

ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE

*“L’IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE,  
CREAZIONE DI VALORE, SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI”*

Roma, 21-22 febbraio 2014

\*\*\*\*\*

**Controllo societario da credito e diritto della crisi.  
Il problema del *Sanierungsprivileg***

di Paolo Cuomo

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Rilievi preliminari: il fenomeno. – 2.1. Il problema di fondo del controllo societario da credito e la sua impostazione. – 2.2. Controllo societario da credito e postergazione legale. – 3. Il problema della estendibilità del *Sanierungsprivileg* alla nuova finanza erogata nell’esercizio del controllo societario da credito. – 4. Problemi applicativi.

1. *Premessa.* – Le seguenti riflessioni hanno ad oggetto il problema dell’esonero da postergazione legale della «nuova finanza» erogata in funzione di un piano di salvataggio di una società di capitali da parte del creditore in posizione di controllo in virtù di *covenants* inseriti nel contratto di finanziamento.

La discussione del tema verrà preceduta da alcune (sommarie) osservazioni di carattere generale sul controllo creditorio da *covenants*, indispensabili per legittimare il problema. A tal fine, il fenomeno verrà brevemente descritto nei suoi tratti empirici e nella sua funzione socio-economica (v., n. 2), per essere successivamente inquadrato dogmaticamente (a certe condizioni) come una fattispecie atipica di attività di eterodirezione societaria, nella quale si perseguono obiettivi imprenditoriali strumentali ad un rapporto di scambio (v., n. 2.1). Coerentemente, verrà argomentata la sottoposizione della fattispecie, quantomeno tendenziale, ad una disciplina equivalente a quelle sancite

per le fattispecie tipiche di attività di eterodirezione (artt. 2476, comma 7; 2467; 2497 ss.; 2497-*quinquies*, c.c.). In particolare, si sosterrà (v., n. 2.2) che tale equiparazione riguardi, anche, la disciplina della postergazione legale dei finanziamenti “critici” (artt. 2467; 2497-*quinquies* c.c.).

Su tali premesse – e considerato che la disciplina della postergazione legale può disincentivare fortemente il creditore in posizione di controllo ad effettuare gli apporti di «nuova finanza», eventualmente necessari per il salvataggio della impresa debitrice – ci si interrogherà sulla estendibilità al caso in esame dell’esonero da postergazione previsto dalla legge fallimentare per i crediti da «nuova finanza» erogata dai soci o dalla società o ente capogruppo (art. 182-*quater* 1. fall.).

In proposito, si prenderà posizione a favore dell’ipotesi affermativa (v., n. 3), per poi soffermarsi sui problemi applicativi ad essa conseguenti (v., n. 4).

2. *Rilievi preliminari: il fenomeno.* – È noto come il successo dei tentativi di salvataggio di un’impresa in crisi sia spesso condizionato dal coinvolgimento del principale creditore (o dei principali creditori) nella elaborazione e nella attuazione del piano di risanamento (o di gestione della crisi).

È un dato di comune esperienza, poi, che in tali contesti il ruolo dei creditori sia tanto più rilevante là dove costoro assumano, ed esercitino effettivamente e in modo stabile, il controllo sull’impresa debitrice: sicché il loro sostegno – anziché limitarsi (prevalentemente) al profilo patrimoniale e finanziario – coinvolge (con particolare vigore) anche il livello manageriale dell’impresa.

Questo fenomeno è, notoriamente, assai diffuso nella prassi delle soluzioni stragiudiziali (o comunque non fallimentari) delle crisi d’impresa, soprattutto allorquando l’impresa in *distress* sia organizzata come società di capitali e presenti un passivo composto prevalentemente da debiti verso un solo creditore finanziario (o verso un numero ristretto di creditori finanziari), specie se di natura bancaria<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cfr., RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, 55 ss.; A. MAZZONI *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi. Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, II, Milano, 2007,

In tali contesti, il controllo <sup>2</sup> sull'impresa passa di fatto al principale creditore (o ai principali creditori), prima e a prescindere dall'eventuale acquisto da parte sua (o loro) di una partecipazione al capitale sociale della società debitrice. Il principale fattore che rende possibile tale fenomeno di "circolazione atipica del controllo" è costituito dalla situazione di dipendenza nella quale l'impresa in crisi normalmente versa nei confronti del creditore (o dei creditori), quale fonte esclusiva o principale di finanziamento dell'attività: situazione questa che porta, naturalmente, la società finanziata (in concreto: i suoi organi) a tenere un atteggiamento «collaborativo» nei confronti del principale creditore.

