, mediante l'introduzione dei citati *covenants*, più o meno marcati poteri di intervento nella *governance* del debitore. Il tema coinvolge, in particolar modo, l'approfondimento delle modalità con le quali allocare tra i

---

<sup>(205)</sup> Cfr. EASTERBROOK – FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1996, 83, secondo i quali i creditori devono qualificarsi quali *fixed claimants* poiché la loro pretesa è prestabilita e pertanto chi vanta diritti prestabiliti sul flusso di cassa può ricevere solo un beneficio impercettibile (nel senso di una garanzia maggiore) dallo sviluppo di un nuovo progetto.

<sup>(206)</sup> Sul punto ancora EASTERBROOK – FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, in *op. cit.*, 83, per i quali i soci, nella veste di fornitori di capitale di rischio, sono *residual claimants* in quanto essi ricevono la massima parte dei guadagni marginali e sopportano la massima parte dei costi marginali.

<sup>(207)</sup> Cfr. ENRIQUES – MACEY, *Raccolta di capitale*, in *op. cit.*, 81, per i quali “*gli azionisti delle società di capitali che ricorrono al credito hanno forti incentivi ad agire opportunisticamente, in vari modi, a danno dei creditori. Anzitutto, gli azionisti possono (ri)appropriarsi di attività della società: possono deliberare distribuzioni a se stessi nella forma di pagamenti di dividendi, acquisti di azioni proprie e compensi o stipendi eccessivi per l'attività di amministratore o di dipendente della società. Queste distribuzioni riducono il cuscinetto di fondi propri su cui i creditori fanno affidamento quando decidono di finanziare una società. In secondo luogo, gli azionisti possono diluire le pretese dei creditori, indebitandosi ulteriormente, così da far concorrere con i nuovi creditori quelli preesistenti in caso di insolvenza della società. Una più elevata leva del debito può infatti accrescere il valore delle azioni. Ancora, gli azionisti possono avvantaggiarsi a danno dei creditori abbandonando progetti d'investimento aventi valore attuale netto positivo, ove gli utili derivanti da questi progetti dovessero essere usati internamente per pagare i creditori sociali. Da ultimo, ma non certo per ordine d'importanza, gli azionisti possono trasferire ricchezza dai creditori a se stessi attuando progetti di investimento più rischiosi di quanto si aspettassero i creditori nel decidere se diventare tali*”. Sul punto anche MUSSO, *Licenze di proprietà industriale e clausole di dominazione: alcuni recenti sviluppi sul controllo “contrattuale”*, in *Contr. Imp.*, 1999, 358, secondo cui “*in effetti, può convenirsi sulla circostanza che un unico creditore “forte”, a fronte di uno stato di crisi della controparte ed eventualmente pur in presenza di clausole particolarmente intense su alcuni aspetti della gestione di quest'ultima, possa manifestare un oggettivo interesse alla soddisfazione del proprio credito piuttosto che alla globale attività della pretesa controllata verso l'esterno*”.

diversi soggetti coinvolti nell'impresa i c.d. *decision rights* <sup>(208)</sup>; scelta a sua volta direttamente influenzata dalla individuazione della corretta qualificazione del fenomeno societario.

Per coloro che ritengono che la struttura dell'impresa sia articolata in una rete di contratti (c.d. *nexus of contracts theory*) <sup>(209)</sup> che, tuttavia, lascia all'ente una discrezionalità di indirizzo che avrà il diritto di esercitare colui che detiene la proprietà dell'impresa stessa, l'attribuzione di un *decision right* al creditore dovrebbe essere esclusa *a priori*. Se, infatti, i diversi soggetti che compongono la società hanno interessi differenti che comportano l'impossibilità di portare a termine un processo decisionale efficiente, occorre individuare una categoria di individui portatori di interessi il più omogenei possibile così da essere in grado di governare correttamente, e in modo funzionale, l'impresa. Tale categoria viene identificata nei soci, nella loro veste di *residual claimants* <sup>(210)</sup>. Contrariamente a questi ultimi, i creditori, indifferenti alle *upside opportunities* derivanti dallo sviluppo di nuove attività e tutelati dalla struttura contrattuale fondativa del loro rapporto, sarebbero privi, secondo la teoria in esame, degli incentivi più opportuni per prendere le decisioni, in quanto, da un lato, maggiormente conservativi nelle scelte di investimento e, dall'altro lato, facili prede da parte di altri soggetti non necessariamente dotati degli incentivi migliori.

Le argomentazioni poste a sostegno della *nexus of contracts theory*, tuttavia, si sono scontrate con i dati empirici acquisiti nell'ambito delle analisi sugli effetti che i processi di violazione e rinegoziazione dei *covenants* comportano sul valore dell'impresa debitrice, dai quali è emerso come gli interventi del creditore

---

<sup>(208)</sup> Come indicato da MOZZARELLI, *Business covenants*, in *op. cit.*, 65, "l'attribuzione di un *decision right* consente a un attore economico (amministratori, soci, ecc.) di compiere delle scelte (strategiche) che influenzano l'impresa societaria: in questo senso i *decision right* rappresentano un preciso momento in cui si suddivide ed estrinseca la discrezionalità propria dell'amministrazione".

<sup>(209)</sup> Cfr. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, 2005, 29.

<sup>(210)</sup> Cfr. ARMOUR – HANSMANN – KRAAKMAN, *The Essential Elements of Corporate Law*, ECGI, *Law Working Paper N° 134/2009*, 36, reperibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1436551](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1436551).

successivi ad una violazione dei vincoli contrattuali sono associati ad un generale miglioramento del valore dell'impresa <sup>(211)</sup>. Tali conclusioni, che portano a considerare come in ambito societario risulta errato affermare che esista un unico *residual claimant*, hanno spinto ad un nuovo approccio della problematica che fosse in grado di superare l'incompletezza di quello proposto dalla *ne-xus of contracts theory*.

Le diverse critiche a tale impostazione teorica (raggruppate sotto l'etichetta di "*optimal financial contracting theory*") <sup>(212)</sup> muovono dalla constatazione che la relazione tra *principal* e *agent*, specialmente in ambito societario, rappresenta un rapporto dinamico in cui il fattore temporale svolge un ruolo determinante. Tale componente, che sfugge a qualsiasi controllo, comporta l'intrinseca incompletezza del contratto costitutivo del rapporto debito/credito poiché, per quanto le parti possano entrare nel dettaglio dei loro rapporti, non potranno mai prevedere tutte le possibilità future che possono presentarsi nel periodo di efficacia dello stesso. In tale quadro, ciò che *principal* e *agent* potranno fare è individuare il processo attraverso il quale le future decisioni verranno prese e, conseguentemente, stabilire come allocare i *decision rights* <sup>(213)</sup>.

---

<sup>(211)</sup> Cfr. NINI – SMITH – SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, 2012, reperibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1344302](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1344302); CUOMO, *Controllo societario da credito e diritto della crisi. Il problema della Sanierungsprivileg*, in *Dir. ban. mer. fin.*, 2014, 430.

<sup>(212)</sup> Cfr. GROSSMAN – HART, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, 1986, reperibile su <http://dash.harvard.edu/handle/1/3450060>.

<sup>(213)</sup> Il quadro è stato rappresentato in termini economici da AGHION – BOLTON, *An incomplete contracts approach to financial contracting*, 1992, reperibile su <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/Aghion%20and%20Bolton%201992.pdf>, per i quali, assumendo che un determinato progetto imprenditoriale produca un certo flusso di cassa (V) e benefici privati derivanti dalla gestione (B), in presenza di due soggetti, un'*agent*, cui spetta in via residuale la gestione, e l'altro *principal*, si verificherà la situazione che, mentre il secondo è interessato unicamente al flusso di cassa V, il primo si rivolgerà tanto al flusso di cassa V, quanto ai benefici privati B che può ottenere dalla gestione. Se in tale situazione si prende in considerazione la prospettiva di un determinato ritorno economico minimo (C) che consente al *principal* di procedere fruttuosamente all'investimento, l'introduzione nel meccanismo dell'incertezza temporale determina la conseguente incompletezza dei contratti che disciplinano il rapporto e, per l'effetto, che il *principal* non potrà essere indifferente alle scelte compiute in relazione alla gestione del progetto da parte dell'*agent*. Tale conflitto viene dimostrato economicamente presupponendo che del flusso di cassa pari a V una parte (Z) è destinata all'*agent* mentre il *principal* riceve il residuo (1-Z). Ipotizzando che il

La conclusione raggiunta dalla *optimal financial contracting theory* mina alle basi uno dei principali assunti della *nexus of contracts theory*: se, infatti, per quest'ultima la giustificazione della non attribuzione al creditore (in quanto *fixed claimant*) di qualsiasi *decision right* deriva dalla constatazione che tali diritti risulterebbero tutelati dalla completezza dei contratti che disciplinano i loro rapporti con il debitore, affermare il contrario porta alla conclusione che tali accordi non siano in grado di regolare ogni possibile evento e, dunque, non possano incorporare tutti i rischi futuri del creditore, con la conseguenza che quest'ultimo, non potendo essere protetto esclusivamente dal contratto, dovrà essere beneficiario anche di *decision rights*.

Ne consegue che la possibilità di attribuire dei *decision rights* a differenti categorie di soggetti con pretese diverse è anzi funzionale ad una corretta disciplina dell'azione degli amministratori <sup>(214)</sup> poiché il costo derivante dall'aggiunta di diversi interlocutori al processo gestionale verrebbe comunque compensato dall'effetto correttivo che viene a determinarsi sulla discrezionalità di tali soggetti <sup>(215)</sup>.

---

progetto sia iniziato a una data (o), mentre in una data successiva  $t_1$  può essere esercitato un *decision right* relativo alla possibilità di interruzione anticipata dell'attività, si potrà verificare la situazione in cui il *principal* punterà sulla massimizzazione del valore del flusso di cassa (V) mentre l'*agent* avrà interesse alla massimizzazione della somma algebrica dei benefici privati e della sua quota di V ( $B+ZV$ ). Ne consegue che qualora entrambi gli attori possano essere dotati di un *decision right* relativo alla possibilità di interrompere anticipatamente l'attività, costoro potranno essere spinti a compiere scelte diverse. Ad esempio, nel caso in cui alla data  $t_1$  il progetto prospetti, una volta concluso, un valore B positivo e un valore V negativo; per quanto sopra detto, in tal caso, l'*agent* vorrà continuare mentre il *principal* vorrà interrompere il rapporto.

<sup>(214)</sup> Cfr. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, 2006, 406; MOZZARELLI, *Business covenants*, in *op. cit.*, 84, secondo cui "i creditori non si interessano della profittabilità futura dell'impresa, dato che i beneficiari di tale profittabilità futura sono i soci, più che i creditori medesimi. In conclusione, la distinzione tra residual e fixed claimants assume per l'*optimal financial contracting theory* un ben preciso significato: i soci sono soft investors perché vantano una pretesa residuale, mentre i creditori sono tough investors perché sono fixed claimant. Da questo discende poi che il creditore è più pronto ad intervenire (normalmente in senso conservativo) e dunque più pronto a sottrarre l'iniziativa agli amministratori di quanto non lo sia il socio".

<sup>(215)</sup> Cfr. MOZZARELLI, *Business covenants*, in *op. cit.*, 82, per il quale "è fonte di giusti incentivi agli amministratori un'allocatione dei decision rights ai soci, investitori soft per eccellenza, quando l'operato degli amministratori è coronato da risultati positivi e invece, in caso di risultati negativi, al senior lender, la cui divergenza di interessi con gli amministratori è temuta da questi ultimi".

Se l'introduzione dei *covenants* nella disciplina dei rapporti tra creditore e debitore trova giustificazione, sotto il profilo dell'analisi economica del diritto, alla luce delle esternalità positive che emergono sul piano empirico dall'influenza nella gestione che offrono questi dispositivi contrattuali <sup>(216)</sup>, l'ingerenza di tali strumenti sull'indirizzo dell'impresa <sup>(217)</sup> pone in luce, specialmente nel contesto degli accordi che sono volti a disciplinare la fase esecutiva di una ristrutturazione aziendale <sup>(218)</sup>, la problematica circa la loro idoneità a costituire elemento qualificante una forma di attività di direzione e coor-

---

<sup>(216)</sup> Cfr. PIEPOLI, *Le "garanzie negative"*, in *op. cit.*, 408, che riconosce come "con le "garanzie negative" prende dunque corpo la nozione di "garanzia contro l'insolvenza". Infatti attraverso tali clausole contrattuali le parti mirano espressamente a creare le condizioni per cui il debitore disponga dei mezzi sufficienti ad onorare le sue obbligazioni: si delinea pertanto l'idea di prevenire l'insolvenza, in alternativa alla tradizionale nozione delle garanzie di pagamento".

<sup>(217)</sup> In merito alle potenziali responsabilità che derivano dalla pervasività di tali strumenti, vi è chi solleva il dubbio che attraverso di essi possa addirittura "configurarsi, in dipendenza delle situazioni di influenza gestoria riconducibili al «controllo societario da credito», un dovere della banca di sostenere l'impresa in difficoltà favorendo il superamento della crisi, sulla base di un piano di risanamento la cui ragionevolezza essa abbia diligentemente valutato: dunque, la possibilità di tenere conto della condotta della banca, ovvero di altro finanziatore professionale che, in presenza di tali circostanze, rifiuti o comunque ritardi o comprometta in vario modo l'obiettivo di ottenere tale finanziamento per le esigenze connesse al piano di risanamento predisposto" (cfr. MIOLA, *Profili del finanziamento*, in *op. cit.*, 1110). Tale considerazione deriva dalla constatazione dell'assenza "nella scelta delle modalità di finanziamento, della fissazione da parte delle stesse scienze aziendalistiche di criteri precisi atti a definire il corretto rapporto tra capitale di rischio e capitale di credito, comporta che la capacità dell'impresa di indebitarsi e l'idoneità della liquidità generata dal finanziamento a fronteggiare gli oneri ad esso connessi, e quindi la configurazione in concreto della struttura finanziaria, siano fatte dipendere prevalentemente dagli indici di redditività aziendale. Ne discende la centralità del corretto e non squilibrato utilizzo della leva finanziaria, oltre che dei correttivi ipotizzabili a tutela dei creditori, tra i quali l'ammontare del tasso di interessi, quest'ultimo destinato a crescere in caso di eccessivo sbilanciamento della struttura finanziaria verso l'indebitamento, così come delle forme di protezione di fonte contrattuale realizzabili tramite ricorso a *covenants*, che possono giungere sino a modalità più o meno estese di controllo e di ingerenza sulla gestione dell'impresa. Queste ultime a loro volta contribuiscono a rendere più intrecciata, sul piano delle condotte e delle responsabilità, la posizione dei finanziatori in raffronto a quella degli organi gestori, in considerazione dei margini di influenza che l'eterodirezione esercitata dai primi può rivestire sulle decisioni dei secondi in tema di assunzione di finanziamenti" (cfr. MIOLA, *Profili del finanziamento*, in *op. cit.*, 1082).

<sup>(218)</sup> Sul punto GIANNELLI, *Covenants finanziari*, in *op. cit.*, 611, per cui "i *covenants* finiscono per costituire, oltre che una forma di disciplina convenzionale dell'erogazione del credito, anche una forma di disciplina convenzionale dell'attività di impresa, sia o meno un'impresa di gruppo, perché l'impresa che stipula i *covenants* si obbliga ad esercitare l'attività secondo determinati parametri convenzionalmente determinati".

dinamento da parte del relativo creditore istituzione ai sensi di quanto previsto dagli articoli 2497 c.c. e ss. <sup>(219)</sup>.

Questo dubbio nasce dalla considerazione che attraverso questa fitta rete di obblighi contrattuali, i quali accompagnano, integrando la funzione di monitoraggio del credito, gli strumenti finanziari partecipativi, venga a prodursi, seppur in via indiretta, un'influenza dominante sulla politica gestionale della società <sup>(220)</sup> tale da vincolare in via di fatto le scelte di investimento e allocazione delle risorse aziendali <sup>(221)</sup>.

In tale quadro, la possibile applicazione dalla normativa in esame troverebbe la sua fonte nell'articolo 2497-sexies c.c. ai sensi del quale sussiste una presunzione di esercizio di detta attività da parte di colui che, ai sensi dell'articolo

---

<sup>(219)</sup> Cfr. PENNISI, *La responsabilità della banca*, in *op. cit.*, 634, secondo cui nel "finanziamento ad una attività, l'interesse comune è quello a che l'attività abbia successo almeno fino al punto di assicurare il rimborso del finanziamento. Ma l'interesse della banca potrebbe essere invece (ed in ipotesi è, poiché parliamo di abuso) in contrasto con quello della società diretta o degli altri creditori; e su questi interessi venire maniera illecita fatto prevalere. 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 preclusa la configurabilità di una responsabilità ex art. 2497 c.c."

<sup>(220)</sup> Cfr. PENNISI, *La responsabilità della banca*, in *op. cit.*, 629; SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari*, in *op. cit.*, 642, secondo cui "quando i patti esterni guidano l'attività, imponendo coordinate vincolate alla direzione gestionale, può divenire – a maggior ragione quando il finanziamento assume carattere fondamentale se non vitale per la società – logicamente meno ampia la discrezionalità degli amministratori sia sui criteri gestionali sia nel compimento delle scelte medesime. I vincoli all'agire gestionale hanno riflessi sullo stesso interesse sociale, che assume in concreto diversa portata nella relazione e nella consistenza degli interessi che si esso sono componenti o con cui si rapporta. In concreto gli obiettivi che i gestori si pongono possono essere fissati in funzione dei limiti pattizi ed in questo senso, di volta in volta, si determinano i confini e la misura dell'interesse sociale". Sul punto anche PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *op. cit.*, 509, per il quale "tali clausole rappresentano nello stesso tempo per il debitore una rilevante gamma di limiti alla libertà di iniziativa imprenditoriale ed al suo potere di disposizione. Pertanto la loro validità è subordinata ad un giudizio positivo in ordine alla permanenza della autonomia imprenditoriale ed economia del debitore, tenuto altresì conto del meccanismo sanzionatorio particolarmente penetrante che la loro violazione legittima. Di qui l'esigenza di valutare la correttezza del bilanciamento che le clausole operano nel conflitto tra legittimo interesse del finanziatore alla garanzia ed al controllo del debitore, da un lato, e l'autonomia imprenditoriale di quest'ultimo, dall'altro".

<sup>(221)</sup> Cfr. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *op. cit.*, 501, secondo cui "anche se essi [i covenants] non attribuiscono una prelazione su specifici beni del patrimonio aziendale, tuttavia attraverso i diritti di controllo e di sorveglianza sulla gestione dell'impresa debitrice, attribuiti da essi al finanziatore, prende corpo un quadro preventivo di influenza sulle decisioni aziendali tale da allontanare la prospettiva dell'insolvenza del debitore".

2359 c.c., esercita una forma di controllo sulla società eterodiretta. Tale generico rimando non pone dubbi circa l'applicabilità di tale presunzione anche nel caso in cui il controllo venga esercitato, ai sensi dell'articolo 2359, co. 1, n. 3) c.c., in base ad una "influenza dominante [...] in virtù di particolari vincoli contrattuali" <sup>(222)</sup>, ipotesi che pare attagliarsi proprio alla fattispecie in esame.

Ciò posto in termini astratti, individuare le circostanze in cui tale influenza dominante possa realmente esplicarsi appare più complesso <sup>(223)</sup>. Dando infatti per presupposta, sotto il profilo giuridico, la legittimità dei *covenants* <sup>(224)</sup> (vista la loro meritevolezza ex articolo 1322 c.c. a svolgere, ai sensi degli articoli 1179, 1200 e 1208, co. 2, c.c., una funzione di garanzia per il creditore volta a rafforzare l'obbligazione di rimborso che il debitore ha assunto nei suoi confronti <sup>(225)</sup>) è necessario, in primo luogo, individuare i presupposti ontologici attraverso i quali viene a crearsi quel collegamento di subalternità idoneo a fondare, sul soggetto che svolge attività di direzione e coordinamento, l'obbligo di conformarsi ai canoni di corretta gestione societaria e imprenditoriale, in violazione dei quali è prevista in capo a quest'ultimo un'obbligazione risarcitoria

---

<sup>(222)</sup> Cfr. TOMBARI, *I gruppi di società*, in AA. VV. *Le nuove S.p.A.*, Bologna, 2010, 1795 ss.; TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, 2010, Milano, 179 ss..