Accade sempre più spesso, peraltro, che il controllo creditorio sia rafforzato da particolari clausole (c.d. *covenants*), normalmente aggiunte al contratto di finanziamento allorché, emersa la crisi, ne viene pattuita la continuazione, oppure inserite nel contratto sin da quando l'impresa versava in condizioni fisiologiche per essere poi, con il manifestarsi della crisi, irrigidite in modo da fare fronte al peggioramento della situazione dell'impresa (d'ora in avanti: "controllo societario da credito" <sup>3</sup>).

Non sarà inutile ricordare che i *covenants* costituiscono una variegata tipologia di clausole che pongono a carico del debitore obblighi di fare (*affirmative covenants*), di non fare (*negative covenants*) e/o di rispettare determinati parametri aziendali (*financial covenants*), al fine di prevenire o rimuovere l'insolvenza <sup>4</sup>. La violazione di tali obblighi e parametri (*event of default*) determina l'applicabilità di «sanzioni» contrattuali, la più importante delle quali è costituita dal diritto del creditore alla cessazione anticipata del finanziamento.

513 (da cui si riprende l'espressione "circolazione atipica del controllo" di seguito utilizzata nel testo); BAIRD and RASMUSSEN *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in *Univ. of Penns. L. Rev.*, 154 (2006), 1226 ss.

<sup>2</sup> Il termine è qui inteso nel senso empirico e pre-giuridico di potere di influenza determinante sulla gestione dell'impresa collettiva societaria: cfr., STELLA RICHTER jr., "Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci, Milano, 1996, 87 ss.

<sup>3</sup> Si richiama qui la locuzione proposta in CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, 1.

<sup>4</sup> Tra gli obblighi di fare (che normalmente corrispondono ai *covenants* di contenuto più blando) si possono menzionare, ad es., gli obblighi di informazione periodica sulla situazione dell'impresa (compresa l'eventuale verificarsi di *events of default*) oppure di mantenerne integra l'efficienza organizzativa. Quanto ai (più invasivi) *negative covenants*, essi possono tradursi nel divieto – in assenza del consenso del creditore così garantito – di distribuire utili oltre una certa misura, di mutare l'attuale *management* e/o il gruppo di controllo, di alienare componenti rilevanti del complesso aziendale, ecc. I *covenants* finanziari, infine, vincolano normalmente la società finanziata al rispetto di parametri concernenti il livello dell'indebitamento, la misura del capitale minimo, ecc.

Dal punto di vista del creditore, tali clausole hanno *in generale* la funzione di prevenire – attraverso il vincolo contrattuale – comportamenti del debitore idonei a provocare o aggravare il rischio d'insolvenza <sup>5</sup>, nonché a preconstituire delle opportunità di «uscita» anticipata dal finanziamento nel caso in cui il rischio d'insolvenza ciononostante si concretizzi. Ed è questo, in effetti, l'utilizzo dei *covenants* nei finanziamenti obbligazionari (*bond covenants*).

Peraltro, nel contesto dei finanziamenti bancari (*loan covenants*) – nei quali il creditore ha gli incentivi e i mezzi per assumere un ruolo *attivo* nella gestione del rapporto – tali clausole sono utilizzate dal creditore non tanto allo scopo appena indicato, quanto al fine di fissare contrattualmente dei campanelli d'allarme (*tripwires*) al risuonare dei quali le parti sono chiamate a valutare *ex post* i termini originari del finanziamento. In questa prospettiva, la violazione dei *covenants* dà luogo, di norma, non già alla cessazione anticipata del finanziamento, bensì alla rinegoziazione dei suoi termini alla luce dell'evoluzione della situazione dell'impresa finanziata; rinegoziazione che può comportare per l'impresa debitrice la concessione di una serie di vantaggi al creditore, quali condizioni per la prosecuzione del finanziamento. Ai fini del nostro discorso è importate notare che i vantaggi in questione possono comprendere non solo attribuzioni di natura *patrimoniale* (es. aumento del tasso d'interesse, concessione di nuove garanzie reali), ma eventualmente anche o solo l'adozione di scelte di *gestione o di organizzazione imprenditoriale confacenti agli interessi del finanziatore*.

Alla luce di queste brevi osservazioni, è agevole comprendere come, nel contesto dei finanziamenti bancari alle società in crisi, i *covenants* vengano utilizzati dal creditore allo scopo di irrobustire il potere di controllo sulla impresa già detenuto per effetto della dipendenza finanziaria nella quale quest'ultima tipicamente versa nei suoi confronti. Di fatto, tali clausole attribuiscono alla banca la ragionevole certezza di potere incidere, in modo determinante, sui principali aspetti della gestione e/o della organizzazione della società debitrice <sup>6</sup>, poiché questi aspetti vengono fatti oggetto di impegni contrattuali la cui violazione

---

<sup>5</sup> Si pensi, ad es., all'eccessiva distribuzione di utili, all'incremento del livello di indebitamento, all'effettuazione di investimenti altamente rischiosi.

<sup>6</sup> Nomina e revoca degli amministratori; destinazione degli utili distribuibili; modifiche dell'atto costitutivo; alienazione dei principali beni aziendali; ecc.

determina il rischio concreto della scadenza anticipata di un finanziamento essenziale per la sopravvivenza dell'impresa<sup>7</sup>.

In questo modo la banca può conseguire un potere di influenza di intensità equiparabile (o addirittura superiore) a quello che otterrebbe dall'acquisto di una partecipazione di controllo; con il rilevante vantaggio di rimanere formalmente estranea al rischio d'impresa della società finanziata.

A spiegare il diffondersi del fenomeno concorre, del resto, il fatto (ampiamente messo in luce dalle più recenti ricerche in materia di *lender governance*) che tale prassi produce normalmente *effetti positivi anche per la impresa finanziata*, in quanto le consente di ridurre i costi connessi ai problemi di agenzia del debito (*agency costs of debt*) e, più in generale, ai problemi di agenzia (*agency problems*) tipici della organizzazione societaria<sup>8</sup>. Attraverso tali formule contrattuali e organizzative, infatti, la società debitrice può ottenere finanziamenti più facilmente e/o a condizioni più vantaggiose (sul piano economico), in quanto gli impegni assunti riducono la probabilità di inadempimento delle obbligazioni verso il finanziatore. In secondo luogo, tali strumenti favoriscono il migliore sfruttamento delle risorse imprenditoriali della società debitrice, in quanto la stretta sorveglianza su di essa posta in essere dal principale finanziatore può prevenire<sup>9</sup> i comportamenti opportunistici dei relativi soci di controllo e degli amministratori loro fiduciari a danno degli *stakeholders* e degli stessi soci di minoranza, spesso ricorrenti nelle grandi società per azioni, e soprattutto nelle situazioni di crisi dell'impresa.

*2.1. Il problema di fondo del controllo societario da credito e la sua impostazione.* – Il trattamento normativo di questo fenomeno è fortemente condizionato dalle premesse giuspolitiche che si accolgano in merito al rapporto tra impresa e creditori.

Tradizionalmente, tale problema è stato segnato dall'idea che, soprattutto in situazioni di crisi dell'impresa, rapporti troppo stretti tra

---

<sup>7</sup> Sulla struttura e sul funzionamento dei *covenants* in generale e nei finanziamenti bancari, v., tra i più recenti, MOZZARELLI, *I business covenants e il governo della società finanziata*, Milano, 2013, 1 ss.; PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, 81 ss.; CUOMO (nt. 3), 8 ss.

<sup>8</sup> V., anche per riferimenti, gli AA. citt. *supra*, nt. prec.

<sup>9</sup> Meglio degli strumenti classici del diritto societario: come, in particolare, gli amministratori indipendenti e il mercato del controllo societario.

questa e i creditori «forti» costituiscano un fenomeno (se non proprio illecito, quantomeno) anomalo, in quanto fonte potenziale di abusi da parte del creditore nel finanziamento e/o nell'ingerenza nella gestione dell'impresa del debitore, ai danni di quest'ultimo e/o dei creditori «deboli». Da qui – in assenza di una disciplina specifica – i diffusi sforzi degli interpreti di individuare titoli di responsabilità con i quali contrastare i temuti abusi creditori<sup>10</sup>.