<sup>(223)</sup> Sul punto MUSSO, *Licenze di proprietà industriale*, in *op. cit.*, 351 ss.; MUSSO, *Il controllo societario mediante "particolari vincoli contrattuali"*, in *Contr. Imp.*, 1995, 19 ss.; CARDARELLI, *Controllo contrattuale ed abuso della posizione dominante*, in *Le Società*, 2002, 319 ss.; SCHIANO DI PEPE, *Nota a Tribunale di Milano del 28 aprile 1994*, in *Le Società*, 1995, 74 ss.; LOFFARI, *Sul controllo esterno-contrattuale in materia societaria*, in *Giust. Civ.*, 2004, I, 2426 ss.; SBISÀ, in FRÉ – SBISÀ, *Società per azioni, Commentario Sub art. 2359*, 1997, 479 ss..

<sup>(224)</sup> Cfr. SCANO, *Debt Covenants*, in *op. cit.*, 10, secondo cui "gli amministratori hanno l'esclusiva competenza a gestire l'impresa sociale e detengono la rappresentanza generale della società: nell'ambito del reperimento di risorse finanziarie essi ben possono assumere obblighi di non fare in nome della stessa, anche relativamente a decisioni che – anteriormente al momento esecutivo, di loro competenza – richiedono la delibera dell'assemblea dei soci".

<sup>(225)</sup> Sul punto ancora PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *op. cit.*, 514, per il quale "su di essi [i covenants] si esercita lo specifico controllo dell'art. 1379 c.c., sia pur modellato sulla particolare funzione di garanzia economica "preventiva" delle clausole stesse. Ed in virtù della disciplina racchiusa nell'art. 1379 c.c., la validità delle "garanzie negative" appare legata all'osservanza di un principio di proporzionalità, che qui trova una vera e propria positivizzazione normativa. Il controllo dell'art. 1379 c.c. deve essere esercitato in relazione allo scopo perseguito, ovvero in funzione dell'oggetto del contratto di finanziamento: esso viene pertanto costruito con riferimento alla finalità della complessiva operazione economica".

nei confronti dei soggetti tutelati dalla normativa prevista dall'articolo 2497 c.c.

Ai fini dell'applicazione dell'articolo 2359, co. 1, n. 3) c.c., tali presupposti, come stabilito da ormai costante giurisprudenza <sup>(226)</sup>, vengono individuati nel carattere "esistenziale" del rapporto fondante l'ingerenza nella gestione che, nell'ipotesi del c.d. controllo contrattuale, non avviene direttamente attraverso atti di gestione in senso proprio bensì attraverso decisioni degli organi della controllata non libere ma indotte proprio dal carattere essenziale, per la vita della società, del contratto in questione. Occorre pertanto che l'influenza dominante risulti in concreto da particolari vincoli di subordinazione idonei a determinare stabilmente, per tale via, la politica produttiva e/o commerciale della società controllata condizionandone le scelte di mercato ed impedendo così a quest'ultima di svincolarsi dall'accordo senza mettere a repentaglio la sua stessa sopravvivenza economica <sup>(227)</sup>.

Se quanto sopra rappresenta il quadro degli elementi che configurano la sussistenza di un controllo contrattuale ex articolo 2359, co. 1, n. 3) c.c. che, a sua volta, costituisce presunzione di esercizio di un'attività da direzione e coordinamento, non può ancora dirsi sufficientemente dimostrato che l'utilizzo dei *covenants* nelle usuali strutture contrattuali previste dalla prassi nell'ambito delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa rappresenti elemento idoneo

---

<sup>(226)</sup> Cfr. Corte di Cassazione, 27 settembre 2001, n. 12094, in *Le Società*, 2002, 319, secondo cui "la configurabilità del controllo esterno di una società su di un'altra (quale disciplinata dal comma 1, n. 3, dell'art. 2359 c.c., nella formulazione risultante a seguito della modifica apportata dal d.lg. n. 127 del 1991, e consistente nella influenza dominante che la controllante esercita sulla controllata in virtù di particolari vincoli contrattuali) postula l'esistenza di determinati rapporti contrattuali la cui costituzione ed il cui perdurare rappresentano la condizione di esistenza e di sopravvivenza della capacità di impresa della società controllata".

<sup>(227)</sup> Cfr. CARDARELLI, *Controllo contrattuale*, in *op. cit.*, 321; LOFFARI, *Sul controllo esterno-contrattuale*, in *op. cit.*, 2427; SBISÀ, in *op. cit.*, 480. Sul punto anche PENNISI, *La responsabilità della banca*, in *op. cit.*, 629, per il quale "è opinione largamente diffusa che il controllo da particolari vincoli contrattuali possa essere definito come una situazione nella quale il rapporto contrattuale con la società controllante ponga la società controllata in uno stato di dipendenza economica o comunque instauri una relazione economica essenziale per la prosecuzione dell'attività della società controllata".

a determinare un rapporto di controllo contrattuale del creditore istituzionale<sup>(228)</sup>.

Nella consapevolezza che, data l'assoluta autonomia lasciata alle parti nella configurazione dei contenuti dei *covenants*<sup>(229)</sup>, la valutazione circa la sussistenza del citato rapporto di controllo non potrà prescindere da un'analisi in concreto effettuata caso per caso, in base alle considerazioni sopra esposte si possono trarre alcuni spunti sistematici attraverso i quali configurare le ipotesi

---

<sup>(228)</sup> Cfr. GIANNELLI, *Covenants finanziari*, in *op. cit.*, 617, ove si afferma che “l'esistenza dei *covenants finanziari*, se contrattualizza la posizione di esercente l'attività di direzione e coordinamento della società capogruppo, solleva il problema se analogo ruolo possa essere ravvisato nella banca finanziatrice. Il problema, per quest'ultima, non è solo se le possa essere riconosciuta una funzione di direzione e coordinamento, quanto se possa ritenersi beneficiare dell'attività esercitata in violazione dei canoni di corretta gestione societaria e imprenditoriale e quindi essere chiamata a rispondere in solido con la parent company ai sensi dell'art. 2497, co. 2, c.c. L'alternativa allora è se la banca risponda: 1) come esercente un'attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497, co. 1, c.c. o 2) in alternativa come soggetto che abbia comunque preso parte o 3) abbia beneficiato del fatto lesivo ai sensi del co. 2 dell'art. 2497 c.c. La prima ipotesi potrebbe ricorrere se, in forza degli accordi, alla banca finanziatrice competa anche un ruolo non solo di monitoraggio ma autorizzativo degli atti di disposizione patrimoniale che possano pregiudicare l'assetto e la consistenza patrimoniale della società finanziata. La soluzione è praticabile solo a condizione che, secondo e pattuizioni, sia possibile individuare una posizione verticistica della banca come capace di emanare direttive aventi ad oggetto la gestione dell'impresa di gruppo; ipotesi che potrebbe ricorrere ove la banca si sia riservata la gestione dell'impresa di gruppo; ipotesi che potrebbe ricorrere ove la banca sia riservata un potere autorizzativo sulla alienazione dei beni aziendali o abbia imposto la nomina di amministratori di propria fiducia nel consiglio di amministrazione della società finanziata, più difficilmente, invece, ove la banca si sia ritagliata un ruolo di monitoraggio dell'impresa finanziata o di advisor e non un ruolo di gestione diretto. Anche la seconda ipotesi può potenzialmente ricorrere specie se si aderisca all'orientamento secondo cui l'ipotesi contemplata dall'art. 2497, co. 2, c.c. non sembra essere circoscritta agli appartenenti interni al gruppo e potenzialmente involge la responsabilità di soggetti esterni”. Sul punto anche MOZZARELLI, *Business covenants*, in *op. cit.*, 121-122, dove si afferma che “perché l'ingerenza di un *extraneus* si trasformi in eterogestione è necessario che essa interferisca sulla discrezionalità degli amministratori in termini ablativi, agendo direttamente sul processo decisionale e non, come avviene nell'interferenza da vincolo *ex ante*, prima di esso. Mentre l'influenza da contratto può essere descritta come l'apposizione di condizioni dell'azione sociale e dunque si caratterizza intrinsecamente in forza a una limitazione *ex ante* della discrezionalità degli amministratori, l'eterogestione si traduce in un'ingerenza nel processo decisionale e dunque direttamente e indirettamente si sostituisce alla discrezionalità degli amministratori. Nel caso di eterogestione il processo decisionale è alterato nel suo stesso meccanismo, con il rischio concreto che le istanze esterne possano sostituirsi a quelle interne nel dettare gli obiettivi sociali. Nell'ipotesi di contratto l'interferenza si ferma prima, fuori dai meccanismi del processo decisionale: la decisione degli amministratori deve certamente fare i conti con il limite imposto dal terzo, ma rimane una decisione discrezionale degli amministratori”.

<sup>(229)</sup> Cfr. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *op. cit.*, 515, per il quale resta fermo il limite invalicabile dato dalla “necessità di non operare un sostanziale svuotamento della libertà economica del debitore”.

nelle quali la presenza di *covenants* sia tale da configurare, qualora il loro contenuto vincolante incida in modo rilevante sulla libertà di iniziativa imprenditoriale nonché sul potere di disposizione del proprio patrimonio, una fattispecie di controllo contrattuale e, conseguentemente, di presunzione di esercizio di attività da direzione e coordinamento <sup>(230)</sup>.

Muovendo dalla considerazione che di rapporto di controllo *ex* articolo 2359, co. 1, n. 3) c.c. si può parlare solo laddove vi sia un nesso contrattuale “*la cui costituzione e il cui perdurare rappresentano la condizione di esistenza e di sopravvivenza della capacità di impresa della società c.d. controllata*” <sup>(231)</sup> (in quanto per tale via si viene a creare una situazione di condizionamento da parte di un terzo nella politica di investimento e allocazione delle risorse societarie), la presenza di *covenants* che impongono alla società e, spesso anche ai relativi soci, comportamenti che vincolano, seppur in via indiretta, l’agire societario prevedendo, ad esempio, l’obbligo di non assumere ulteriore indebitamento finanziario, l’impegno a non dismettere beni della società così come a non acquisirne di nuovi, l’impegno al rispetto di determinati parametri finanziari, etc. <sup>(232)</sup>, sembra porsi, per le ragioni sopra espresse, come idonea ad integrare la fattispecie.

---

<sup>(230)</sup> Cfr. FIMMANÒ, *Sub art. 2497, in Direzione e coordinamento di società* (a cura di SBISÀ), in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), Milano, 2012, 114, “*il carattere esistenziale del rapporto contrattuale configura in tal caso un’ingerenza nella gestione che si concretizza attraverso le decisioni degli organi della controllata [...] il controllo, in questo caso, non si realizza attraverso l’organizzazione societaria, ma attraverso il risultato dell’esercizio dell’attività economica, cioè la produzione che la controllante indirizza mediante il rapporto contrattuale verso il proprio profitto*”.

<sup>(231)</sup> Cfr. Tribunale di Milano, 28 aprile 1994, in *Le Società*, 1995, 74, conforme Tribunale di Torino, 21 aprile 1986, in *Il Fallimento*, 1987, 4141, e Corte di Cassazione, 27 settembre 2001, n. 12094, in *Le Società*, 2002, 319.

<sup>(232)</sup> A titolo esemplificativo si riportano nel seguito alcune clausole che usualmente vengono introdotte negli accordi che disciplinano i rapporti tra banche e società in crisi nel contesto delle operazioni di ristrutturazione stragiudiziale del debito:

**“Negative pledge**

(a) *La Società si impegna a non costituire e a non consentire l’esistenza di qualsiasi Diritto di Garanzia su ciascuno dei propri beni, ad eccezione di:*

(i) *i Diritti di Garanzia esistenti alla Data di Sottoscrizione;*

(ii) *i Diritti di Garanzia derivanti dalla legge;*

Questa conclusione pare peraltro suffragata tenendo in considerazione l'elemento temporale che caratterizza l'efficacia di tali strumenti che abbraccia tutto il periodo di tempo necessario al pieno raggiungimento degli obiettivi del piano economico-finanziario posto alla base dell'operazione di ristrutturazione <sup>(233)</sup>.

---

*(iii) i Diritti di Garanzia previsti a favore delle Banche Finanziatrici ai sensi della Convenzione di Ristrutturazione.*

*(b) È fatto divieto alla Società di:*

*(i) concedere a terzi manleve, impegni di indennizzo o risarcimento;*

*(ii) vendere, trasferire o altrimenti disporre (a qualsiasi titolo) dei suoi beni a condizioni in base alle quali tali beni siano o possano essere locati (a titolo esemplificativo mediante operazioni di sale and lease back) a o riacquistati dalle Società stesse; o*

*(iii) vendere, trasferire o altrimenti disporre (a qualsiasi titolo) dei propri crediti pro-solvendo.*

#### **Acquisizioni**

*La Società non potrà effettuare acquisti di partecipazioni, aziende, rami d'azienda, beni immobili, nonché qualsiasi altra immobilizzazione materiale e/o immateriale, fatta eccezione per i beni:*

*(i) strumentali, diversi da partecipazioni, aziende o rami d'azienda e beni immobili, che debbano sostituire beni strumentali analoghi ormai altrimenti inutilizzabili;*

*(ii) che siano funzionali al conseguimento dell'oggetto sociale della Società medesima.*

#### **Indebitamento Finanziario**

*La Società non potrà avere in essere Indebitamento Finanziario, ad eccezione dell'Indebitamento Finanziario Consentito.*

#### **Crediti finanziari**

*Ferme restando le ordinarie dilazioni di pagamento effettuate sulla base della normale prassi di mercato e legate all'operatività commerciale e i finanziamenti rientranti nell'Indebitamento Finanziario Consentito, la Società non potrà concedere finanziamenti e/o rilasciare Garanzie Personali.*

#### **Subordinazione e postergazione**

*La Società e i Soci dovranno fare sì che qualsiasi Finanziamento Soci sia Integralmente Subordinato.*

#### **Cessioni**

*La Società non potrà compiere atti di disposizione del proprio patrimonio quali, a titolo meramente esemplificativo, la cessione di aziende e/o rami d'azienda, cespiti strumentali e/o marchi, immobili e/o partecipazioni, ad eccezione delle cessioni connesse allo svolgimento della propria attività ordinaria.*

#### **Distribuzioni**

*La Società e i Soci si impegnano a non deliberare e/o effettuare alcuna distribuzione di utili e/o Dividendi, sotto qualsiasi forma".*

<sup>(233)</sup> A tale riguardo è utile ricordare come un'operazione di ristrutturazione si compone di un fondamentale elemento "dinamico" costituito dalla realizzazione di una serie di attività in un arco temporale che, solitamente, non eccede i 3/5 anni (sul punto cfr. ASSONIME – CNDCEC

In tale contesto, infatti, oltre alla astratta capacità di determinare, seppur indirettamente, un concreto condizionamento della politica di investimento della società debitrice, la struttura contrattuale all'interno della quale vengono disciplinati costituirebbe essa stessa condizione di esistenza della società in considerazione del fatto che, durante il periodo di sviluppo del piano di ristrutturazione <sup>(234)</sup>, risulterebbe sostanzialmente azzerato il merito creditizio della

---

- Università degli Studi di Firenze, *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, in *op. cit.*). Da qui la necessità di prevedere, nell'interesse del mercato, un costante flusso informativo circa l'esecuzione di tali attività fruibile da parte di tutti i soggetti che interagiscono con la società. A tale fine, il principio contabile nazionale denominato "OIC 6" (disponibile su <http://www.fondazioneoic.eu/?p=8412>) emanato, nel luglio 2011, dall'Organismo Italiano di Contabilità e avente ad oggetto la disciplina del trattamento contabile e dell'informativa integrativa da fornire in merito agli effetti prodotti da un'operazione di ristrutturazione del debito, suggerisce, "al fine di informare i destinatari del bilancio in merito all'avanzamento e/o al rispetto delle condizioni previste nel piano di ristrutturazione del debito", di indicare alternativamente le seguenti informazioni "- il fatto che le condizioni previste dal piano sono state rispettate nel corso del periodo di riferimento del bilancio anche, in relazione alla tempistica di realizzazione; - il fatto che il piano verrà comunque rispettato nella sostanza anche quando nel corso del periodo di riferimento del bilancio alcune condizioni non si sono realizzate, in quanto è da ritenersi che si realizzeranno nel periodo di durata residua del piano; - nel caso in cui l'avanzamento del piano dovesse evidenziare alcuni elementi consuntivi e/o previsionali tali da garantire che il ripristino di condizioni di equilibrio potrà realizzarsi, comunque garantendo all'impresa di superare le attuali difficoltà finanziarie, ma seguendo modalità diverse da quelle originariamente previste: occorrerà indicare una sintesi di tali nuove modalità; - le conseguenze e gli effetti che l'impresa stima si potranno verificare nel caso in cui, dall'analisi dell'andamento consuntivo del piano emergono elementi tali da far ritenere che le condizioni previste all'interno del piano non si potranno realizzare, con conseguente possibilità di mancato ripristino delle condizioni di equilibrio e/o superamento delle difficoltà finanziarie". In tale contesto, da ultimo, è necessario ricordare come il servizio denominato "Centrale dei Rischi" gestito dalla Banca d'Italia (disciplinato dalla delibera del CICR del 29 marzo 1994 e da ultimo oggetto di aggiornamento dalla Circolare 272 del 2008) impone agli intermediari finanziari di indicare nell'informativa periodica obbligatoria anche le c.d. "esposizioni ristrutturate", intendendosi per tali le esposizioni per cassa o fuori bilancio per le quali un istituto finanziario, a causa del deterioramento delle condizioni economico-finanziarie del debitore, acconsente a modifiche delle originarie previsioni contrattuali che diano luogo ad una perdita. Segnalazione che accompagnerà il relativo credito ristrutturato sino al termine della sua esecuzione.

<sup>(234)</sup> Sembra aderire a tale ricostruzione anche BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c.*, in *op. cit.*, 418, secondo cui "la possibilità che gli atti di esecuzione di un accordo di ristrutturazione dei debiti o di un piano di risanamento del gruppo rilevino ai fini dell'imputazione della responsabilità ex art. 2497, co. 1, c.c., deriva in primo luogo, dal fatto che le misure di carattere finanziario costituiscono il nucleo essenziale di un'operazione di salvataggio, e, contemporaneamente sono da annoverare fra i possibili contenuti dell'attività di eterodirezione [...] l'esercizio da parte della banca del potere di controllare l'utilizzo della nuova finanza, dalla stessa eventualmente erogata; di determinare i pagamenti che devono essere effettuati; di gestire la tesoreria e allocare risorse tra le varie componenti del gruppo; di autorizzare preventivamente l'utilizzo dei fondi aziendali - previsto in un piano di risanamento o in un accordo di ristrutturazione - inte-

società<sup>(235)</sup>, con l'inevitabile conseguenza che l'esercizio dei poteri attribuiti al creditore in caso di mancato rispetto dei *covenants* (i.e. recesso, risoluzione o decadenza del beneficio del termine dal contratto costitutivo del rapporto di credito con la società in crisi)<sup>(236)</sup> porterà, con ragionevole certezza, al fallimento di quest'ultima<sup>(237)</sup>.

Il mantenimento della struttura contrattuale e la conseguente influenza gestionale attraverso di essa da parte della banca, pertanto, rappresenta elemento indispensabile per mantenere la continuità aziendale, non essendo realisticamente ipotizzabile che la società possa trovare sul mercato, in assenza di una uscita definitiva dalla crisi in conseguenza della realizzazione del piano di risanamento o per il sopraggiungere di fattori straordinari aventi gli stessi ef-

---

*gra certamente il presupposto per l'applicazione della responsabilità di cui all'art. 2497, co. 1, c.c.*".

<sup>(235)</sup> Circostanza che viene confermata dallo stesso Legislatore alla luce dei diversi interventi succedutisi in questi ultimi anni nella normativa fallimentare e volti a fornire alla società in crisi gli strumenti più opportuni per incentivare l'assunzione di finanza c.d. interinale o in funzione di procedure di risoluzione della crisi di impresa. Sul punto, *ex multis*, STANGHELLINI, *Finanziamenti-ponte e finanziamenti alla ristrutturazione*, in *Il Fallimento*, 2010, 1351 ss.; AMBROSINI, *I finanziamenti bancari alle imprese in crisi nei nuovi articoli 182-quater e 182-quinquies, l. fall.*, reperibile in [www.fallimentarista.it](http://www.fallimentarista.it); FABIANI, *Riflessioni precoci sull'evoluzione della disciplina della regolazione concordata della crisi di impresa*, reperibile in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>(236)</sup> Il contesto ristrutturativo nel cui ambito esplicherebbero efficacia gli effetti conseguenti alla violazione dei *covenants* si distingue nettamente dall'analoga situazione che si verificerebbe qualora i medesimi effetti si verificassero nei confronti di una società *in bonis*. In quest'ultima circostanza, infatti, sarebbe più difficile poter dimostrare la sussistenza di un controllo contrattuale in considerazione del fatto che, anche laddove vi sia una totale dipendenza da un unico finanziatore, qualora tale sostegno finanziario dovesse venire meno, il debitore manterrebbe comunque un merito creditizio che, in astratto, le consentirebbe di potersi rivolgere ad altre fonti di finanziamento; situazione che, nella fase di implementazione di un piano di ristrutturazione, sarebbe invece preclusa alla società.

<sup>(237)</sup> A livello sistematico, deve notarsi come il principio contabile OIC 19 redatto dell'Organismo Italiano di Contabilità (reperibile in <http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2014/09/2014-08-05-OIC-19-Debiti-2.pdf>), avente ad oggetto la disciplina della corretta collocazione dei debiti nella redazione del bilancio di esercizio prevede come "*nel caso in cui la società violi una clausola contrattuale prevista per un debito a lungo termine entro la data di riferimento del bilancio, con la conseguenza che il debito diventa immediatamente esigibile, essa classifica il debito come esigibile entro l'esercizio, a meno che tra la data di chiusura dell'esercizio e prima della data di formazione del bilancio, non intervengano nuovi accordi contrattuali che legittimano la classificazione come debiti a lungo termine. Se rilevante, tale evento è illustrato nella nota integrativa secondo quanto previsto dall'OIC 29 per i fatti intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio*".

fetti, un nuovo rapporto di credito la cui disciplina superi quello su cui si fonda l'attività di direzione e coordinamento.

### 3.2 Il principio di corretta gestione societaria e imprenditoriale della società eterodiretta alla luce del ruolo assunto dal creditore istituzionale nel contesto delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa

Accertata l'idoneità dei *covenants*, nei termini sopra descritti, a configurare la sussistenza di un rapporto di controllo contrattuale ex articolo 2359, co. 1, n. 3) c.c., e per l'effetto, riconosciuta la presunzione di esercizio di attività di direzione e coordinamento ex articolo 2497-*sexies* c.c. da parte del relativo creditore istituzionale, emerge la problematica circa la corretta individuazione degli elementi costitutivi della fattispecie prevista dall'articolo 2497 c.c., tra i quali riveste particolare rilevanza, alla luce della specifica attività istituzionale di concessione del credito svolta dalla banca, l'identificazione della condotta idonea a porsi in contrasto con i "*principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale*" della società eterodiretta.

A fini di inquadramento della disciplina, la responsabilità oggetto di analisi <sup>(238)</sup> richiede, in primo luogo, l'accertamento di un effettivo esercizio di attività

---

<sup>(238)</sup> Per un quadro complessivo della disciplina prevista dagli articoli 2497 e ss. c.c., *ex multis*, ABBADESSA, *La responsabilità della società capogruppo verso la società abusata: spunti di riflessione*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, I, 2008, 279 ss.; ABRIANI, *Gruppi di società e criterio dei vantaggi compensativi nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, I, 2002, 613 ss.; ALPA, *La responsabilità per la direzione e il coordinamento di società. Note esegetiche sull'art. 2497 c.c.*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, II, 659 ss.; BUSSOLETTI – LA MARCA, *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, I, 65 ss.; CARIELLO, *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Riv. Soc.*, 2003, 1229 ss.; CARIELLO, *Primi appunti sulla c.d. responsabilità da attività di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, II, 332 ss.; CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. Soc.*, 2007, 1 ss.; CODAZZI, *Vantaggi compensativi e infedeltà patrimoniale (dalla compensazione «virtuale» alla compensazione «reale»): alcune riflessioni alla luce della riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 600 ss.; DI MAJO, *La responsabilità per l'attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 537 ss.; FIMMANÒ, *Sub art. 2497*, in *op. cit.*, 114 ss.; GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario Scialoja – Branca*, Milano, 2005; MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. Soc.*, 2007, 317 ss.; PATTI, *Direzione e coordinamento di società: brevi spunti sulla responsabilità della capogruppo*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, II, 357 ss.; PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. Soc.*, 2003, 765 ss.; PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. III,

di direzione e coordinamento, in secondo luogo, che quest'ultima sia svolta esclusivamente in funzione dell'interesse imprenditoriale proprio o di un soggetto terzo nonché in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale della società eterodiretta e, infine, che arrechi ai soci o ai creditori di quest'ultima un danno, rispettivamente, alla redditività e al valore dalla partecipazione sociale o all'integrità del suo patrimonio.

Presupposta, per le considerazioni sopra espresse, l'esistenza di una attività di direzione e coordinamento nell'ambito degli accordi destinati a dare esecuzione alla complessiva ristrutturazione della società in crisi e rimandando al successivo paragrafo gli approfondimenti relativi alla determinazione del danno, al fine di qualificare la condotta dell'istituto di credito come idonea a fondare la responsabilità prevista dall'articolo 2497 c.c., è essenziale circoscrivere gli elementi che contribuiscono a dare concretezza alla clausola generale che stabilisce l'obbligo di osservanza da parte del soggetto destinatario della normativa in esame dei "principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale" della società eterodiretta <sup>(239)</sup>.

---

889 ss.; PERRINO, *Il gruppo di società tra fatto e contratto*, in *Foro it.*, 2009, I, 2829 ss.; RORDORF, *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, in *Le Società*, 2004, 538 ss.; SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2003, I 661 ss.; SALAFIA, *La responsabilità della holding nei confronti dei soci di minoranza delle controllate*, in *Le Società*, 2003, 390 ss.; SBISÀ, *Responsabilità della capogruppo e vantaggi compensativi*, in *Contr. impr.*, 2003, 591 ss.; SBISÀ, *Sulla natura della responsabilità da direzione e coordinamento di società*, in *Contr. impr.*, 2009, 807 ss.; SBISÀ, *Sub art. 2497*, in *Direzione e coordinamento di società* (a cura di SBISÀ), in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI), Milano, 2012, 3 ss.; SCARPA, *Controllo societario nel fenomeno dei gruppi tra contrattualismo e interesse sociale*, in *Contr. impr.*, 2011, 656 ss.; SCOGNAMIGLIO, *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA - PORTALE, 2006, Vol. III, 947 ss.; VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA - PORTALE, 2006, Vol. III, 833 ss..

<sup>(239)</sup> Approfondisce il punto TOMBARI, *Crisi di impresa*, in *op. cit.*, 638, per il quale "i "principi di corretta gestione societaria" sono contenuti nelle "norme di diritto societario prescrittive di obblighi e doveri gestori rapportati al tipo di società di volta in volta adottato come forma organizzativa dell'impresa facente parte del gruppo", mentre con la locuzione "principi di corretta gestione imprenditoriale" si intende far riferimento ad uno standard di diritto dell'impresa da valutarsi alla stregua della honest business judgement rule e teso a proteggere l'interesse dei creditori a non essere pregiudicati da una continuazione dell'esercizio di un'impresa priva della prospetti-

La rilevanza di tale indagine si coglie tenendo in considerazione il peculiare ruolo che assume il creditore istituzionale nel quadro delle procedure di risoluzione della crisi di impresa, in relazione al quale appare opportuno identificare con la massima approssimazione i confini di una sua eventuale responsabilità nel tentativo, da un lato, di scoraggiare, in virtù della particolare posizione di privilegio contrattuale di cui si avvale, l'estrazione di benefici privati da parte di tale soggetto a scapito degli altri creditori e dei soci della società eterodiretta, e, dall'altro lato, di non far ricadere in capo a quest'ultimo responsabilità oggettive legate esclusivamente alla posizione ricoperta che, anche alla luce del depotenziamento a seguito della riforma della normativa fallimentare delle azioni revocatorie sostituite da un sempre più massiccio ricorso a quelle di natura risarcitoria, determinerebbero una generalizzata fuga dei creditori istituzionali dalle procedure di risoluzione della crisi di impresa.

In tale quadro, l'indagine richiede necessariamente di individuare la ragione fondante l'introduzione nel nostro sistema di tale responsabilità con l'obiettivo di circoscrivere il suo ambito di applicazione dato che la normativa, per come è strutturata, si presta ad essere applicata ad un numero indefinito di soggetti <sup>(240)</sup>.

In primo luogo, quindi, occorre ricordare come i benefici interni ed esterni connessi ad una attività economica articolata attraverso un gruppo di società non possono determinare un sostanziale svuotamento della ricchezza, attuale e prospettica, delle singole monadi che lo compongono, in quanto tale attività,

---

va della continuità aziendale". Peraltro, è opportuno ricordare come la formulazione introdotta dal Legislatore è stata oggetto di critiche sia dalle associazioni di categoria (cfr. audizioni sullo Schema governativo presso le Commissioni riunite giustizia e finanze della Camera dei deputati, in *Riv. Soc.*, 2002, di ASSONIME a p. 1596, ABI a p. 1613, CONFIINDUSTRIA a p. 1624 e pp. 1636-1637, e ANIA p. 1647) sia dalla dottrina (cfr. MONTALENTI, *Osservazioni sulla bozza di decreto legislativo sulla riforma delle società di capitali*, in *Riv. Soc.*, 2002, 1542; ENRIQUES, *Gruppi di società e gruppi di interesse*, in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private* (a cura di BENAZZO – PATRIARCA – PRESTI), Milano, 2003, 250 ss.; SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento*, in *op. cit.*, 662) per l'indeterminatezza di tali principi lasciata, per espressa indicazione della stessa relazione accompagnatoria al decreto, all'individuazione da parte della dottrina e della giurisprudenza.

<sup>(240)</sup> Cfr. CARIELLO, *Direzione e coordinamento*, in *op. cit.*, 1251.

pur potendo presentare, se valutata nel suo complesso, delle utilità, potrebbe ciò nondimeno comportare pregiudizio per coloro che di dette utilità non possono beneficiare in quanto rimangono estranei ai flussi positivi derivanti dall'attività del gruppo unitamente considerato. Pertanto, qualsiasi sacrificio imposto alla società eterodiretta, e di conseguenza anche a coloro che da tale società dipendono in termini di remunerazione del proprio investimento (sia esso effettuato a credito o mediante partecipazione al capitale), dovrà essere compiuto, per ritenersi legittimo, in coerenza con i principi generali propri dell'agire societario e imprenditoriale della società con cui questi ultimi soggetti direttamente intrattengono rapporti <sup>(241)</sup>.

L'endiadi utilizzata dal Legislatore per qualificare il principio gestionale al quale è d'obbligo ispirarsi nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento <sup>(242)</sup>, manifesta quindi la necessità che la società sottoposta a tale attività conservi la propria autonomia patrimoniale, intesa come possibilità di operare come autonomo centro di profitto, sia pure mediato nel contesto dato dall'appartenenza al gruppo <sup>(243)</sup>. Ne consegue il dovere di non impartire diret-

---

<sup>(241)</sup> Cfr. GILOTTA, *Interesse sociale, interesse di gruppo e interesse collettivo nella regola sulla responsabilità per abuso di direzione unitaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 181, che afferma come “il controllante ha piena libertà di massimizzare il valore del gruppo (obiettivo che, si basi, è in primis massimizzazione del valore del proprio portafoglio), anche quando tale obiettivo entra in conflitto con quello alla massimizzazione del valore della società controllata, nel limite in cui le scelte adottate non si risolvano in un azzeramento della capacità di quest'ultima di produrre profitti o, peggio, in un depauperamento del suo patrimonio”.

<sup>(242)</sup> Sul punto MAZZONI, *La responsabilità gestoria*, in *op. cit.*, 831, secondo cui “per un verso, la corretta gestione deve essere valutata in prospettiva societaria, cioè alla stregua delle norme di diritto societario prescrittive di obblighi e doveri gestori rapportati al tipo di società di volta in volta adottato come forma organizzativa dell'impresa facente parte del gruppo [...] per altro verso la corretta gestione va valutata in prospettiva imprenditoriale, verificando, cioè, l'osservanza di quegli obblighi e doveri che la legge fa discendere dalla circostanza che la gestione ha per oggetto pur sempre un'impresa” e ancora “una corretta gestione societaria è solo un aspetto (essenzialmente attinente alla disciplina organizzativa del soggetto imprenditore) del più ampio compito gestorio, che consiste nel prestare diligenza e perizia anche nella cura o trattamento, in prospettiva imprenditoriale, di interessi diversi da quello o quelli riferibile/i alla società (cioè, più realisticamente, ai suoi soci)”.

<sup>(243)</sup> Cfr. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *op. cit.*, 106 ss.; TOMBARI, *I gruppi di società*, in *op. cit.*, 1764; Tribunale di Roma, 17 luglio 2007, in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, 218, secondo cui “la clausola generale di responsabilità di cui all'articolo 2497 c.c. impone che la società capogruppo eserciti la direzione ed il coordinamento delle singole società dipendenti, as-

tive che ne pregiudichino la potenziale redditività o la complessiva garanzia patrimoniale in base a scelte che, qualora estrapolate dal contesto di gruppo in cui si inseriscono, manifestino un conflitto di interessi o un'intrinseca irrazionalità e arbitrarietà <sup>(244)</sup>.

La configurazione in questi termini della clausola generale di “*corretta gestione societaria e imprenditoriale*” appare coerente con una lettura dell'articolo 2497 c.c. <sup>(245)</sup> che presuppone una sua applicazione a situazioni nelle quali la responsabilità da direzione e coordinamento ricade su soggetti (quali, a titolo esemplificativo, società sorelle, amministratori delle società dirette e coordinate, amministratori di fatto, soci della società che dirige e coordina) che in-

---

*sicurando che ogni società del gruppo anche se con modalità diverse da quelle della società indipendente operi come centro di profitto”.*

<sup>(244)</sup> Cfr. MAZZONI, *La responsabilità gestoria*, in *op. cit.*, 830, il quale afferma come “*la norma attesta che i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale da essa evocati discendono dal sistema, debbono essere osservati nella gestione di qualunque impresa e di qualunque società e come tali costituiscono un limite di legittimità all'esercizio del potere di direzione e coordinamento della controllante; la quale è, evidentemente, considerata dalla norma come un soggetto che, esercitando effettivamente un potere gestorio, non può sottrarsi ai conseguenti obblighi e doveri che l'esercizio di tale potere reca ex lege con sé*”.

<sup>(245)</sup> È utile ricordare come la Relazione al D. Lgs. n. 6/2003, consultabile sul sito [www.fondazioneoic.eu](http://www.fondazioneoic.eu), si esprime in merito all'introduzione della disciplina “*Della direzione e del coordinamento di società*” affermando come “*nell'attuare la delega, all'art. 2497 si è innanzi tutto ritenuto non opportuno dare o richiamare una qualunque nozione di gruppo o di controllo, e per due ragioni: è chiaro da un lato che le innumerevoli definizioni di gruppo esistenti nella normativa di ogni livello sono funzionali a problemi specifici; ed è altrettanto chiaro che qualunque nuova nozione si sarebbe dimostrata inadeguata all'incessante evoluzione della realtà sociale, economica e giuridica. Sotto altro aspetto si è ritenuto che il problema centrale del fenomeno del gruppo fosse quello della responsabilità, in sostanza della controllante, nei confronti dei soci e dei creditori sociali della controllata. Per dare corretta impostazione e soluzione a questi problemi di responsabilità occorre porre a base della disciplina il "fatto" dell'esercizio di attività di direzione e coordinamento di una società da parte di un diverso soggetto, sia esso una società o un ente, e la circostanza che l'azione fosse comunque riconducibile al perseguimento di un interesse imprenditoriale proprio o altrui, sebbene svolto in violazione dei corretti principi di gestione societaria [...]. In questo panorama, il limite all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, limite che ne riconosce la legittimità di base e tiene presente e non penalizza i legittimi interessi di chi la esercita, è apparso dovesse essere costituito dal rispetto dei valori essenziali del “bene” partecipazione sociale, bene che la legge individua nella partecipazione al “esercizio in comune di una attività economica al fine di dividerne gli utili” (art. 2247 c.c.). Questi valori da proteggere e tutelare possono dunque individuarsi nei principi di continuità dell'impresa sociale, redditività e valorizzazione della partecipazione sociale. Spetterà a dottrina e giurisprudenza individuare e costituire i principi di corretta gestione imprenditoriale e societaria posti nel nuovo testo a tutela del bene “partecipazione”, e ovviamente, in concreto, dottrina e giurisprudenza non potranno non tener conto delle infinite variabili e dell'incessante evoluzione economica ed operativa”.*

fluenzano l'amministrazione della società eterodiretta con l'obiettivo di perseguire un beneficio individuale attraverso un'attività gestionale finalizzata all'estrazione, senza alcuna forma di compensazione, di valori patrimoniali o reddituali a scapito degli *stakeholder* (i.e. creditori e soci di minoranza). Poiché l'attività per mezzo della quale il soggetto dominante attinge alla ricchezza prodotta dalla società eterodiretta è attività di gestione, ne consegue che, per poterne verificare la legittimità, la stessa dovrà svolgersi in osservanza dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società eterodirette in quanto, qualora osservati tali principi, verrebbe meno sotto il profilo ontologico l'antigiuridicità della condotta del soggetto che dirige e coordina. La tutela offerta dall'ordinamento ai beneficiari della normativa dell'articolo 2497 c.c., pertanto, si giustifica sul legittimo affidamento che si viene a creare nei confronti di tali soggetti a che l'attività gestoria della società da cui dipende la loro remunerazione, ove influenzata da terzi, venga svolta in modo tale che gli interessi dei primi coincidano con quelli di coloro che dominano le scelte imprenditoriali della società eterodiretta. Il disallineamento di tali interessi, ove non debitamente compensato, è quindi elemento che qualifica l'antigiuridicità del comportamento tenuto da colui che dirige e coordina<sup>(246)</sup>. Nel contesto sopra descritto, pertanto, poiché la condotta rilevante per la fattispecie si connota per l'esecuzione di un'attività avente ad oggetto l'estrazione di ricchezza a danno dei creditori e dei soci, appare coerente individuare l'antigiuridicità della stessa allorché le attività poste in essere dal soggetto dominante si pongano in contrasto rispetto alla condotta tipica che assumerebbe un soggetto non influenzato da interessi estranei a quelli propri della società eterodiretta e, in quanto tali, allineati a quelli dei creditori e dei soci di quest'ultima.

---

<sup>(246)</sup> Cfr. FIMMANÒ, *Sub art. 2497*, in *op. cit.*, 160, secondo cui "l'attuale art. 2497 c.c. prescinde dalla posizione di unico azionista o quotista, ma è, piuttosto, espressione del principio secondo cui la conservazione del beneficio della responsabilità limitata non può prescindere dal rispetto di certe regole ovvero solo il rispetto delle norme codicistiche e dei principi che regolano il diritto societario consente al socio di evitare la commistione delle proprie obbligazioni con quelle della società partecipata".