Ragionando solo sulla base di tali premesse, il fenomeno del «controllo societario da credito» potrebbe meritare un trattamento non diverso da (se non peggiore rispetto a) quello (sostanzialmente repressivo) generalmente riservato all'azione del creditore «forte» nel rapporto con il debitore-imprenditore (individuale o collettivo)<sup>11</sup>.

Le più recenti indagini sul fenomeno segnano, peraltro, una netta inversione di rotta da questo punto di vista. In particolare, è sempre più diffusa la (condivisibile) convinzione che l'assunzione di un ruolo determinante, sul piano finanziario e manageriale, da parte del principale creditore (o dei principali creditori) dell'impresa – tipico delle situazioni di crisi – possa e debba essere (a certe condizioni) valutato positivamente. Ciò alla luce non solo dei risultati raggiunti dagli studi economici sul tema della *lender governance*<sup>12</sup>, ma anche della evoluzione dell'ordinamento interno. Sotto quest'ultimo profilo, è significativa, tra l'altro, la disciplina delle procedure d'insolvenza, attualmente concepite come tecniche di organizzazione del controllo creditorio sull'impresa in crisi; e ciò sull'assunto che, in situazioni di indebitamento eccessivo, ragioni di efficienza spingano ad assegnare il controllo sull'impresa (anche o solo) ai creditori, quali soggetti effettivamente coinvolti nel rischio d'impresa<sup>13</sup>. Alla luce di tali

---

<sup>10</sup> In tal senso, sono particolarmente significative le discussioni, per un verso, sul tema della responsabilità da concessione abusiva di credito e/o da rottura brutale del credito; per l'altro, sulla responsabilità del creditore per induzione all'inadempimento degli organi della società debitrice e/o da amministrazione di fatto.

<sup>11</sup> Sull'approccio tradizionale al tema del rapporto tra impresa e creditori, e sull'impatto che tale approccio ha avuto sul problema del controllo creditorio da *covenants*, v. la ricostruzione offerta in CUOMO (nt. 3), spec. 52 ss., 189 ss.

<sup>12</sup> Su tale aspetto v. soprattutto MOZZARELLI (nt. 7), capitolo 2.

<sup>13</sup> V., CUOMO (nt. 3), capitolo 2, e spec. 60 s., testo e nt. 30.

Sull'inquadramento delle procedure concorsuali richiamato nel testo, cfr., LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi d'impresa*, in *Giur. comm.*, I, 2001, 332; ID., *Crisi societarie e governo dei creditori*, in *Dir. e giur.*, 2007, 2; STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, 1031; ID., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 35 ss.; SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica)*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 571; VIGO,

indicazioni, si è messo in luce come il fenomeno del controllo creditorio veicolato da *covenants* possa essere meritevole di tutela, da un lato, in quanto strumento di *garanzia atipica dell'interesse creditorio* del finanziatore; dall'altro, in quanto fattore funzionale alla *efficienza della società finanziata come organizzazione imprenditoriale* (sia sul piano del finanziamento sia sul piano della gestione) <sup>14</sup>.

Su tali basi il fenomeno del «controllo societario da credito» si vede riservata una posizione *speciale* all'interno del tema generale del rapporto tra impresa e creditori. Infatti, il fenomeno viene dogmaticamente descritto come una fattispecie di *società eterodiretta*, in cui la società debitrice viene legittimamente *organizzata* in modo da attribuire ad uno o più creditori il potere di indirizzarne l'attività, ed è altrettanto legittimamente condotta in vista dell'obiettivo *imprenditoriale* di preservarne o recuperarne la solvibilità, anziché di massimizzare l'utile da distribuire ai soci <sup>15</sup>. Viene così delineata una figura di eterodirezione societaria che, secondo l'orientamento preferibile, non è perfettamente assimilabile alle fattispecie di eterodirezione tipizzate dalla legge <sup>16</sup>, in quanto l'azione imprenditoriale del finanziatore in posizione di controllo non è funzionale ad un rapporto societario né ad un rapporto associativo di gruppo, bensì ad un rapporto di *scambio*. Si è di fronte, quindi, ad una fattispecie *legalmente atipica*, ma ciononostante legittima <sup>17</sup>.