Tenuto conto, tuttavia, delle finalità che spingono il creditore istituzionale all'esercizio di determinati *decision rights* e che sono destinate, muovendo dall'assunto dell'inevitabile incompletezza dei contratti costitutivi del rapporto obbligatorio con la società, alla tutela delle proprie ragioni creditorie mediante un costante monitoraggio, attraverso i *covenants*, dell'allocazione delle risorse aziendali in un'ottica di conservazione del patrimonio della società eterodiretta, qualora si debba vagliare il comportamento tenuto dalla banca nell'esercizio dei propri poteri contrattuali, non pare idoneo determinare i contenuti della clausola generale di "corretta gestione societaria e imprenditoriale" utilizzando i medesimi canoni interpretativi identificati in precedenza. Questo perché, nel caso di specie, la condotta dell'istituto di credito non è finalizzata all'estrazione di un valore (sia esso patrimoniale o reddituale) bensì al fine di conservare la garanzia patrimoniale della società eterodiretta a primario beneficio della banca, il che, tuttavia, non esclude di per sé il verificarsi di un danno nei confronti dei soggetti tutelati dall'articolo 2497 c.c..

Tale condotta, peraltro, costituisce materiale manifestazione della peculiare diligenza professionale imposta agli istituti di credito dalla normativa di settore che è connessa alla attività economica che, per espressa previsione giuridica, può essere svolta in via esclusiva soltanto dagli istituti di credito <sup>(247)</sup>.

In tale quadro appare quindi determinante, in termini di influenza sulle decisioni adottate dalla banca, la particolare attività svolta da quest'ultima che condiziona in misura determinante le finalità che sottendono ogni sua scelta.

Ne consegue che anche il rapporto di affidamento che si instaura nei confronti dei terzi (altri creditori e soci) e che fa riferimento al corretto esercizio di tali poteri di indirizzo dovrà necessariamente basarsi sul fatto che questi ultimi

---

<sup>(247)</sup> Cfr. INZITARI, *Le responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione e rottura del credito*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2001, I, 266, il quale ricorda come "per la rilevanza e delicatezza di questi compiti, l'art. 47 Cost. prevede che sull'attività bancaria venga svolta dalla Banca d'Italia un controllo strutturale e prudenziale: il primo, finalizzato ad assicurare la stabilità dell'intermediario, il secondo, volto a garantire un livello adeguato di organizzazione aziendale rispetto alla complessità dell'attività bancaria, da cui derivano la serie di principi e criteri di vigilanza e di controllo sull'attività creditizia sia a livello normativo primario, che secondario, al fine di conseguire l'obbiettivo della sana e prudente gestione".

siano esercitati dalla banca in ossequio alle regole di condotta istituzionalmente individuate dalla relativa normativa di vigilanza di settore.

A tale riguardo, è opportuno ricordare come il rilievo giuridico della specifica posizione assunta dalla banca in virtù del proprio ruolo non rappresenta un elemento di novità nel nostro ordinamento ma anzi costituisce il fondamento di una specifica responsabilità conseguente alla abusiva concessione/interruzione abusiva del credito <sup>(248)</sup>.

Tale fattispecie, inizialmente configurata in via interpretativa sulla scorta dello studio della giurisprudenza francese e belga sull'argomento <sup>(249)</sup>, ha trovato

---

<sup>(248)</sup> Per una panoramica dell'istituto si veda, in relazione alla concessione abusiva del credito, in dottrina, NIGRO, *La responsabilità della banca per concessione «abusiva» di credito*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 219 ss.; NIGRO, *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Le Società*, 2007, 437 ss.; SGROI – SANTAGATA, «Concessione abusiva del credito» e «brutale interruzione del credito»: due ipotesi di responsabilità della banca, in *Dir. fall.*, 1994, I, 627 ss.; CASTIELLO D'ANTONIO, *Il rischio per le banche nel finanziamento delle imprese in difficoltà: la concessione abusiva del credito*, in *Dir. fall.*, 1995, I, 246 ss.; NANNI, *Abuso della banca nella concessione di credito ad impresa insolvente*, in *Il Fallimento*, 1996, 917 ss.; ROPPO, *Crisi d'impresa: la banca risponde verso i creditori? (Con postilla sugli sviluppi della responsabilità civile)*, in *Danno e resp.*, I, 1996, 535 ss.; ROPPO, *Responsabilità delle banche nell'insolvenza dell'impresa*, in *Il Fallimento*, 1997, 869 ss.; PORZIO, *Il paradosso del banchiere: (la banca e l'impresa in difficoltà)*, in *Dir. fall.*, 2002, I, 1453 ss.; DI MARZIO, *Abuso e lesione della libertà contrattuale nel finanziamento all'impresa insolvente*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 145 ss.; BONELLI, «Concessione abusiva», in *op. cit.*, 259 e ss.; ALLEGRI, *La concessione abusiva di credito*, in *op. cit.*, 563 ss.; INZITARI, *Le responsabilità della banca*, in *op. cit.*, 265 ss.; VISCUSI, *Profili di responsabilità della banca nella concessione del credito*, Milano, 2004, in giurisprudenza, Corte di Cassazione, Sezioni Unite, 28 marzo 2006, n. 7029, 7030 e 7031, in *Dir. Fall.*, 2006, II, 615 ss.; Corte di Cassazione, 13 gennaio 1993, n. 343, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 1994, II, 258 ss.; Corte di Cassazione, 8 gennaio 1997, n. 72, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 1997, II, 653 ss.; Corte di Appello di Milano, 11 maggio 2004, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2004, II, 645 ss.. Per quanto concerne l'interruzione abusiva del credito, in dottrina, VISCUSI, *Profili di responsabilità*, in *op. cit.*, 12-28, BONELLI, «Concessione abusiva» di credito, in *op. cit.*, 251-253; CAPOLINO, *Responsabilità delle banche nell'insolvenza dell'impresa: revoca degli affidamenti e ricorso abusivo al credito*, in *Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, numero 47 – Dicembre 1997, 46-53; GALGANO, *Civile e penale nella responsabilità del banchiere*, in *Contr. impr.*, 1987, 20-23; in giurisprudenza, Corte di Cassazione, 7 marzo 2008, n. 6186, in *Giust. civ. Mass.*, 2008, 376; Corte di Cassazione, 13 aprile 2006, n. 8711, in *Giust. civ. Mass.*, 2006, 4; Corte di Cassazione, 2 aprile 2005, n. 6923, in *Dir. e prat. soc.*, 2005, 54; Corte di Cassazione, 21 febbraio 2003, n. 2642, in *Giust. civ. Mass.*, 2003, 375; Corte di Cassazione, 22 novembre 2000, n. 15066, in *I Contratti*, 2001, 791; Corte di Cassazione, 14 luglio 2000, n. 9321, in *Dir. Fall.*, 2001, II, 699; Corte di Cassazione, 21 maggio 1997, n. 4538, in *Foro it.*, 1997, I, 2483; Tribunale di Viterbo, 31 luglio 2001, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2002, 75; Tribunale di Roma, 20 febbraio 1997, in *Giur. comm.*, 1999, II, 453.

<sup>(249)</sup> Cfr. CASTIELLO D'ANTONIO, *Il rischio per le banche nel finanziamento delle imprese in difficoltà: la concessione abusiva del credito*, in *Dir. Fall.*, 1995, I, 246, secondo cui «la fattispecie ha dato luogo, nell'arco del decennio 1976-86, ad una vera e propria fioritura di studi, suscitati e

definitivamente cittadinanza anche nel nostro ordinamento a partire dagli anni '90 del secolo scorso <sup>(250)</sup>. In tale contesto, l'abusività della condotta dell'istituto di credito che determina il conseguente obbligo risarcitorio si configura nel momento in cui la banca, pur conoscendo o dovendo conoscere secondo la diligenza richiesta dalla peculiare posizione economico-giuridica ad essa riconosciuta dall'ordinamento lo stato di insolvenza di una società, concede o continua concedere credito <sup>(251)</sup> ad un soggetto che ha perso il proprio merito creditizio. Da tale comportamento consegue un pregiudizio nei confronti dei terzi che, alla luce della falsa rappresentazione di solvibilità ingenerata dal mantenimento del credito da parte della banca, da un lato, vedono incrementato lo squilibrio patrimoniale conseguente alla continuazione di una attività che non avrebbe dovuto proseguire e, dall'altro lato, sono stati indotti a iniziare o mantenere un rapporto giuridico che altrimenti non avrebbero intrattenuto qualora fossero stati a conoscenza dell'insolvenza della propria controparte, con conseguente pregiudizio per la propria libertà di determinazione delle scelte economiche e, più in generale, di efficiente allocazione delle risorse nel sistema economico <sup>(252)</sup>.

---

*promossi dalla coeva pubblicazione di due recensioni di Renato Clarizia alle monografie di Jack Vénézian, La responsabilité du banquier en droit privé français, 1974, e, rispettivamente, di Michel Vasseur, La responsabilité du banquier dispensateur de crédit, 1976". Nello stesso periodo critici alla configurazione di tale responsabilità BORGIOLO, Responsabilità della banca per concessione abusiva di credito?, in Giur. Comm., 1981, 287 ss.; MARTORANO, Insolvenza dell'impresa e revoca del fido bancario, in Il Fallimento, 1985, 250 ss.; PRATIS, Responsabilità extracontrattuale della banca per concessione abusiva di credito?, in Giur. Comm., 1982, 841 ss.. Favorevoli, invece, NIGRO, La responsabilità della banca, in op. cit., 219 ss.; FRANCHINA, La responsabilità della banca per concessione abusiva di credito, in Dir. Fall., 1988, 656 ss.; SGROI – SANTAGATA, Concessione abusiva del credito e brutale interruzione del credito, in Dir. Fall., 1994, 627 ss..*

<sup>(250)</sup> Cfr. le prime pronunce di legittimità sull'argomento: Corte di Cassazione, 13 gennaio 1993, n. 343, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 1994, II, 258; Corte di Cassazione, 8 gennaio 1997, n. 72, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 1997, II, 653.

<sup>(251)</sup> Cfr. INZITARI, *Le responsabilità della banca*, in op. cit., 266 ss., secondo cui "questa condotta può attuarsi per mezzo di comportamenti determinati sia da un'erogazione diretta, che si sostanzia attraverso un'esplicita delibera di concessione del fido, sia da un'erogazione indiretta, che si integra in un'ingiustificata tolleranza di sconfinamenti da parte del sovvenuto".

<sup>(252)</sup> Cfr. NIGRO, *La responsabilità della banca*, in op. cit., 2007, 438, per il quale occorre evidenziare una distinzione a seconda che il soggetto danneggiato sia un creditore anteriore o successivo all'erogazione del beneficio del credito, in quanto "per i primi, viene in considerazione

Il riconoscimento da parte dell'ordinamento di un legittimo affidamento in capo ai terzi muove dalla constatazione che l'attività dell'istituto di credito lo qualifica come soggetto professionale altamente specializzato al quale vengono richiesti livelli di consapevolezza professionale molto più elevata rispetto a qualsiasi altro operatore economico e dalla quale discendono una serie di responsabilità <sup>(253)</sup>.

Il riferimento sistematico alla specifica responsabilità da concessione abusiva di credito pare confermare come, ai fini della individuazione della antigiuridicità della condotta della banca nell'esercizio dei propri poteri di indirizzo derivanti dai *covenants*, ciò che rileva non è se quest'ultima abbia agito violando principi tipizzati di un corretto agire societario della società eterodiretta ma se, nella propria attività di gestione del credito che si è esplicata anche attraverso l'attività di direzione e coordinamento contrattuale, abbia agito violando i principi predisposti dall'ordinamento e dai propri organismi di vigilanza per l'esercizio dell'attività di credito ad essa riservata per legge determinando, di conseguenza, un danno ai soci e ai creditori della società.

La condotta della banca che influenza le scelte imprenditoriali della società eterodiretta, pertanto, dovrà ritenersi corrispondente ai principi di *“corretta gestione societaria e imprenditoriale”* di quest'ultima qualora sia coerente ai canoni di diligenza professionale che la normativa di settore richiede a tali soggetti in virtù della peculiare posizione giuridica ad essi riconosciuta dall'ordinamento.

---

*ne il danno derivante dall'aggravamento del dissesto del comune debitore e dalla conseguente diminuzione delle possibilità di soddisfacimento; per i secondi, si sottolinea il danno consistente nella perdita che possono subire per aver instaurato rapporti che non avrebbero posto in essere ove non vi fosse stata l'apparente solvibilità creata dal fido abusivamente concesso”.*

<sup>(253)</sup> In tale quadro viene dunque a delinearsi una figura tipizzata, quella del *bonus argentarius*, definito da NIGRO, *La responsabilità della banca*, in *op. cit.*, 2007, 439, come *“colui che, nella concessione del credito, si attiene, da un lato, alle regole tecniche e di esperienza proprie della professione e, dall'altro, alle norme specifiche che disciplinano la sua attività. Un parametro che allo stesso tempo vale sia come misura del comportamento diligente, in termini di esatto adempimento delle obbligazioni a carico della banca, che come misura del comportamento corretto in termini di delimitazione degli obblighi di condotta gravanti sulla banca”.*

In tale contesto, i soggetti tutelati dall'articolo 2497 c.c. dovranno fare affidamento sul fatto che nei loro confronti l'esercizio dei poteri contrattuali di indirizzo societario, non tanto non siano svolti dalla banca in modo arbitrario o in conflitto di interessi – ipotesi che è intrinseca alla fattispecie data la differente finalità sottesa all'esercizio dei poteri di indirizzo da parte della banca rispetto a un qualsiasi altro soggetto – ma, piuttosto, siano esercitati in ossequio a principi di corretto esercizio dell'attività bancaria, come calati nella realtà imprenditoriale della società eterodiretta.

Anche in questo ambito, pertanto, un efficace strumento di oggettivazione delle scelte compiute sarà costituito dal piano posto alla base della ristrutturazione che potrà rappresentare un utile mezzo di valutazione circa la rispondenza della decisione assunta dalla banca con gli obiettivi di corretta gestione del credito.

### **3.3 La determinazione del danno derivante dalla violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale della società eterodiretta da parte del creditore istituzionale nel contesto delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa**

Individuati i tratti che caratterizzano il dovere di osservanza dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale da parte del creditore istituzionale nell'ambito delle soluzioni stragiudiziali della crisi di impresa e stabilita la necessità di identificare, alla luce del ruolo e della specifica attività svolta da tale soggetto, gli elementi che qualificano la condotta di quest'ultimo come antiggiuridica ai fini dell'applicazione della responsabilità prevista dall'articolo 2497 c.c., occorre completare il quadro di analisi verificando, da un lato, in che termini può manifestarsi concretamente il danno che emerge dalla violazione degli interessi protetti dalla normativa in esame e, dall'altro lato, quali elementi debbano essere presi in considerazione per determinare la quantificazione di quest'ultimo.

In via preliminare, si può constatare come tale argomento non sembra aver avuto ancora particolare attenzione da parte della dottrina che ha preferito soffermarsi, alla luce delle sue rilevanti ricadute sistematiche, sull'individuazione della natura di tale responsabilità <sup>(254)</sup> piuttosto che inda-

---

<sup>(254)</sup> Come noto ad una corrente che ritiene che ci si trovi di fronte ad una responsabilità di natura extracontrattuale (cfr., *ex multis*, PANZANI, *L'azione di responsabilità ed il coinvolgimento del gruppo di imprese dopo la riforma*, in *Le Società*, 2002, 1477 ss.; BASSI, *La disciplina dei gruppi*, in *La riforma del diritto societario* (a cura di BUONOCORE), Torino, 2003, 201; CONFORTI, *La responsabilità civile degli amministratori di società*, I, Milano, 2003, 193 ss.; GALGANNO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato Galgano*, Vol. XXIX, 1, 3<sup>a</sup> ed., 2006, 320 ss.; BIANCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Padova, 2006, 536) si è opposta altra interpretazione favorevole a ritenere che l'articolo 2497 c.c. costituisca fonte di una responsabilità di natura contrattuale (cfr., *ex multis*, Cfr. ABRIANI, *Gruppi di società*, in *op. cit.*, 625; CARIELLO, *Direzione e coordinamento*, in *op. cit.*, 1243 ss.; PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *op. cit.*, 770; RESCIGNO, *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria*, in *Le Società*, 2003, 335; SACCHI, *Sulla responsabilità*, in *op. cit.*, 670; WEIGMANN, *I gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario* (a cura di AMBROSINI), Torino, 2006, 1, 44 ss.). Peraltro, non sono mancati coloro che si posizionano a livello intermedio e che ritengono sussistere una diversa responsabilità a seconda che l'azione venga promossa dai soci di minoranza o dai creditori sociali (Cfr. MAZZAMUTO, *Questioni sparse al confine tra diritto comune e diritto societario*, in *Contr. imp.*, 2006, 1493 ss.). Ricordando, poi, come l'ampio dibattito rico-

gare sulle conseguenze che si manifestano una volta che tale responsabilità sia stata accertata <sup>(255)</sup>.

Il punto di partenza dell'analisi in oggetto è rappresentato dall'individuazione dei contenuti dei beni giuridici oggetto di tutela ex articolo 2497 c.c. che sono costituiti, da un lato, dalla tutela della redditività e del valore della partecipazione della società eterodiretta e, dall'altro lato, dalla garanzia dell'integrità patrimoniale di quest'ultima, intesa quale garanzia dell'aspettativa dei creditori circa il rimborso del debito contratto dall'impresa.

In termini generali, il primo si identifica con l'insieme dei valori materiali e immateriali dell'impresa che, organizzati nella struttura aziendale, vanno a determinare, sia sotto il profilo reddituale che patrimoniale, il valore monetario del diritto di proprietà associato alla partecipazione, il secondo rappresenta, in un'ottica più propriamente patrimoniale, l'insieme dei beni della società idonei a fungere da garanzia di adempimento ai sensi dell'articolo 2740 c.c.

Soffermandosi in via preliminare sul primo dei beni giuridici oggetto di tutela, non si può non constatare come sussiste un'oggettiva difficoltà nella individuazione di criteri oggettivi per una quantificazione dei danni conseguenti ad un suo pregiudizio. A differenza di un ordinario rapporto di credito/debito nel quale, attraverso il valore monetario della prestazione, è possibile individuare con una certa concretezza il danno derivante da un suo inadempimento, "redditività" e "valore" sono elementi che, da un lato, sono strutturalmente conno-

---

struttivo circa la natura della responsabilità ex articolo 2497 c.c. sia stata principalmente influenzata dal regime probatorio che, secondo i principi generali, le due diverse forme di responsabilità presuppongono, altra dottrina (cfr. ZAMPERETTI, *La responsabilità di amministratori e capogruppo per «abuso di direzione unitaria»*, in *Il Fallimento*, 2001, 1143) segnala comunque come le agevolazioni probatorie proprie del regime contrattuale sono "messe in discussione dal fatto che l'obbligazione di esercitare correttamente la direzione unitaria ha ad oggetto un'attività e non un risultato" con la conseguenza che anche nella responsabilità contrattuale discendente dall'abuso di direzione unitaria il danneggiato dovrà, di fatto, dare prova della colpa, non perché criterio di imputabilità, ma perché immagine speculare e negativa della diligenza che, ex articolo 1176 c.c., costituisce canone dell'adempimento di quell'attività di cui il creditore è tenuto a dare prova.

<sup>(255)</sup> Fanno eccezione CASONATO, *Il pregiudizio alla redditività*, in *op. cit.*, 277 ss.; GILOTTA, *Interesse sociale, interesse di gruppo e interesse collettivo nella regola sulla responsabilità per abuso di direzione unitaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 176 ss. i quali si sono soffermati, con specifici approfondimenti, sulla tematica in esame.

tati da una marcata componente di aleatorietà <sup>(256)</sup> e, dall'altro lato, sono influenzabili da una molteplicità di fattori interdipendenti <sup>(257)</sup> che rendono difficoltosa, in assenza parametri oggettivi a cui agganciare la valutazione, una precisa determinazione del valore del danno subito in conseguenza della condotta antigiuridica del soggetto che svolge attività di direzione e coordinamento <sup>(258)</sup>; circostanza che si verifica, in particolar modo, nei casi in cui il valore

---

<sup>(256)</sup> Cfr. DI MAJO, *La responsabilità*, in *op. cit.*, 540.

<sup>(257)</sup> Cfr. MAGGILOLO, *L'azione di danno contro la società o ente capogruppo* (art. 2497<sup>3</sup> cod. civ.), in *Giur. comm.*, 2006, I, 176, secondo il quale il socio che esercita l'azione non potrà mai essere completamente ed integralmente soddisfatto con i mezzi propri della società in cui detiene la partecipazione.

<sup>(258)</sup> Come noto, nell'ambito della responsabilità civile il nesso di causalità intercorrente tra l'inadempimento e il danno (sia esso contrattuale o extracontrattuale) è elemento costitutivo del risarcimento. Quest'ultimo rappresenta l'insieme degli eventi che portano, con il loro realizzarsi, al verificarsi del danno. Tale relazione trova rilevanza giuridica, per il danno contrattuale, nell'articolo 1223 c.c., che prevede la risarcibilità dei danni che siano "*conseguenza immediata e diretta*" del fatto di inadempimento, mentre per il danno extracontrattuale nell'articolo 2056 c.c. il quale si limita a richiamare genericamente l'articolo 1223 c.c. Alla luce dell'assenza, nelle fonti civili e penali, di criteri definitivi su cosa debba intendersi per "causalità", la dottrina, nel tempo, ha elaborato un numero nutrito di teorie, complessivamente riconducibili a tre macrocategorie: (1) teoria della condicio sine qua non (che identifica la causa in tutti quegli antecedenti senza dei quali un dato effetto non si verifica); (2) teoria della causalità adeguata (che identifica la causa di un evento nel fatto normalmente adeguato a produrlo); e (3) teoria dello scopo della norma violata (che identifica il nesso di causalità tra un fatto e quelle conseguenze dannose che rientrano nello scopo protettivo della norma). In tale dibattito si è recentemente espressa la Suprema Corte a Sezioni Unite (cfr. Corte di Cassazione, Sezioni Unite, 11 gennaio 2008, n. 582, in *Giust. civ.*, 2009, I, 2532) elaborando le linee guida alle quali uniformarsi nell'accertamento del nesso di causalità. Quest'ultima ha ribadito, da un lato, l'insufficienza del tradizionale recepimento in sede civile dell'elaborazione penalistica in tema di nesso causale e, dall'altra parte, con specifico riferimento alla causalità materiale, ha definitivamente esplorato la portata dell'applicazione delle regole penalistiche, in primo luogo considerando come il rigore della c.d. teoria della *condicio sine qua non* vada mitigato ricorrendo al principio di causalità efficiente, in secondo luogo, sottolineando come si imponga, all'interno delle serie causali così determinate, dare rilievo a quelle che non si appalesino del tutto inverosimili e non si apprezzino come assolutamente imprevedibili, concludendo che, per la teoria della regolarità causale, "*ciascuno è responsabile soltanto delle conseguenze della sua condotta, attiva o omissiva, che appaiono sufficientemente prevedibili al momento nel quale ha agito, escludendosi in tal modo la responsabilità per tutte le conseguenze assolutamente atipiche o imprevedibili*" e precisando che il giudizio di adeguatezza va condotto con la valutazione *ex ante*, al momento della condotta "*in astratto e non in concreto ed il metro di valutazione da adottare non è quello della conoscenza dell'uomo medio ma delle migliori conoscenze scientifiche del momento (poiché non si tratta di accertare l'elemento soggettivo ma il nesso causale)*". Tali principi, che regolano il procedimento logico-giuridico nella ricostruzione del nesso causale, individuano nella "*regola probatoria*" il *discrimen* tra il processo penale e quello civile "*in quanto nel primo vige la regola della prova "oltre il ragionevole dubbio" [...] mentre nel secondo vige la regola della preponderanza dell'evidenza o "del più probabile che non"...*" (sul punto, ex

della partecipazione non sia oggettivizzato da processi indipendenti di definizione del prezzo come accade, ad esempio, in caso di quotazione su un mercato regolamentato. Ne consegue la necessità di individuare alcuni parametri oggettivi mediante i quali ricostruire con la massima approssimazione la quantificazione del danno effettivamente subito dal socio a seguito della condotta illegittima del soggetto che ha esercitato attività di direzione e coordinamento. A tale scopo, una prima ricostruzione interpretativa <sup>(259)</sup> ha cercato di individuare i diversi fattori che vanno a comporre, nella loro concatenazione, il danno, al fine di formulare un percorso argomentativo a supporto della determinazione del valore da attribuire a quest'ultimo.

Al riguardo, innanzitutto occorre individuare con certezza l'elemento temporale a cui fare riferimento, vale a dire il *dies a quo* in cui si è verificato il pregiudizio e, conseguentemente, il giorno a partire dal quale la redditività o il valore della società sono stati compromessi. In secondo luogo, bisogna specificare il parametro di riferimento al quale ancorarsi per determinare, in termini numerici, il valore del pregiudizio subito, il quale varia a seconda dell'elemento per il quale si intende individuare il danno. Nel caso in cui si debba verificare il pregiudizio subito al valore della partecipazione, il riferimento dovrà essere identificato nel parametro che incorpora, in termini aziendali, il valore dell'impresa e che usualmente è rappresentato dal c.d. EBITDA <sup>(260)</sup>. Qualora, invece, il pregiudizio subito abbia ad oggetto la redditività,

---

*multis*, ROLFI, *Il nesso di causalità nell'illecito civile: la Cassazione alla ricerca di un modello unitario*, in *Corr. Giur.*, 2006, 263 ss.; DE ANGELIS, *Il danno risarcibile (contrattuale, extracontrattuale e precontrattuale) ed il nesso di causalità. La tutela per equivalente pecuniario: funzioni, tipologie e tecniche liquidative del risarcimento danni*, in *La responsabilità civile* (a cura di FAVA), Milano, 2010, 559 ss.; BIANCA, *Diritto Civile*, Vol. 5, *La responsabilità*, Milano, 2012, 142 ss.).

<sup>(259)</sup> Sul punto CASONATO, *Il pregiudizio alla redditività*, in *op. cit.*, 297.

<sup>(260)</sup> L'EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) o MOL (*marginale operativo lordo*) costituisce un indicatore di redditività aziendale e rappresenta il reddito di un'azienda basato solo sulla sua gestione caratteristica, senza, pertanto, considerare gli interessi (gestione finanziaria), le tasse (gestione fiscale), i deprezzamento di beni e i relativi ammortamenti. Tale parametro costituisce un elemento fondamentale per verificare se l'azienda è in grado di generare ricchezza tramite la gestione operativa in quanto non tiene in considera-

intendendosi per tale la capacità della partecipazione di attribuire una forma di remunerazione al socio, dovrà essere preso a riferimento l'utile netto, vale a dire il reddito decurtato della componente finanziaria e della tassazione. Una volta individuati gli elementi di cui sopra, occorre compiere un'ulteriore operazione, probabilmente la più complessa, che si compone di due fasi: la prima è rappresentata dalla simulazione di quale sarebbe stato, a seconda del caso, l'EBITDA o il reddito netto della società in assenza degli atti lesivi conseguenza dell'attività di direzione e coordinamento mentre la seconda è costituita dalla "riclassificazione" di tale differenza, introducendo nel calcolo di tale valore tutti quegli ulteriori fattori esterni che ne avrebbero comunque influenzato l'effettiva corresponsione a favore del beneficiario <sup>(261)</sup>.

Individuate le linee guida per la determinazione del danno, un ulteriore elemento di criticità che emerge dall'analisi dell'istituto è legato alla identificazione delle differenze che sussistono tra il concetto di "valore" e quello di "redditività". In particolare, posto che tali definizioni rappresentano, sotto il profilo aziendalistico, due distinti elementi di valutazione dell'impresa, è sorto il dubbio sul fatto che tale binomio debba essere interpretato come un pregiudizio unitario o se, invece, debba individuarsi un distinto danno che, come tale, sia suscettibile di autonomo ristoro <sup>(262)</sup>.

Nella prima ipotesi interpretativa, il pregiudizio alla redditività dovrebbe pertanto essere analizzato solo con riferimento alla sua capacità di tutelare, in via

---

zione tutti quegli ulteriori elementi (ammortamenti, accantonamenti e gestione finanziaria) che non influenzano direttamente l'andamento aziendale.

<sup>(261)</sup> Nel caso in cui si debba calcolare il reddito netto, sono elementi che attengono alla sua "riclassificazione": la tassazione; la presenza di elementi esogeni come, ad esempio, l'aumento dei tassi di interesse che avrebbero determinato una diminuzione dell'utile netto; la presenza di perdite pregresse; le componenti di svalutazione e gli interessi compensativi, ecc. Analogo discorso potrebbe farsi nel caso del calcolo del valore della partecipazione in cui si dovrebbero tenere in considerazione: le differenze che derivano dall'utilizzo di differenti metodi di valutazione (patrimoniale, reddituale, misto); i disaggi di minoranza così come i vincoli parasociali e statutaria al trasferimento delle partecipazioni; il contesto di gruppo in cui l'azienda opera nonché i suoi effetti in capo alla eterogestita in relazione al periodo di attualizzazione dei redditi o dei flussi di cassa futuri posti alla base della valutazione.

<sup>(262)</sup> Sul punto CASONATO, *Il pregiudizio alla redditività*, in *op. cit.*, 295; GILOTTA, *Interesse sociale*, in *op. cit.*, 196.

indiretta, il valore della partecipazione. Conseguentemente, secondo tale ricostruzione la redditività costituirebbe una delle componenti che vanno a determinare, nel suo complesso, il valore della partecipazione aziendale. Nella seconda ipotesi, invece, il danno rappresenterebbe il nocumento subito dal socio in relazione a ciò che personalmente avrebbe potuto conseguire in termini di diretta remunerazione offerta dalla partecipazione che, in concreto, si sostanzia in una giuridicamente tutelata aspettativa di distribuzione dei dividendi <sup>(263)</sup>.

Tale interpretazione, tuttavia, si scontra con la ricostruzione offerta dall'attuale orientamento dominante <sup>(264)</sup> secondo cui il pregiudizio alla redditività deve intendersi più propriamente quale nocumento alla potenziale produzione di utili e non quale manifestazione di una tutela di un supposto "diritto al dividendo". L'unica circostanza nella quale potrebbe configurarsi una dissociazione interpretativa tra redditività e valore sarebbe quindi il caso in cui l'evento pregiudizievole si verifichi successivamente al momento in cui la società abbia già deliberato la distribuzione di dividendi o qualora siano presenti analoghi elementi tali da configurare un diritto o una ragionevole aspettativa di credito da parte del socio.

Un ultimo ambito di analisi della fattispecie è rappresentato dal valore interpretativo da attribuire al concetto di pregiudizio contenuto nell'articolo 2497

---

<sup>(263)</sup> Sul punto ancora CASONATO, *Il pregiudizio alla redditività*, in *op. cit.*, 295, il quale, sotto il profilo giuridico, identifica la fondatezza di tale aspettativa, ad esempio, alla luce di particolari clausole statutarie che prevedono la corresponsione di dividendi al verificarsi di determinati eventi o in considerazione di una determinata storicità di distribuzione degli stessi.

<sup>(264)</sup> Cfr. GUGLIELMUCCI, *La responsabilità per direzione e coordinamento di società*, in *Dir. Fall.*, 2005, I, 45; SALAFIA, *La responsabilità della holding*, in *op. cit.*, 390, secondo il quale il danno che incide sulla redditività rappresenta il nocumento che il socio della società controllata subisce di riflesso, come conseguenza del danno direttamente patito dal patrimonio della società. Si tratta quindi di un danno indiretto, in quanto proiezione del danneggiamento del patrimonio della società, ovvero di quel danno il cui risarcimento il socio non potrebbe, alla stregua di quanto dispone l'articolo 2395 c.c., richiedere agli amministratori e ai sindaci della sua società. In giurisprudenza, Corte di Cassazione, 3 aprile 2007, n. 8359, in *Giur. it.*, 2007, 2761; Corte di Cassazione, 28 maggio 2004, n. 10271, in *Giust. civ. Mass.*, 2004, 5, le quali escludono la sussistenza di un danno diretto in capo al socio, dato che, appartenendo gli utili, prima della distribuzione, alla società, il danno viene subito direttamente da questa e soltanto di riflesso dal socio per la riduzione del valore della sua quota.

c.c. Mentre non desta dubbi il fatto che si configuri un'ipotesi di danno qualora la scelta imprenditoriale decisa dal soggetto che svolge attività di direzione e coordinamento determini, rispetto al momento antecedente l'assunzione di tale decisione, una minusvalenza nel valore e nella redditività della partecipazione, maggiori perplessità solleva la circostanza in cui il pregiudizio è determinato da una scelta imprenditoriale che comporta per la società eterodiretta una valorizzazione non ottimale della partecipazione, ancorché tale decisione presenti comunque una qualche forma di incremento di valore per quest'ultima <sup>(265)</sup>. Seguendo tale ricostruzione, non solo le scelte propriamente espropriative ma anche quelle di semplice abdicazione all'impiego di risorse societarie nel modo che appare più profittevole *ex ante* determinerebbero infatti un danno alla redditività della partecipazione <sup>(266)</sup>. Ipotesi che, peraltro, alla luce delle considerazioni esposte nelle precedenti pagine dalle quali emerge come il creditore bancario sarà solitamente spinto ad esercitare i propri poteri di indirizzo ricercando la massima tutela del proprio credito, appare come quella di più probabile realizzazione dato che il comportamento della banca, di fronte a diverse scelte tutte astrattamente profittevoli per la società ma che si differenziano per il diverso rapporto di rischio/rendimento, sarà normalmente spinto a scegliere l'opzione che presenta, *ex ante*, il minore profilo di rischio di credito e, conseguentemente, di rendimento per la società.

---

<sup>(265)</sup> A titolo esemplificativo, si ipotizzi il caso in cui la società eterodiretta si trovi costretta, rispetto a due scelte di investimento entrambe redditizie ed i cui effetti patrimoniali determinino, ad esempio, un incremento del valore delle partecipazioni pari, in un caso a 10 e nell'altro caso a 20, a dover scegliere, quale conseguenza dell'attività di direzione e coordinamento, la soluzione che incrementa il valore solo per 10.

<sup>(266)</sup> Cfr. GILOTTA, *Interesse sociale*, in *op. cit.*, 195, secondo il quale “*massimizzazione del valore*” non significa infatti solamente (e semplicemente) scegliere i progetti “profittevoli” – e cioè adottare decisioni “non dannose” – ma significa scegliere, fra vari progetti alternativi tutti *ex ante* profittevoli, quello che, a parità di condizioni, è il più profittevole, nel linguaggio della finanza aziendale quello con il *net present value* più elevato [...] È innegabile che specialmente la redditività, quale funzione di valori intrinsecamente prospettici, viene danneggiata non solo da lesioni patrimoniali “attuali” (azioni che causino cioè una “perdita netta”, una diminuzione di valore del patrimonio), ma anche da comportamenti di mera rinuncia a più redditizie opportunità di investimento”.

La ricostruzione proposta, che vede la possibilità di configurare un danno derivante da una non ottimale scelta di investimento determinatasi per una illegittima attività di direzione e coordinamento, ha tuttavia sollevato alcune perplessità <sup>(267)</sup> in quanto, se portata all'estremo, di fatto porterebbe a negare qualsiasi autonomia concettuale e di movimento nell'interesse di gruppo. Quest'ultima, infatti, sembra contrastare con la volontà del Legislatore della riforma che ha espresso nella legge delega la volontà *“di prevedere una disciplina del gruppo secondo principi di trasparenza e tale da assicurare che l'attività di direzione e di coordinamento contemperi adeguatamente l'interesse del gruppo, delle società controllate e dei soci di minoranza di queste ultime”* <sup>(268)</sup>.

In tale ottica, la disciplina prevista dall'articolo 2497 c.c., fermo restando il limite del decremento netto di valore del patrimonio della società controllata, sembrerebbe porsi come obiettivo quello di rendere lecita la massimizzazione del valore del gruppo nel suo complesso anche qualora tale risultato determini, in concreto, la rinuncia alla massimizzazione del valore della eterodiretta. Conseguentemente, scelte imprenditoriali che prevedono per quest'ultima ritorni dell'investimento inferiori rispetto a quelli che sarebbero potuti derivare da altri progetti non intrapresi alla luce di una direttiva di gruppo non comporterebbe responsabilità per la società che svolge attività di direzione e coordinamento.

Pur agganciandosi a non secondari elementi interpretativi, tale indirizzo appare criticabile sotto due profili. In primo luogo, muovendo da una considerazione prettamente economica, affermare che nella situazione sopra descritta non possa configurarsi un pregiudizio non tiene in debita considerazione il fat-

---

<sup>(267)</sup> Sul punto ABRIANI, *Gruppi di società*, in *op. cit.*, 616 ss..

<sup>(268)</sup> Articolo 10 del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (reperibile su <http://www.normattiva.it>). Peralto, come espresso nella relazione di accompagnamento al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (reperibile su [http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS\\_RELAZIONE\\_Cod\\_Civ.pdf](http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS_RELAZIONE_Cod_Civ.pdf)), al paragrafo 13, viene confermato come *“l'esercizio di una tale attività sia del tutto naturale e fisiologico da parte di chi è in condizioni di farlo e non implica, né richiede, il riconoscimento o l'attribuzione di particolari poteri. Sotto altro aspetto, però, l'esercizio di questa attività solleva delicati problemi quando chi la esercita sia portatore di interessi non omogenei con gli interessi tipicamente “societari” degli altri soci della controllata”*.

to che la scelta di perseguire un progetto che, rispetto ad altri, si dimostri meno performante comporterà, per la società eterodiretta, alla luce della diversa percezione che avranno i terzi che verranno a contatto con quest'ultima, un conseguente incremento del costo del capitale che, indirettamente, potrà contribuire nel lungo periodo ad una riduzione della redditività nonché ad un deprezzamento del valore della stessa partecipazione. In secondo luogo, la circostanza che l'articolo 2497 c.c. sotto il profilo letterale escluda il danno solo in presenza di eventi che compensino il pregiudizio arrecato, sembra giustificare una diversa interpretazione della determinazione del danno nella quale, oltre alla perdita netta di valore (c.d. danno emergente), possa essere ricompreso anche l'eventuale costo-opportunità subito dal soggetto tutelato dalla normativa <sup>(269)</sup>.

Come anticipato, muovendo dalle considerazioni espresse nei precedenti paragrafi, è ragionevole ritenere che quanto sopra esposto rappresenti la fattispecie di danno più comune nell'ambito dei rapporti tra creditore bancario e società in crisi. Di fronte a scelte autorizzative contrattualmente lasciate in capo all'istituto di credito, infatti, qualora emerga una forma di responsabilità per quest'ultimo, si dovrà individuare, ai fini della determinazione del relativo risarcimento, il nocumento subito dalla società eterodiretta che, seguendo la ricostruzione proposta, sarà pari alla differenza tra quanto effettivamente realizzato da quest'ultima rispetto a quanto avrebbe ragionevolmente conseguito qualora l'attività di indirizzo perseguita da colui che esercita attività di direzione e coordinamento, ove svolta legittimamente secondo i canoni previsti dall'articolo 2497 c.c., avrebbe portato ad una scelta imprenditoriale più profittevole di quella effettivamente perseguita. Si viene quindi a configurare una forma di risarcimento del danno derivante dalla perdita di un'occasione favorevole (c.d. "chance") <sup>(270)</sup>; figura ampiamente approfondita in ambito civilisti-

---

<sup>(269)</sup> GILOTTA, *Interesse sociale*, in *op. cit.*, 197.