Tale opzione comporta un mutamento radicale sul piano degli obiettivi di fondo della disciplina del fenomeno. Così ragionando, infatti, il problema reale diviene quello di *agevolarne lo svolgimento*, sia pure nel rispetto delle esigenze di tutela degli interessi messi a rischio dallo stesso. Da qui – in assenza di una disciplina apposita – l'esigenza di ricostruire a livello interpretativo uno statuto organico del «controllo societario da credito» nel suo costituirsi e nel suo fisiologico

---

*Un'occasione di confronto tra la riforma societaria e quella fallimentare. L'apologo del comitato dei creditori*, in *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, a cura di Di Marzio e Macario, Milano, 2010, 529.

<sup>14</sup> V., anche per riferimenti, CUOMO (nt. 3), 55 ss.

<sup>15</sup> Cfr., CUOMO (nt. 3), 61 s.; PICARDI (nt. 7), 139 ss.; PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, III, 629 ss.

<sup>16</sup> Vale a dire, quella esercitata dal socio in quanto tale, parzialmente disciplinata nel contesto della s.r.l., agli artt. 2476, comma 7 e 2467 c.c.; quella esercitata dalla società o ente capogruppo, cui è dedicata la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento, agli artt. 2497 ss., e 2497-*quinquies* c.c.

<sup>17</sup> Cfr., CUOMO (nt. 3), *passim*; PICARDI (nt. 4), *passim*; diversamente, PENNISI (nt. 15), 633 ss.

svolgersi: il che significa, soprattutto, interrogarsi su *quale situazione di controllo* (contrattuale: art. 2359, comma 1°, n. 3, c.c.) *consenta di presumere la sussistenza di una virtuosa attività di eterodirezione da credito*; per poi chiarire *quali siano i «poteri» e i «doveri» del creditore nell'esercizio dell'attività di eterodirezione sulla società debitrice*. Non diversamente da quanto (esplicitamente o implicitamente) previsto per le figure tipiche di eterodirezione societaria<sup>18</sup>.

Ora, non importa né sarebbe possibile approfondire in questa sede tali assunti<sup>19</sup>. Ai fini del presente discorso è interessante, tuttavia, sottolineare come gli interpreti che condividono la suddetta ambizione giuspolitica siano poi divisi in merito alla strategia con la quale impostare la soluzione del problema. Con un certo grado di approssimazione, può dirsi che mentre alcuni propongono di legittimare il fenomeno utilizzando gli strumenti concettuali *soggettivistici* propri alla tradizione civilistica<sup>20</sup>, altri impiegano schemi di carattere *funzionalistico* storicamente rivenienti dall'esperienza amministrativistica<sup>21</sup>. In quest'ultima prospettiva, la fattispecie di controllo rilevante e la disciplina dell'esercizio del «controllo societario da credito» vengono ricavate muovendo dall'assimilazione, quantomeno tendenziale, tra l'attività di eterodirezione creditoria e le figure legalmente tipiche di eterodirezione societaria (e, in concreto, richiamando prevalentemente, in via estensiva o analogica, la disciplina

---

<sup>18</sup> In tal senso, in termini generali, CUOMO (nt. 3), 51 ss.; analogo percorso problematico si rinviene, per un verso, in MOZZARELLI (nt. 7), *passim*, il quale pone e affronta il problema (più ampio) di individuare il discrimine fra esercizio delle prerogative contrattuali del creditore e l'inizio dell'eterodirezione (*anche occasionale*) sulla società debitrice; per l'altro, in PICARDI (nt. 7), 139 ss., che si sofferma sulle ricadute organizzative dell'esercizio dell'attività di eterodirezione creditoria sulla società finanziata.

Autorevoli spunti a favore di un approccio «legittimante» al controllo creditorio da *covenants* già in A. MAZZONI (nt. 1), 326 s.

<sup>19</sup> Per i quali si può rinviare ai contributi degli AA. citt. *supra*, nt. prec.

<sup>20</sup> Come il contratto o quasi contratto; diritti e obblighi reciproci delle parti, compresi i doveri correttezza e buona fede nell'attuazione del rapporto; responsabilità aquiliana verso i terzi: cfr., pur con differenze sul piano delle soluzioni tecniche proposte, A. MAZZONI (nt. 1), 526 s., 537, 540; MOZZARELLI (nt. 7), 120 ss.

<sup>21</sup> Il riferimento è a categorie come le seguenti: comportamento oggettivamente considerato; competenze; poteri e doveri attribuiti in vista di interessi esterni; obblighi di motivazione; vincoli di destinazione patrimoniale; ecc. (a favore dell'utilizzo di tali categorie concettuali nel diritto delle società di capitali, v. di recente, LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 201 ss.).

dell'attività di direzione e coordinamento di società *ex artt. 2497 ss. c.c.*)<sup>22</sup>.

A nostro avviso<sup>23</sup>, quest'ultima strategia si lascia preferire. Ciò non solo alla luce di una lettura in chiave oggettiva e funzionale del fenomeno societario, ma anche per il convincimento che tale orientamento consenta di pervenire a soluzioni adeguate ai problemi tipologici e normativi sollevati dal fenomeno.

In effetti, sul fronte della fattispecie, tale approccio consente di ancorare l'attivazione dello statuto in questione (con le sue gravi conseguenze e per la sovranità della società controllata e per l'autonomia del soggetto di controllo) ad una figura di controllo (sì contrattuale, ma) espressiva dell'*iniziativa del creditore tesa ad alterare i meccanismi di funzionamento della sovranità della società debitrice*, alla stregua di una valutazione oggettiva che metta al centro gli effetti sostanziali della fattispecie contrattuale. In questo modo (in concreto: mediante l'applicazione di una presunzione sostanzialmente simile a quella *ex art. 2497-septies c.c.*), si scongiurano arbitrii in sede di qualificazione ai danni del creditore o della società debitrice<sup>24</sup>.

Dal punto di vista della disciplina, l'impostazione indicata consente (attraverso l'applicazione, in via di *analogia juris*, della disciplina dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento) al finanziatore di controllo di vedere strutturata giuridicamente, e quindi migliorata in termini di effettività, la propria posizione di potere nei confronti della società finanziata, nel modo più efficace perché si *legittima il ruolo apicale del creditore sul piano dell'organizzazione interna della società finanziata*. Parallelamente, si rende possibile colmare nel modo più pieno il *deficit* di tutela della società controllata rispetto alla

---

<sup>22</sup> Cfr., non senza differenze sul piano delle soluzioni concretamente proposte, PENNISI (nt. 15), 633 ss.; CUOMO (nt. 3), 138 ss., 225 ss.; PICARDI (nt. 7), 139 ss. V., altresì, ABRIANI, *La crisi dell'organizzazione societaria tra riforma delle società di capitali e riforma delle procedure concorsuali*, in *Fall.*, 2010, 392 ss.; CODAZZI, *L'ingerenza nella gestione delle società di capitali: tra "atti" e "attività". Profili in tema di responsabilità*, Milano, 2012, 57 ss., 93 ss.

Sul problema della duplicità o meno dei modelli di disciplina dell'attività di eterodirezione v., anche per riferimenti, CUOMO (nt. 3), 169 ss.

<sup>23</sup> V., ancora, CUOMO (nt. 3), 93 ss.

<sup>24</sup> Per l'applicazione di tale impostazione all'analisi della fattispecie di controllo (contrattuale) rilevante ai fini della disciplina della eterodirezione da credito, v. CUOMO (nt. 3), 138 ss.

eterodirezione creditoria, *vincolando l'agire del finanziatore di controllo all'interesse sociale della eterodiretta*<sup>25</sup>.

Naturalmente, un approccio equilibrato al problema porta ad escludere interpretazioni che portino ad obliterare o sottovalutare la differenza causale (o di scopi finali) tra fattispecie di eterodirezione che (come quelle tipiche) si inseriscono all'interno di fenomeni *associativi* (tra controllata e controllante) e figure di eterodirezione che (come quella da credito) sono funzionali a fenomeni *di scambio*. A tal fine, però, non è necessario rinunciare alla impostazione societaria del problema per ritornare ai principi del diritto dei contratti<sup>26</sup>. Si tratta, piuttosto, di puntare ad un'*assimilazione tra i due fenomeni limitata a quegli aspetti della disciplina che si giustificano per l'impatto che il controllo e la eterodirezione hanno sul fenomeno, oggettivo e causalmente neutro, della impresa (collettiva) esercitata attraverso la struttura societaria controllata*<sup>27</sup>.