<sup>(270)</sup> ZENO ZENCOVICH, *Il danno per la perdita della possibilità di una utilità futura*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1986, 207 ss..

co<sup>(271)</sup>, per la quale la perdita della possibilità di conseguire un risultato favorevole è comunemente considerata un'entità patrimoniale a sé stante<sup>(272)</sup>. Tale tipologia di danno è determinabile in ragione della maggiore o minore probabilità di trarre profitto dall'occasione perduta ed è risarcibile ogniqualvolta sussista la certezza o un'elevata probabilità del pregiudizio subito<sup>(273)</sup>. In tale contesto, ciò che viene in rilievo è un nocumento già concretamente verificatosi nella sfera giuridica del soggetto danneggiato, vale a dire una lesione della propria integrità patrimoniale causalmente collegata all'altrui fatto illecito che può discendere dalla violazione di norme positive (come nel caso di specie) oppure anche da pattuizioni convenzionali così come dal generico dovere di *nemine ledere*<sup>(274)</sup>.

Passando all'analisi dell'obbligo risarcitorio previsto dall'articolo 2497 c.c. a favore del creditore determinato dalla lesione cagionata, per effetto dell'altrui illegittima attività di direzione e coordinamento, all'integrità del patrimonio della società eterodiretta nei confronti della quale sussiste un rapporto obbligatorio, emerge come tale disciplina non pone particolari dubbi interpretativi

---

<sup>(271)</sup> Sul punto, *ex multis*, DE ANGELIS, *Il danno risarcibile*, in *op. cit.*, 178 ss.); BALDASSARRI, *Le categorie del danno*, in *La responsabilità civile, Danno e risarcimento in generale*, in *Il diritto privato nella giurisprudenza* (a cura di CENDON), Torino, 2008, 32 ss..

<sup>(272)</sup> Cfr. Corte di Cassazione, 25 maggio 2007, n. 12243, in *Giust. civ. Mass.*, 2007, 5; Corte di Cassazione, 19 febbraio 2009, n. 4052, in *Giust. civ. Mass.*, 2009, 269; Corte di Cassazione, 11 maggio 2010, n. 11353, in *Giust. civ. Mass.*, 2010, 716.

<sup>(273)</sup> Sul punto ancora Corte di Cassazione, 19 febbraio 2009, n. 4052, in *Giust. civ. Mass.*, 2009, 2, 269, secondo cui "l'accoglimento della domanda di risarcimento del danno da lucro cessante o da perdita di chance esige la prova, anche presuntiva, dell'esistenza di elementi oggettivi e certi dai quali desumere, in termini di certezza o di elevata probabilità e non di mera potenzialità, l'esistenza di un pregiudizio economicamente valutabile".

<sup>(274)</sup> Cfr. Corte di Cassazione, 4 marzo 2004, n. 4400, in *Giust. civ. Mass.*, 2005, 2115, secondo cui "ciò che occorre porre in rilievo è che la domanda per perdita di chances è ontologicamente diversa dalla domanda di risarcimento del danno da mancato raggiungimento del risultato sperato. Infatti, in questo secondo caso, la stessa collocazione logico giuridica dell'accertamento probabilistico attiene alla fase di individuazione del nesso causale, mentre all'altro caso attiene al momento della determinazione del danno: in buona sostanza nel primo caso le chances sostanziano il nesso causale, nel secondo caso sono l'oggetto della perdita e quindi del danno". Sul punto anche BALDASSARRI, *Le categorie del danno*, in *op. cit.*, 33, secondo il quale, qualora la chance venga considerata come perdita della possibilità di conseguire un risultato utile, "quando si verifica il danno, l'utilità è già presente nel patrimonio del danneggiato nella forma della possibilità di conseguire un risultato favorevole".

in merito alle modalità di quantificazione del danno che sarà rappresentato dal *quantum* di credito (come eventualmente rivalutato dagli interessi applicabili per il ritardo nell'adempimento) che risulterà insoddisfatto a causa della insufficienza patrimoniale che si è determinata dalla condotta antiggiuridica soggetto dominante. Come osservato <sup>(275)</sup>, l'apparente linearità di approccio per la quantificazione del danno in capo ai creditori tende a complicarsi laddove l'azione venga promossa nel quadro di una procedura fallimentare. In tali casi, infatti, l'unico criterio proponibile, pur non esente da critiche <sup>(276)</sup>, dovrebbe essere quello del raffronto dei netti patrimoniali di periodo <sup>(277)</sup>.

A tale riguardo, peraltro, occorre tenere in considerazione come il risarcimento corrisposto al creditore sociale determina il sorgere di un danno nei confronti dei soci in seguito alla diminuzione del valore e della redditività della partecipazione quale conseguenza dell'esborso dovuto a ripristino del danno causato al creditore. Si pone pertanto il dubbio su quale azione debba avere prevalenza qualora quest'ultima sia promossa contemporaneamente dal socio e dal creditore. Tenuto conto della consequenzialità logica dei danni, che nel suddetto caso prevedono un eventuale incremento di quello del socio in conseguenza della liquidazione di quello dovuto al creditore, si dovrà procedere, in primo luogo, alla determinazione del danno nei confronti di quest'ultimo e,

---

<sup>(275)</sup> Cfr. CASONATO, *Il pregiudizio alla redditività*, in *op. cit.*, 305.

<sup>(276)</sup> Critiche al criterio sono state recentemente espresse dalla Corte di Cassazione, Sezioni Unite, 6 maggio 2015, n. 9100, in *Il Fallimento*, 2015, 934 ss. secondo cui, in difetto di specifiche ragioni che lo giustificano, il *deficit* patrimoniale fatto registrare da una società in fallimento non può essere posto a carico degli amministratori come conseguenza della violazione del generale obbligo di diligenza nella gestione; al contrario, l'individuazione e la liquidazione del danno risarcibile devono essere operate avendo riguardo a specifici inadempimenti che l'attore ha l'onere di allegare, onde possa essere verificata l'esistenza di un rapporto di causalità tra le dette inottemperanze e il danno di cui si pretende il risarcimento.

<sup>(277)</sup> Cfr. GALLETTI, *Brevi note sull'uso dei criteri dei «netti patrimoniali di periodo» nelle azioni di responsabilità*, reperibile in [http://www.osservatorio-oci.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=30:brevi-note-sulluso-del-criterio-dei-netti-patrimoniali-di-periodo-nelle-azioni-di-responsabilita-sociali&catid=17:fallimento&Itemid=246](http://www.osservatorio-oci.org/index.php?option=com_content&view=article&id=30:brevi-note-sulluso-del-criterio-dei-netti-patrimoniali-di-periodo-nelle-azioni-di-responsabilita-sociali&catid=17:fallimento&Itemid=246).

successivamente, nei confronti del socio, il cui pregiudizio comprenderà anche quanto sarà oggetto di liquidazione a favore del creditore sociale <sup>(278)</sup>.

---

<sup>(278)</sup> Cfr. MENDITTO, *In tema di responsabilità della società capogruppo*, nota a decreto Tribunale di Napoli 28 maggio 2008, in *Foro. it.*, 2009, 1965.

## BIBLIOGRAFIA

### DOTTRINA:

AA.VV., *Banche e risanamento delle imprese in crisi* (a cura di FORESTIERI), Milano, 1995.

AA.VV., *La nuova disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato d'insolvenza* (a cura di CASTAGNOLA – SACCHI), Torino, 2000.

ABBADESSA, *La responsabilità della società capogruppo verso la società abusata: spunti di riflessione*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, I, 2008, 279.

ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella S.p.A.: dal codice alla riforma*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società, Liber amicorum Antonio Piras*, 2010, Torino, 3.

ABETE, *Le vie negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa*, in *Il Fallimento*, 2007, 617.

ABRIANI, *Gruppi di società e criterio dei vantaggi compensativi nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, I, 2002, 613.

ACCETTELLA, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2013, I, 462.

AGHION – BOLTON, *An incomplete contracts approach to financial contracting*, 1992, in <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/Aghion%20and%20Bolton%201992.pdf>.

ALESSI, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi*, Milano, 2000.

ALLEGRI, *La concessione abusiva di credito: evoluzione e prospettive anche alla luce della riforma della legge fallimentare*, in *Dir. Fall.*, 2007, I, 563.

ALPA, *La responsabilità per la direzione e il coordinamento di società. Note esegetiche sull'art. 2497 c.c.*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, II, 659.

AMBROSINI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella nuova legge fallimentare: prime riflessioni*, in *Il Fallimento*, 2005, 949.

AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, XI, Padova, 2008.

AMBROSINI, *I finanziamenti bancari alle imprese in crisi nei nuovi articoli art. 182-quater e 182-quinquies, l. fall.*, reperibile in [www.fallimentarista.it](http://www.fallimentarista.it).

ANGELICI, *Della società per azioni, Le azioni*, in *Il Codice civile, Commentario diretto da P. Schlesinger*, Milano, 1992, 189.

ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, Milano, 2012.

ANGELICI, *Note minime sull'“interesse sociale”*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2014, I, 255.

AQUILINO, *Sostegno finanziario delle imprese in crisi e responsabilità della banca: brevi riflessioni alla luce della riforma della legge fallimentare*, *Dir. Fall.*, 2008, 576.

ARMOUR – HANSMANN – KRAAKMAN, *The Essential Elements of Corporate Law*, ECGI, *Law Working Paper N° 134/2009*, 36, in [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1436551](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1436551).

ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951, 1145.

ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. Soc.*, 1959, 93.

ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1947, I, 12.

BALDASSARRI, *Le categorie del danno*, in *La responsabilità civile, Danno e risarcimento in generale*, in *Il diritto privato nella giurisprudenza* (a cura di CENDON), Torino, 2008, 32.

BARTOLACETTI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Gli strumenti finanziari partecipativi*, *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2012.

BASSI, *La disciplina dei gruppi*, in *La riforma del diritto societario* (a cura di BUONOCORE), Torino, 2003, 201.

BEGHIN, *Perdite e svalutazioni dei crediti a seguito di rinunce, transazioni o insufficienza dell'attivo*, in *Il diritto tributario delle procedure concorsuali e delle imprese in crisi* (a cura di PAPPARELLA), Milano, 2013, 1009.

BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2010, 414.

BERTOLI, *Crisi di impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Milano, 2000.

BELCREDI, *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi nei primi anni '90*, Milano, 1996.

BELCREDI, *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Vita e Pensiero, Milano, 1995.

BELLUCCI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti (prima e dopo il decreto correttivo n. 169 del 12 settembre 2007)*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2008, I, 483.

- BENEDETTI, *Le anomalie nel rapporto fra il controlling creditor e le imprese finanziarie: spunti comparatistici*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2011, 494.
- BERRUTI, *La ristrutturazione del debito nelle imprese in crisi. Il punto di vista delle banche*, in *Banche e risanamento delle imprese in crisi* (a cura di FORESTIERI), Milano, 1995, 240.
- BERTACCHINI, *Gli effetti del fallimento sugli atti pregiudizievoli ai creditori*, in AA. VV., *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2007.
- BERTACCHINI, *La conversione dei crediti in azioni negli accordi di ristrutturazione dei debiti e nei piani attestati di risanamento nel quadro della legge fallimentare riformata*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2014, I, 181.
- BIANCA, *Diritto Civile, Vol. 5, La responsabilità*, Milano, 2012.
- BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1983, 205.
- BIANCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Padova, 2006.
- BOCCUZZI, *I meccanismi di allerta e prevenzione e le procedure stragiudiziali*, in *Dir. Fall.*, 2005, I, 626.
- BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi. Ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007.
- BONELLI, *Nuove esperienze nella soluzione stragiudiziale della crisi delle imprese*, in *Giur. Comm.*, 1997, I, 488.
- BONELLI, «*Concessione abusiva*» di credito e «*interruzione abusiva di credito*», in *Crisi di imprese: casi e materiali* (a cura di BONELLI), Milano, 2011, 259.
- BONFATTI, *Gli atti di "esecuzione" in generale delle procedure concorsuali minori, degli accordi di ristrutturazione e dei "piani" di risanamento*, in BONFATTI, *La disciplina dell'azione revocatoria*, Milano, 2005.
- BONFATTI, *L'amministrazione straordinaria delle imprese di rilevanti dimensioni in stato di insolvenza*, in [www.judicium.it](http://www.judicium.it).
- BONFATTI – CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011.
- BONFATTI – FALCONE, *La "riforma urgente" del diritto fallimentare e le banche*, Milano, 2003.
- BONSIGNORI, *Il finanziamento alle imprese in crisi nella fase preparatoria della ristrutturazione del debito*, in *Il Fallimento*, Allegato – Convegno di Milano 21 ottobre 2008, 2009, 37.
- BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, Milano, 2006.

BORGIOLI, *Responsabilità della banca per concessione abusiva di credito?*, in *Giur. Comm.*, 1981, 287.

BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, *Liber amicorum Antonio Piras*, 2010, Torino, 16.

BRIZZI, *Finanziamento dell'impresa in crisi e doveri gestori*, *Relazione presentata al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale"*, Roma 21-22 febbraio 2014, reperibile in [http://rivistaodc.eu/media/24098/brizzi\\_f\\_def.pdf](http://rivistaodc.eu/media/24098/brizzi_f_def.pdf).

BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 1027.

BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. III, 187.

BUSSOLETTI – LA MARCA, *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, I, 65.

BUTERA, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi ed il chapter eleven: sistemi a confronto*, in *Dir. Fall.*, 2006, 359.

CAMPANA, *L'impresa in crisi: l'esperienza del diritto francese*, in *Il Fallimento*, 2003, 978.

CAMPANA, *La prevenzione della crisi delle imprese. L'esperienza francese*, in *La legislazione concorsuale in Europa* (a cura di BONFATTI – FALCONE), Milano, 2004, I, 256.

CAPO, *Le esenzioni dell'azione revocatoria e gli strumenti di composizione concordata della crisi*, in AA. VV., *Il concordato preventivo e la ristrutturazione del debito d'impresa*, Torino, 2006.

CAPOBIANCO, *Gli accordi stragiudiziali per la soluzione della crisi d'impresa. Profili strutturali e funzionali e conseguenze dell'inadempimento del debitore*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2010, I, 295.

CAPOLINO, *Responsabilità delle banche nell'insolvenza dell'impresa: revoca degli affidamenti e ricorso abusivo al credito*, in *Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, numero 47 – Dicembre 1997, 46.

CAPRIGLIONE, *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, *Commento al d. legisl. N. 385 del 1993, testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2000, 210.

CAPRIO, *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica*, Mediocredito Lombardo, Milano, 1997.

CARDARELLI, *Controllo contrattuale ed abuso della posizione dominante*, in *Le Società*, 2002, 316.

CARPENTIERI, *I profili fiscali dei piani attestati di risanamento*, in *Il diritto tributario delle procedure concorsuali e delle imprese in crisi* (a cura di PAPPARELLA), Milano, 2013, 917.

CARIELLO, *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Riv. Soc.*, 2003, 1229.

CARIELLO, *Primi appunti sulla c.d. responsabilità da attività di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, II, 331.

CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. Soc.*, 2007, 1.

CASELLI, *PMI e sistema finanziario. Comportamento delle imprese e strategia delle banche*, Milano, 2003.

CASONATO, *Il pregiudizio alla redditività e al valore della partecipazione sociale nella società eterodiretta ed il danno da lesione all'integrità del patrimonio della società controllata. Criteri per la determinazione del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Dir. Fall.*, 2013, 277.

CASTIELLO D'ANTONIO, *I rischi per le banche nel finanziamento delle imprese in difficoltà: la concessione abusiva del credito*, in *Dir. Fall.*, 1995, I, 253.

CAVALLINI, *Dalla crisi alla conservazione dell'impresa nelle ultime riforme fallimentari: uno sguardo d'insieme tra novità della legge e statuizioni della Suprema Corte*, in *Riv. Soc.*, 2013, 762.

CENTONZE, *Qualificazione e disciplina del rigetto della proposta (c.d. «delibera negativa»)*, in *Riv. Soc.*, 2007, 414.

CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 133.

CESARINI, *Il rapporto banca-impresa e l'utilizzo di warrants nei piani di risanamento aziendale*, in *Banca Impresa e Società*, 1993, 189.

CHIAPPETTA, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, 2006, 668.

CIAN, *La deliberazione negativa dell'assemblea nella società per azioni*, Torino, 2003.

CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 382.

CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella “nuova” s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. I, 735.

CIAN, *Strumenti finanziari e poteri di voice*, Milano, 2006.

CICCHINELLI, *Art. 53, Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* (a cura di COSTA), Tomo I, Artt. 1-69, Torino, 2013, 546.

CINCOTTI, *L’esperienza delle part bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all’art. 2346 c.c.*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2004, I, 221.

CINCOTTI, *Merger leveraged buy-out, sostenibilità dell’indebitamento e interessi tutelati dall’ordinamento*, in *Riv. soc.*, 2011, 634.

COASE, *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, 1995.

CODAZZI, *Vantaggi compensativi e infedeltà patrimoniale (dalla compensazione «virtuale» alla compensazione «reale»): alcune riflessioni alla luce della riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 600.

CONFORTI, *La responsabilità civile degli amministratori di società*, I, Milano, 2003.

CONFORTINI, *Interesse di classe e autonomia concorsuale*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 5, 1224.

COOTER – FREEDMAN, *The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences*, 1991, reperibile su <http://news.lib.uchicago.edu/wp-content/uploads/2011/04/66NYULRev.pdf>.

CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. Comm.*, 2003, I, 414.

COSTA, *Le assemblee speciali*, in AA.VV. *Trattato delle società per azioni* (diretto da COLOMBO – PORTALE), Vol. 3, Torino, 1993, 523.

COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, 200.

COSTI, *L’ordinamento bancario*, Bologna, 2006.

COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. I, 727.

COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. Soc.*, 2005, 693.

CUOMO, *Controllo societario da credito e diritto della crisi. Il problema della Sanierungsprivileg*, in *Dir. ban. mer. fin.*, 2014, 425.

D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur. Comm.*, 2001, I, 411.

D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 708.

D'AMBROSIO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Le nuove procedure concorsuali per la prevenzione e la sistemazione della crisi d'impresa* (a cura di BONFATTI – FALCONE), Milano, 2006.

D'AMBROSIO, *Sub art. 67, 3° comma, lett. d), e), g)*, in JORIO – FABIANI (diretto da e coordinato da), *Il nuovo diritto fallimentare*, Bologna, 2007.

D'AMBROSIO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in FAUCEGLIA – PANZANI (diretto da), *Fallimento e altre procedure concorsuali*, III, Torino, 2009.

D'ANGELO, *Il nuovo diritto societario e la clausola generale di buona fede*, in *Contr. Impr.*, 2004, 769.

DANOVI, *Crisi di impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Milano, 2003.

DE ANGELIS, *Il danno risarcibile (contrattuale, extracontrattuale e precontrattuale) ed il nesso di causalità. La tutela per equivalente pecuniario: funzioni, tipologie e tecniche liquidative del risarcimento danni*, in *La responsabilità civile* (a cura di FAVA), Milano, 2010, 559.

DE CICCO, *La rappresentazione in bilancio degli strumenti di finanziamento atipici. Necessità di regolamentare gli assetti finanziari d'impresa*, in *Riv. Dott. Comm.*, n. 4/2009, 679.

DE CRESCENZO – PANZANI, *Il nuovo diritto fallimentare*, Milano, 2005.

DE FERRA, *Il rischio di insolvenza*, in *Giur. Comm.*, 2001, I, 193.

DE FERRA, *La riforma societaria e gli istituti di allerta e prevenzione nella riforma delle procedure concorsuali*, in *Dir. Fall.*, 2005, I, 470.

DE PRA, *Deliberazione negativa votata in conflitto di interessi e divieto di voto del socio-amministratore*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 911.

DEMARCHI, *I piani di risanamento ex art. 67 legge fallimentare. Tentativo di ricostruzione di un istituto non tipizzato a partire dai suoi effetti in caso di fallimento*, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R.Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 585.

DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 489.

DENOZZA, *Intervento al convegno “Le soluzioni concordate delle crisi d’impresa”*, Torino, 8-9 aprile 2011, in *Le soluzioni concordate delle crisi d’impresa* (a cura di JORIO), Milano, 2012, 181.

DI MAJO, *La responsabilità per l’attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 537.

DI MARZIO, *Abuso e lesione della libertà contrattuale nel finanziamento all’impresa insolvente*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 145.

DIMUNDO, *sub artt. 2346-2356*, in CARATOZZOLO *et al.*, *Società per azioni: azioni, società collegate e controllate, assemblee (artt. 2346-2379-ter c.c.)*, Milano, 2003, 9.

DIMUNDO, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: la meno “meno incerta” via italiana alla “reorganization”*, in *Il Fallimento*, 2007, 703.

DOLCE, *Partecipazioni acquisite per il recupero di crediti bancari, (art. 113 TUIR)*, in *Fisco*, 1/2011, 7446.

EASTERBROOK – FISCHER, *L’economia delle società per azioni*, Milano, 1996.

EISENBERG, *The Duty Of Good Faith in Corporate Law*, reperibile in <http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1736&context=facpubs>

ENRIQUES, *Gruppi di società e gruppi di interesse*, in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private* (a cura di BENAZZO – PATRIARCA – PRESTI), Milano, 2003, 247.

ENRIQUES, *Conflitto di interessi, azione sociale di responsabilità e impugnazione di deliberazioni negative*, in *Giur. Comm.*, 2001, II, 840.

ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di “strumenti finanziari partecipativi” in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2005, I, 166.

ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 607.

ENRIQUES – MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, 78.

ENRIQUES – ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l’invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, 1.

EASTERBROOK – FISHER, *Contract and fiduciary duty*, in *J. Law. Econ.*, 1993, 425.

EASTERBROOK – FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1996.

- FABIANI, *Osservazioni sulle misure di allarme per le crisi d'impresa*, in *Il Fallimento*, 2004, 825.
- FABIANI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: l'incerta via italiana alla "reorganization"*, in *Foro It.*, 2006, I, 263.
- FABIANI, *L'ulteriore upgrade degli accordi di ristrutturazione e l'incentivo ai finanziamenti nelle soluzioni concordatarie*, in *Il Fallimento*, 2010, 898.
- FABIANI, *Fase esecutiva degli accordi di ristrutturazione e varianti del piano e dell'accordo*, in *Il Fallimento*, 2013, 769.
- FABIANI, *Riflessioni precoci sull'evoluzione della disciplina della regolazione concordata della crisi di impresa*, reperibile in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).
- FACCINCANI, *Banche, imprese in crisi e accordi stragiudiziali di risanamento*, Milano, 2007.
- FAILLACE, *Questioni controverse in ordine alla responsabilità da «contratto sociale»*, in *Resp. civ.*, 2004, 252.
- FALCONE, *La riforma concorsuale spagnola*, Milano, 2006.
- FAUCEGLIA, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge 80/2005*, in *Il Fallimento*, 2005, 1445.
- FAUCEGLIA, *L'anticipazione della crisi d'impresa: profili di diritto comparato e prospettive future*, in *Il Fallimento*, Allegato – Convegno di Milano 21 ottobre 2008, 2009, 14.
- FERRI, *Diritto agli utili e diritto di dividendo*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, 405.
- FERRI, *L'esperienza del Chapter 11. Procedura di riorganizzazione dell'impresa in prospettiva di novità legislative*, in *Giur. Comm.*, 2002, 65.
- FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2003, I, 805.
- FERRI Jr., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. Not.*, 2008, 741.
- FERRO, *Il piano attestato di risanamento*, in *Il Fallimento*, 2005, 1353.
- FERRO, *Sub art. 67, co. 3, lett. d)*, in *La legge fallimentare* (a cura di FERRO), Padova, 2011.
- FERRO LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge e all'atto costitutivo*, Milano, 1978.
- FERRO LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino, 2004.

FERRO LUZZI, *Prolegomeni in tema di accordi di ristrutturazione dei debiti dell'imprenditore in stato di crisi: dal paradosso del terzo creditore "estraneo"...ma non troppo*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2008, I, 826.

FICARI, *Problematiche fiscali degli accordi di ristrutturazione e relative evoluzioni normative*, in *Il diritto tributario delle procedure concorsuali e delle imprese in crisi* (a cura di PAPPARELLA), Milano, 2013, 907.

FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. Soc.*, 2010, 98.

FIMMANÒ, *Sub art. 2497*, in *Direzione e coordinamento di società* (a cura di SBISÀ), in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), Milano, 2012, 114.

FORESTIERI, *Rischio del credito e finanza dell'impresa*, Milano, 1992.

FORESTIERI, *Banche e risanamento delle imprese in crisi* (a cura di FORESTIERI), Milano, 1995.

FRANCHINA, *La responsabilità della banca per concessione abusiva di credito*, in *Dir. Fall.*, 1988, 656.

FRANZONI, *Sub art. 1375*, in *Il Codice civile, Commentario diretto da P. Schlesinger*, Milano, 1999, 297.

FRASCAROLI SANTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Padova, 2010.

FURLOW, *Good Faith, Fiduciary Duties, and the Business Judgment Rule in Delaware*, reperibile in <http://epubs.utah.edu/index.php/ulr/%EE%80%80article%EE%80%81/viewFile/249/221>

GALARDO, *Accordi di ristrutturazione: valutazione del tribunale e inadempimento dell'accordo di ristrutturazione omologato*, in *Dir. Fall.*, 2011, II, 159.

GALGANO, *Civile e penale nella responsabilità del banchiere*, in *Contr. impr.*, 1987, 1.

GALGANO, *L'oggetto della holding è, dunque, l'esercizio mediato e indiretto dell'impresa di gruppo*, in *Contr. imp.*, 1990, 401.

GALGANO, *Sub art. 1375, Effetti del contratto. Rappresentanza. Contratto per persona da nominare. Art. 1372-1405*, GALGANO – VISINTINI, in *Commentario Scialoja – Branca*, Milano, 1993, 94.

GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario Scialoja – Branca*, Milano, 2005.

GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato Galgano*, Vol. XXIX, 1, 3<sup>a</sup> ed., 2006, 320.

GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza. Il diritto fallimentare tra diritto ed economia*, Bologna, 2006.

GALLETTI, *I piani di risanamento e di ristrutturazione*, in *Riv. trim. dir. Proc. Civ.*, 2006, 1195.

GALLETTI, *Le nuove esenzioni dalla revocatoria fallimentare*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, 163.

GALLETTI, *Brevi note sull'uso dei criteri dei «netti patrimoniali di periodo» nelle azioni di responsabilità*, in [http://www.osservatorio-oci.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=30:brevi-note-sulluso-del-criterio-dei-netti-patrimoniali-di-periodo-nelle-azioni-di-responsabilita-sociali&catid=17:fallimento&Itemid=246](http://www.osservatorio-oci.org/index.php?option=com_content&view=article&id=30:brevi-note-sulluso-del-criterio-dei-netti-patrimoniali-di-periodo-nelle-azioni-di-responsabilita-sociali&catid=17:fallimento&Itemid=246).

GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987.

GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto di interessi assembleare nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 379.

GHIA, *Gli obiettivi della Guida Legislativa sull'Insolvenza dell'UNCITRAL*, in *Il Fallimento*, 2005, 1229.

GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. Comm.*, 2011, 412.

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, 1156.

GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, I, 163.

GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, *Riv. Dir. Soc.*, 2009, 3, 609.

GILOTTA, *Interesse sociale, interesse di gruppo e interesse collettivo nella regola sulla responsabilità per abuso di direzione unitaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 176.

GILSON – WARNER, *Private Versus Public Debt: Evidence From Firms That Replace Bank Loans With Junk Bonds*, 1998, in [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=140093](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=140093).

GIORGIANNI – TARDIVO, *Diritto Bancario, Banche, contratti e titoli bancari*, Milano, 2006.

GIORGIANNI – TARDIVO, *Manuale di diritto bancario*, Milano, 2009.

GROSSMAN – HART, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, 1986, in <http://dash.harvard.edu/handle/1/3450060>.

GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Milano, 1999.

GUALTIERI, *Il processo decisionale delle banche per l'adesione ai piani di risanamento delle imprese*, in *Riv. Soc.*, 1996, 855.

GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, 1986.

GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, 1995.

GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004.

GUERRERA, *La ristrutturazione 'negoziata' dell'impresa in crisi: novità legislative e spunti comparatistici*, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), 2012.

GUERRERA – MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. Soc.*, 2008, 17.

GUERRERI, *Annullabilità delle deliberazioni*, in *Il nuovo diritto delle società* (a cura di MAFFEI ALBERTI), Vol. 1, Padova, 2005, 513.

GUGLIELMUCCI, *La legge tedesca sull'insolvenza*, Milano, 2000.

GUGLIELMUCCI, *Il diritto concorsuale tedesco tra risanamento e liquidazione*, in *Il Fallimento*, 2003, 993.

GUGLIELMUCCI, *La responsabilità per direzione e coordinamento di società*, in *Dir. Fall.*, 2005, I, 38.

HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, 2005.

KAHAN – TUCKMAN, *Anti-Takeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Entrenchment*, 40 *UCLA Law Review*, 1993, 931.

JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1963 (rist. 1972).

JAEGER, *Il voto "divergente"*, Milano, 1976.

JAEGER, ANGELICI, GAMBINO, COSTI, CORSI, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, in *Giur. Comm.*, 1996, 3, 334.

JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, 795.

JENSEN – MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n. 4, 1976, 305-360, reperibile su <http://papers.ssrn.com>.

- JORIO, *Nuove regole per le crisi d'impresa*, in *Il Fallimento*, 2000, 933.
- JORIO, *Le esigenze di una nuova disciplina delle crisi d'impresa*, in *Dir. Fall.*, 2003, I, 551.
- JORIO, *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa tra "privatizzazione" e tutela giudiziaria*, in *Il Fallimento*, 2005, 1453.
- HOUH, *The Doctrine of Good Faith in Contract Law: A (Nearly) Empty Vessel?*, reperibile in [http://scholarship.law.uc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1101&context=fac\\_publications](http://scholarship.law.uc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1101&context=fac_publications)
- IANNACCONE, *Accordi di ristrutturazione e piani di risanamento: riflessioni a margine di un caso concreto*, in *Le nuove procedure concorsuali dalla riforma "organica" al decreto "correttivo"* (a cura di AMBROSINI), Bologna, 2008.
- INNOCENTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nel quadro dell'intervento correttivo del 2007: una possibile soluzione alla crisi d'impresa*, in *Dir. Fall.*, 2007, I, 917.
- INZITARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione e rottura del credito*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2001, I, 265.
- INZITARI, *L'abusiva concessione di credito: pregiudizio per i creditori e per il patrimonio del destinatario del credito*, in *Le Società*, 2007, 463.
- INZITARI, *Gli accordi di ristrutturazione ex art. 182-bis legge fall.: natura, profili funzionali e limiti dell'opposizione degli estranei e dei terzi*, in *Dir. Fall.*, 2012, I, 13.
- IRTI, *Dal salvataggio statale all'intervento bancario*, in *Riv. Soc.*, 1996, 1081.
- KENT, *La Ristrutturazione finanziaria nell'esperienza inglese: la proposta londinese*, in *Banca Imp. Soc.*, n. 2/1993, 195.
- 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 tit. cred.*, 2003, I, 519.
- LANCIANO, *Quali obiettivi per la riforma della normativa fallimentare italiana?*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2001, 153.
- LENER, *Invalidità delle delibere assembleari di società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, 79.
- LIBONATI,  *Holding e investment trust*, Milano, 1959.
- LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2007, I, 1.

- LIBURDI, *Conversione dei crediti in partecipazioni da parte degli istituti di credito*, in *Fisco*, 2/2010, 5225.
- LOFFARI, *Sul controllo esterno-contrattuale in materia societaria*, in *Giust. Civ.*, 2004, I, 2426.
- LOLLI, *Il regolamento di adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2003, 785.
- LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società* (a cura di MAFFEI ALBERTI), I, Padova, 2005, sub artt. 2346-2354, 190.
- MAGGIOLO, *L'azione di danno contro la società o ente capogruppo (art. 2497<sup>3</sup> cod. civ.)*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 176.
- MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.* (a cura di LAURINI), Milano, 2004.
- MANDRIOLI, *Presupposti ed effetti dei piani di risanamento: le finalità dell'istituto*, in *La disciplina dell'azione revocatoria nella nuova legge fallimentare e nei "fallimenti immobiliari"* (a cura di BONFATTI), Milano, 2005.
- MANDRIOLI, *Struttura e contenuti dei "piani di risanamento" e dei "progetti di ristrutturazione" nel concordato preventivo e negli accordi di composizione stragiudiziale delle situazioni di "crisi"*, in *Le nuove procedure concorsuali per la prevenzione e sistemazione delle crisi di impresa* (a cura di BONFATTI - FALCONE), Milano, 2006.
- MANDRIOLI, *Commento all'art. 67, comma 3, lett. d) (la ricostruzione giuridico-aziendalistica)*, in *La legge fallimentare* (a cura di FERRO), Padova, 2011.
- MANGANELLI, *Gestione delle crisi di impresa in Italia e negli Stati Uniti: due sistemi fallimentari a confronto*, in *Il Fallimento*, 2011, 129.
- MARANO, *Le ristrutturazioni dei debiti e la continuazione dell'impresa*, in *Il Fallimento*, 2006, 101.
- MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, *Cont. Impr.*, 2014, 1, 221.
- MARTINES, *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, in *Contr. Impr.*, 1997, 1184.
- MARTORANO, *Insolvenza dell'impresa e revoca del fido bancario*, in *Il Fallimento*, 1985, 250.
- MAUGERI, *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2007, 86.

- MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. Soc.*, 2013, I, 336.
- MAZZAMUTO, *Questioni sparse al confine tra diritto comune e diritto societario*, in *Contr. imp.*, 2006, 1491.
- MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 813.
- MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, 434.
- MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, 1958, 725.
- MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.
- MIGNONE, *Commento all'art. 2346, 6° comma*, in AA. VV. *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da COTTINO – BONFANTE – CAGNASSO – MONTALENTI, Bologna, 2004, 235.
- MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle Società per Azioni*, diretto da COLOMBO – PORTALE, 2004, Volume I, Tomo 3, 3.
- MIOLA, *Profili del finanziamento dell'impresa in crisi tra finalità di risanamento e doveri gestori*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 1079.
- MODIGLIANI – MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, in <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958.pdf>.
- MOLLE – DESIDERIO, *Manuale di diritto bancario e dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2005.
- MONTAGNANI, *Crisi dell'impresa e impossibilità dell'oggetto sociale*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2013, I, 245.
- MONTALENTI, *Osservazioni sulla bozza di decreto legislativo sulla riforma delle società di capitali*, in *Riv. Soc.*, 2002, 1542.
- MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. Soc.*, 2007, 317.
- MONTALENTI, *Intervento al convegno "Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa"*, Torino, 8-9 aprile 2011, in *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa* (a cura di JORIO), Milano, 2012.
- MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013.

- MUCCIARELLI, *Stato di crisi, piano attestato, accordi di ristrutturazione, concordato preventivo e fattispecie penali*, *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2009, 825.
- MUSCOLO, *Gli strumenti finanziari*, in *Le nuove S.p.A.* (a cura di CAGNASSO – PANZANI), Bologna, 2010.
- MUSSO, *Il controllo societario mediante “particolari vincoli contrattuali”*, in *Contr. Imp.*, 1995, 19.
- MUSSO, *Licenze di proprietà industriale e clausole di dominazione: alcuni recenti sviluppi sul controllo “contrattuale”*, in *Contr. Imp.*, 1999, 351.
- NANNI, *Abuso della banca nella concessione di credito ad impresa insolvente*, in *Il Fallimento*, 1996, 917.
- NARDECCHIA, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Il Fallimento*, 2006, 670.
- NARDECCHIA, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti e il procedimento per la dichiarazione di fallimento*, in *Il Fallimento*, 2008, 703.
- NIEDDU ARRICA, *Finanziamento e sostenibilità dell’indebitamento dell’impresa in crisi*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 814.
- NIERI, *Il ruolo delle banche nelle crisi di impresa: l’esperienza di Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Giappone*, in *Banca Impresa e Società*, 1996, 379.
- NIGRO, *La responsabilità della banca per concessione «abusiva» di credito*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 219.
- NIGRO, *L’amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza: cenni introduttivi*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2000, 139.
- NIGRO, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria del nuovo diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2004, 881.
- NIGRO, *La responsabilità della banca nell’erogazione del credito*, in *Le Società*, 2007, 437.
- NIGRO – SCARANI – BONISSONI, *Ristrutturazione del debito con conversione della passività in “equity”*, in *Dir. Prat. Soc.*, 4/2010, 21.
- NINI – SMITH – SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, 2012, in [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1344302](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1344302).
- NOCERA, *Gli accordi di ristrutturazione come contratto privatistico: il diritto della crisi d’impresa oltre le procedure concorsuali*, in *Dir. Fall.*, 2012, I, 376.
- NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 542.

NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA. VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, 46.

NOTARI – GIANNELLI, *sub art. 2346, comma 6*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI, in *Azioni* (a cura di NOTARI), Milano, 2008, 52.

OPPO, *Questioni in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. I, 713.

PAGNI, *Concordato preventivo e accordi di ristrutturazione*, in BUONOCORE – BASSI (diretto da), *Trattato di diritto fallimentare*, I, Padova, 2010.

PAJARDI – PALUCHOWSKI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2008.

PALETTA, *Tempestiva emersione dello stato di crisi e qualità dei piani di concordato: prime evidenze empiriche*, in *Il Fallimento*, 2013, 1037.

PALMIERI, *Operazioni straordinarie “corporative” e procedure concorsuali*, in *Il Fallimento*, 2009, 1092.

PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca Impresa e Società*, 2006, 247.

PANZANI, *L'azione di responsabilità ed il coinvolgimento del gruppo di imprese dopo la riforma*, in *Le Società*, 2002, 1477.

PARISI – MAZZA, *Piani di ristrutturazione e di risanamento dei debiti: le sopravvenienze attive*, in *Pratica Fisc.*, 39/2013, 31.

PARISOTTO – RENELLA, *Partecipazioni acquisite per il recupero di crediti bancari*, in *Corr. Trib.*, 2010, 2787.

PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni. Usufrutto e pegno di azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1, Tomo II, Torino, 1991, 301.

PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009, 601.

PATTI, *Direzione e coordinamento di società: brevi spunti sulla responsabilità della capogruppo*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, II, 357.

PATTI, *Crisi d'impresa: definizioni stragiudiziali*, in *Il Fallimento*, 2003, 5, 480.

PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. Soc.*, 2003, 765.

PELLEGRINO, *Amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi ed aiuti di stato, con particolare riguardo alla revocatoria fallimentare*, in *Dir. Fall.*, 2007, 119.

PENNISI, *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. III, 889.

PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, *Riv. Dir. Soc.*, 2009, 627.

PERRINO, *Il gruppo di società tra fatto e contratto*, in *Foro it.*, 2009, I, 2829.

PERUGINI, *Accordi di ristrutturazione di debiti: omologazione richiesta da gruppi societari e condizioni di attuabilità (il caso Risanamento). Prime considerazioni*, in *Dir. Fall.*, 2010, II, 1205.

PIEPOLI, *Le "garanzie negative"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, 405.

PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 498.

PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, 1268.

PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità delle delibere assembleari. Stabilità ed effetti*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, 55.

PISCITELLO, *Piani di risanamento e posizione delle banche*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2007, I, 538.

POLI, *Il pegno di azioni*, Milano, 2000.

POLI, *Pegno, usufrutto e sequestro*, in *Il nuovo diritto delle società* (a cura di MAFFEI ALBERTI), Vol. 1, Padova, 2005, 216.

POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di veto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 515.

PONTI – SPADETTO, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi*, Padova, 2006.

PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, come aggiornato in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1, Tomo II, Torino, 2004, 3.

PORTALE, «Minoranze di blocco» e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al *gouvernement des juges?*, in *Europa e dir. priv.*, 1999, 153.

PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. "Liber Amicorum" G.F. Campobasso*, diretto da ABBADESSA e PORTALE, 2, Torino, 2007, 5.

- PORTALE, *Patti parasociali con «efficacia corporativa» nelle società di capitali*, in *Riv. Soc.*, 2015, 1.
- PORTALE – DACCÒ, *Accentramento di funzioni e di servizi nel gruppo e ruolo dell'assemblea della società controllata*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2006, 3, 463.
- PORZIO, *Il paradosso del banchiere: (la banca e l'impresa in difficoltà)*, in *Dir. fall.*, 2002, I, 1453.
- PRATIS, *Responsabilità extracontrattuale della banca per concessione abusiva di credito?*, in *Giur. Comm.*, 1982, 841.
- PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO – PORTALE, Torino, 1993, vol. 3\*\*, 3.
- PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2006, I, 12.
- PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti, ovvero la sindrome del telediobietto*, in *Le nuove procedure concorsuali* (a cura di AMBROSINI), Bologna, 2008.
- PROTO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti, tutela dei soggetti coinvolti nella crisi d'impresa e ruolo del giudice*, in *Il Fallimento*, 2007, 188.
- PUPPO, *Contributi alla riforma delle società di capitali - Invalidità del procedimento deliberativo e dinamiche dell'investimento*, in *Giur. comm.*, suppl. n. 3, 2004, 586.
- RACUGNO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Giur. Comm.*, 2009, I, 665.
- RATHENAU, *La realtà delle società per azioni. Riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari* (trad. it.), in *Riv. Soc.*, 1960, 918.
- RESCIGNO, *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria*, in *Le Società*, 2003, 331.
- RESTUCCIA, *Natura giuridica e struttura degli accordi di ristrutturazione dei debiti ai sensi del novellato art. 182 bis L. Fall.*, in *Riv. Not.*, 2012, I, 1257.
- RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 1065.
- RIVA, *L'attestazione dei piani delle aziende in crisi. Principi e documenti di riferimento a confronto. Analisi Empirica*, Milano, 2009.
- ROLFI, *Il nesso di causalità nell'illecito civile: la Cassazione alla ricerca di un modello unitario*, in *Corr. Giur.*, 2006, 263.

- ROPPO, *Crisi d'impresa: la banca risponde verso i creditori? (Con postilla sugli sviluppi della responsabilità civile)*, in *Danno e resp.*, I, 1996, 535.
- ROPPO, *Responsabilità delle banche nell'insolvenza dell'impresa*, in *Il Fallimento*, 1997, 869.
- ROPPO, *Profili strutturali e funzionali dei contratti "di salvataggio" (o di ristrutturazione dei debiti di impresa)*, *Dir. Fall.*, 2008, 366.
- RORDORF, *L'abuso di potere della minoranza*, in *Le Società*, 1999, 811.
- RORDORF, *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, in *Le Società*, 2004, 538.
- RORDORF, *Minoranza di blocco ed abuso di potere nelle deliberazioni assembleari di S.p.A.*, in *Corr. Giur.*, 10/2007, 1448.
- RORDORF, *La continuità aziendale tra disciplina di bilancio e diritto della crisi*, in *Le Società*, 2014, 8-9, 917.
- ROSEMBERG, *Making Sense of Good Faith in Delaware Corporate Fiduciary Law: a Contractarian Approach*, reperibile in <http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/08/Making-SENSE-OF-GOOD-FAITH-IN-DELAWARE-CORPORATE-FIDUCIARY-LAW-A-CONTRACTARIAN-APPROACH.pdf>
- ROSSANO, *Rapporto tra la tutela reale e la tutela obbligatoria degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 373.
- ROSSI, *Controllo pubblicistico sulle società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1958, 520.
- ROSSI, *Crisi delle imprese: la soluzione stragiudiziale*, in *Riv. Soc.*, 1996, 321.
- ROSSI, *La governance dell'impresa in fase di ristrutturazione*, in *Il Fallimento*, 2015, 253.
- ROVELLI, *Luci e ombre della nuova legge sull'amministrazione straordinaria*, in *Il Fallimento*, 2000, 47.
- SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984.
- SACCHI, *La tutela obbligatoria degli azionisti nel nuovo art. 2377 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private* (a cura di BENAZZO – PATRIARCA – PRESTI), Milano, 2003, 155.
- SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2003, I 661.
- SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. II, 133.

SACCHI, *Intervento al convegno “Le soluzioni concordate delle crisi d’impresa”*, Torino, 8-9 aprile 2011, in *Le soluzioni concordate delle crisi d’impresa* (a cura di JORIO), Milano, 2012, 189.

SACCHI, *Gli effetti della sentenza che accoglie l’impugnazione di delibere assembleari di S.p.A.*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2012, I, 141.

SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell’impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 304.

SALAFIA, *La responsabilità della holding nei confronti dei soci di minoranza delle controllate*, in *Le Società*, 2003, 390.

SALANITRO, *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. I, 719.

SALERNO, *La vigilanza regolamentare delle banche: problemi di coordinamento con il nuovo diritto societario*, in *Dir. Banc.*, 2005, I, 411.

SANTINI, *Cessione di credito garantito da pegno di azioni e diritto di voto*, in *Riv. Trim. dir. proc. Civ.*, 1954, 283.

SANTONI, *I sistemi di allerta e prevenzione e le procedure anticipatorie della crisi nel progetto di riforma della legge fallimentare*, in *Dir. Fall.*, 2004, I, 733.

SANTORO, *Commento all’art. 2346*, in *Commentario* (a cura di SANDULLI – SANTORO), 2003, 126.

SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d’impresa e responsabilità gestionali*, *Riv. Dir. Soc.*, 2009, 639.

SBISÀ, in FRÉ – SBISÀ, *Società per azioni, Commentario Sub art. 2359*, 1997, 479.

SBISÀ, *Responsabilità della capogruppo e vantaggi compensativi*, in *Contr. impr.*, 2003, 591.

SBISÀ, *Sulla natura della responsabilità da direzione e coordinamento di società*, in *Contr. impr.*, 2009, 807.

SBISÀ, *Sub art. 2497*, in *Direzione e coordinamento di società* (a cura di SBISÀ), in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI), Milano, 2012, 3.

SCANO, *Debt Covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/10676/scano1.pdf>.

SCARICA, *Il contratto sociale tra le fonti della responsabilità civile: recenti equivoci nella giurisprudenza di merito*, in *Cont. Impr.*, 2005, 97.

- SCARPA, *Controllo societario nel fenomeno dei gruppi tra contrattualismo e interesse sociale*, in *Contr. impr.*, 2011, 656.
- SCHIANO DI PEPE, *Nota a Tribunale di Milano del 28 aprile 1994*, in *Le Società*, 1995, 74.
- SCHLESINGER, *Convenzioni bancarie di salvataggio*, in *Il Fallimento*, 1997, 893.
- SCOGNAMIGLIO, *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. III, 947.
- SCOTTI, *Appunti sugli accordi di ristrutturazione dei debiti nella teoria del contratto*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2012, II, 157.
- SGROI – SANTAGATA, «*Concessione abusiva del credito*» e «*brutale interruzione del credito*»: due ipotesi di responsabilità della banca, in *Dir. fall.*, 1994, I, 627.
- SIGNORELLI, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006.
- SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. Banca Merc. Fin.*, 2003, 205.
- SPADA, *Della permeabilità differenziata della personalità giuridica nell'ultima giurisprudenza commerciale*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 429.
- SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2004, suppl. 2, 221.
- SPERANZIN, «*Deroga*» all'atto costitutivo di s.r.l. in tema di liquidazione del socio receduto e conversione della decisione in patto parasociale, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, 2, Torino, 2014, 1959.
- STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario* (a cura di NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES), Napoli, 2004, vol. I, 251.
- STAGNO D'ALCONTRES, *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di S.p.A. La nuova disciplina*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. II, 135.
- STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007.
- STANGHELLINI, *Finanziamenti-ponte e finanziamenti alla ristrutturazione*, in *Il Fallimento*, 2010, 1351.
- STASI, *I piani di risanamento e di ristrutturazione nella legge fallimentare*, in *Il Fallimento*, 2006, 861.

- SITKOFF, *An economic theory of fiduciary law*, 2014, in [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2367006](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2367006).
- STRINE – LAWRENCE – HAMERMESH – BALOTTI – GORRIS, *Loyalty's Core Demand: The Defining Role of GoodFaith in Corporation Law*, reperibile in [http://www.law.uchicago.edu/files/file/strine\\_duty\\_of\\_good\\_faith.pdf](http://www.law.uchicago.edu/files/file/strine_duty_of_good_faith.pdf)
- STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. Soc.*, 2012, 605.
- TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, 456.
- TAROLLI, *I contratti per la ristrutturazione dei debiti*, in *Giur. Comm.*, 2014, I, 789.
- TARZIA, *L'ambito di applicazione delle esenzioni nel nuovo art. 67 l.fall.*, in *Il Fallimento*, 2008, 637.
- TARZIA, *Quale tutela per gli accordi con il finanziatore nella ristrutturazione dei debiti*, in *Il Fallimento*, Allegato – Convegno di Milano 21 ottobre 2008, 2009, 51.
- TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, 2006.
- TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti "ibridi" partecipativi*, Torino, 2000.
- TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, I, 143.
- TOMBARI, *I gruppi di società*, in AA. VV. *Le nuove S.p.A.*, Bologna, 2010.
- TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, 2010, Milano.
- TOMBARI, *Crisi di impresa e doveri di "corretta gestione societaria e imprenditoriale" della società capogruppo. Prime considerazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 631.
- TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. Soc.*, 2013, 1138.
- UBERTAZZI, *Accordi di risanamento: i soggetti coinvolti, il ruolo delle banche e le responsabilità*, in *Dir. Banche e Mer. Fin.*, 2013, 233.
- VALENSISE, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l.fall.: spunti per una prosecuzione del dibattito sull'inquadramento*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011.
- VALIGNANI, *La crisi della grande impresa: l'evoluzione dell'amministrazione straordinaria*, in *Impresa commerciale e industriale*, 2005, 1742.

VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2006, Vol. III, 833.

VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2013.

VENTORUZZO, *Il risarcimento del danno da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci di minoranza non legittimati a impugnare*, in *Riv. Soc.*, 2013, 629.

VERNA, *Sugli accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis legge fallimentare*, in *Dir. Fall.*, 2005, I, 865.

VERNA, *I nuovi accordi di ristrutturazione (art. 182 bis legge fallimentare)*, in *Dir. Fall.*, 2007, 942.

VETTORI, *Il contratto nella crisi dell'impresa*, in *Obbl. e contr.*, 2009, 486.

VICARI, *I finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 478.

VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 128.

VILLATA, *Impugnazioni di delibere assembleari e cosa giudicata*, Milano, 2006.

VISCUSI, *Profili di responsabilità della banca nella concessione del credito*, Milano, 2004.

VIVALDI, *Insolvenza e grandi imprese*, in *Il Fallimento*, 2000, 121.

WEIGMANN, *I gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario* (a cura di AMBROSINI), Torino, 2006, I, 44.

ZAMPERETTI, *La responsabilità di amministratori e capogruppo per «abuso di direzione unitaria»*, in *Il Fallimento*, 2001, 1143.

ZENO ZENCOVICH, *Il danno per la perdita della possibilità di una utilità futura*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1986, 207.

ZORZI, *Il finanziamento alle imprese in crisi e le soluzioni stragiudiziali (piani attestati e accordi di ristrutturazione)*, in *Giur. Comm.*, 2009, I, 1236.

#### **GIURISPRUDENZA:**

Corte di Cassazione, 25 ottobre 1958, n. 3471 e Corte di Cassazione, 20 giugno 1958, n. 2148 entrambe in *Foro. it.*, 1959, I, 1150.

Corte di Cassazione, 7 agosto 1959, n. 2489, in *Giust. Civ.*, 1959, I, 2129.

Corte di Cassazione, 18 aprile 1961, n. 853, in *Foro it.*, 1961, I, 572.

Corte di Cassazione, 14 settembre 1976, n. 3150, in *Riv. dir. comm.*, 1978, II, 220.

Corte di Cassazione, 26 febbraio 1990, 1439, in *Giur. it.*, 1990, I, 713, con nota di WEIGMANN; in *Giust. Civ.*, 1990, I, 622, con note di SANTARSIERE, *Verso un assetto giuridico della holding*, in *Giust. Civ.*, 2395, e di FARINA, *Società holding, holding personale ed attività di impresa*, in *Giust. Civ.*, 2911.

Corte di Cassazione, 13 gennaio 1993, n. 343, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 1994, II, 258.

Corte di Cassazione, 11 marzo 1993, n. 2958, in *Riv. Dir. Comm.*, II, 1994, 311.

Corte di Cassazione, 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. Comm.*, 1996, II, 329.

Corte di Cassazione, 11 marzo 1996, n. 2001, in *Foro it.*, 1996, I, 1222.

Corte di Cassazione, 8 gennaio 1997, n. 72, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 1997, II, 653.

Corte di Cassazione, 21 maggio 1997, n. 4538, in *Foro it.*, 1997, I, 2483.

Corte di Cassazione, 5 dicembre 1998, n. 12325, in *Giur. it.*, 1999, 2317, con nota di MONTALENTI, *Operazioni infragruppo e vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, 2318, e in *Foro it.*, 2000, I, 2936, con nota di LA ROCCA, *L'interesse di gruppo nella recente giurisprudenza: «cause suffissante» e «cause raisonnée» dei rapporti intragruppo*, 2939.

Corte di Cassazione, 22 gennaio 1999, n. 589, in *Foro it.*, 2006, 3332.

Corte di Cassazione, 14 luglio 2000, n. 9321, in *Dir. Fall.*, 2001, II, 699.

Corte di Cassazione, 22 novembre 2000, n. 15066, in *I Contratti*, 2001, 791.

Corte di Cassazione, 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Le Società*, 2001, 675.

Corte di Cassazione, 27 settembre 2001, n. 12094, in *Le Società*, 2002, 319.

Corte di Cassazione, 21 febbraio 2003, n. 2642, in *Giust. civ. Mass.*, 2003, 375.

Corte di Cassazione, 4 marzo 2004, n. 4400, in *Giust. civ. Mass.*, 2005, 2115.

Corte di Cassazione, 28 maggio 2004, n. 10271, in *Giust. civ. Mass.*, 2004, 5.

Corte di Cassazione, 26 agosto 2004, n. 16999, in *Vita not.*, 2004, 1623.

Corte di Cassazione, 2 aprile 2005, n. 6923, in *Dir. e prat. soc.*, 2005, 54.

Corte di Cassazione, 18 novembre 2005, n. 24456, in *Foro it.*, 2006, 302.

Corte di Cassazione, 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Foro it.*, 2006, I, 3455.

Corte di Cassazione, Sezioni Unite, 28 marzo 2006, n. 7029, 7030 e 7031, in *Dir. Fall.*, 2006, II, 615.

Corte di Cassazione, 13 aprile 2006, n. 8711, in *Giust. civ. Mass.*, 2006, 4.

Corte di Cassazione, 19 aprile 2006, n. 9085, in *Foro it.*, 2006, 64.

Corte di Cassazione, 24 maggio 2006, n. 12362, in *Foro it.*, 2006, 197.

Corte di Cassazione, 3 aprile 2007, n. 8359, in *Giur. it.*, 2007, 2761.

Corte di Cassazione, 25 maggio 2007, n. 12243, in *Giust. civ. Mass.*, 2007, 5.

Corte di Cassazione, Sezioni Unite, 26 giugno 2007, n. 14712, in *Foro it.*, 2008, 2967.

Corte di Cassazione, Sezioni Unite, 11 gennaio 2008, n. 582, in *Giust. civ.*, 2009, I, 2532.

Corte di Cassazione, 7 marzo 2008, n. 6186, in *Giust. civ. Mass.*, 2008, 376.

Corte di Cassazione, 19 febbraio 2009, n. 4052, in *Giust. civ. Mass.*, 2009, 269.

Corte di Cassazione, 11 maggio 2010, n. 11353, in *Giust. civ. Mass.*, 2010, 716.

Corte di Cassazione, Sezioni Unite, 6 maggio 2015, n. 9100, in *Il Fallimento*, 2015, 934.

Corte di Cassazione, 13 ottobre 2015, n. 20560, reperibile in [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it) o *Dir. e Giust.* 14 ottobre 2015.

Tribunale di Torino, 21 aprile 1986, in *Il Fallimento*, 1987, 4141.

Tribunale di Milano, 28 aprile 1994, in *Le Società*, 1995, 74.

Tribunale di Roma, 20 febbraio 1997, in *Giur. comm.*, 1999, II, 453.

Tribunale di Palermo, 18 maggio 2001, in *Giur. comm.*, 2001, II, 835.

Tribunale di Viterbo, 31 luglio 2001, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2002, 75.

Tribunale di Reggio Emilia, 20 dicembre 2002, in *Giur. it.*, 2003, 953.

Tribunale di Roma, 17 luglio 2007, in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, 218.

Tribunale di Catania, 10 agosto 2007, in *Giur. Comm.*, 2009, II, 197

Tribunale di Napoli, 28 maggio 2008, in *Foro it.*, 2009, 1965, con nota di MENDITTO, *In tema di responsabilità della società capogruppo*.

Tribunale di Milano, con ordinanza del 28 novembre 2014, n. 9846, in *Le Società*, 2015, 689.

Corte di Appello di Milano 23 maggio 1952, in *Foro it.*, 1952, I, 936.

Corte di Appello di Milano, 11 maggio 2004, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2004, II, 645.

Lodo arbitrale, 12 giugno 2000 (Portale, *Presidente*, Bianchi e Sacchi, *Arbitri*), in *Giur. it.*, 2001, 1208.

Lodo arbitrale, 29 marzo 2007 (Portale, *Presidente*, Benatti e Sacchi, *Arbitri*), in *Riv. dir. soc.*, 2007, 171, con nota di TUCCI, *Trasferimento di quote di società a responsabilità limitata e patti parasociali*, 182.

Lodo Arbitrale, 2 luglio 2009 (Consolo, *Presidente*, Rescigno e Sacchi, *Arbitri*), in *Giur. Comm.*, 2010, II, 911.

#### DOCUMENTI:

AIDEA – IRDCEC – ANDAF – APRI – OCRI, *Principi di attestazione dei piani di risanamento*, 6 giugno 2014, in [http://www.econ.uniurb.it/materiale/9692\\_Principi.pdf](http://www.econ.uniurb.it/materiale/9692_Principi.pdf).

ASSONIME – CNDCEC – Università degli Studi di Firenze, *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, Seconda edizione – 2015, 29, in <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/dettaglio.jsp?id=251479&idTipologiaDettaglio=2266>.

CIRCOLARE DELL'AGENZIA DELLE ENTRATE, 3 agosto 2010 n. 42/E.

COMMISSIONE MINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLE PROCEDURE CONCORSUALI, *Relazione generale, Schema di disegno di legge recante "Delega al Governo per la riforma organica della disciplina della crisi di impresa e dell'insolvenza"*, Febbraio 2004, in <http://www.ordineavvocatitrani.it/pubblica/articolo.php?articolo=109>.

NUOVE DISPOSIZIONI DI VIGILANZA PRUDENZIALE PER LE BANCHE (Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, in <https://www.bancaditalia.it>).

RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE UE, 12 marzo 2014, n. 2014/135/UE, in *Il Fallimento*, 2014, 393.

RELAZIONE DI ACCOMPAGNAMENTO AL D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, in [http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS\\_RELAZIONE\\_Cod\\_Civ.pdf](http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS_RELAZIONE_Cod_Civ.pdf).