Importanti indizi della evoluzione dell'ordinamento in tale direzione si ricavano, ancora una volta, soprattutto dal nuovo diritto dell'insolvenza, nella misura in cui la regolamentazione del fenomeno del controllo creditorio si ispira agli schemi di disciplina tipici della società per azioni<sup>28</sup>.

*2.2. Controllo societario da credito e postergazione legale.* – Poste tali premesse generali (che non è il caso di sviluppare ulteriormente in questa sede), è possibile approssimarci al problema al centro del nostro intervento.

---

<sup>25</sup> Inoltre, si ottiene il vantaggio di disporre di una disciplina organica del fenomeno; il che consente di evitare ambiguità e contraddizioni derivanti dall'applicazione concorrente di principi generali non pensati per la casistica in esame.

Per l'applicazione di tale impostazione ai problemi di disciplina dell'esercizio del «controllo societario da credito», si rinvia soprattutto a CUOMO (nt. 3), 225 ss.; nonché a PICARDI (nt. 7), 139 ss.

<sup>26</sup> È questa la preoccupazione (o almeno una delle preoccupazioni) di fondo alla base delle proposte di quanti puntano sul diritto dei contratti per legittimare il fenomeno in esame: cfr., sia pure a proposito del più ampio contesto della *lender governance*, i lucidi rilievi di MOZZARELLI (nt. 7), 40 ss., il quale segnala i rischi per il dispiegarsi dell'influsso creditorio derivanti dalla disciplina della «eterogestione» societaria

<sup>27</sup> Sui problemi di adattamento che la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento solleva con riferimento alla fattispecie del «controllo societario da credito», v., n. 2.2, con specifico riferimento all'istituto della postergazione legale; nonché, in termini generali, CUOMO (nt. 3), 234 ss.; PICARDI (nt. 7), 178 ss.

<sup>28</sup> V., CUOMO (nt. 3), 97 ss. Al riguardo, v. gli studi richiamati *supra*, nt. x.

A tale scopo, conviene partire dalla constatazione che, nelle situazioni di crisi dell'impresa finanziata, vi è spesso l'esigenza che il piano di salvataggio sia sostenuto (in fase di elaborazione e/o di attuazione) da apporti di «nuova finanza» del creditore in posizione di controllo contrattuale.

Va da sé che tali apporti vengono effettuati nella misura in cui il creditore in posizione di controllo abbia la ragionevole certezza di ottenerne in seguito il rimborso. È intuitivo, peraltro, che l'eventuale postergazione legale di tali crediti (in applicazione estensiva o analogica degli artt. 2467 e/o 2497-*quinquies* c.c.) rappresenterebbe un forte disincentivo all'impegno del creditore: tale disciplina, infatti, aumenta l'entità delle perdite che il creditore rischia di subire in caso di fallimento dell'impresa in crisi, poiché si traduce in un sostanziale divieto di rimborso dei crediti in caso di insolvenza della società debitrice. Sta di fatto, però, che l'esonero da postergazione espressamente previsto per la nuova finanza effettuata dai soci o dalla società o ente capogruppo non è agevolmente applicabile al caso in esame, perlomeno ove si condividano le superiori riflessioni sull'inquadramento fattispecie come eterodirezione strumentale ad un rapporto di scambio. Da qui l'importanza di stabilire se tale disciplina sia applicabile, estensivamente o in via analogica, al caso in esame.

Ovviamente, il problema in tanto può legittimamente porsi in quanto si ritenga a monte che i finanziamenti erogati nell'esercizio del «controllo societario da credito» siano soggetti, in principio, alla postergazione legale. L'interrogativo non è affatto banale, ancorché il problema dell'esercizio scorretto delle prerogative creditorie in danno della società finanziata si ponga oggettivamente anche nella fattispecie qui esaminata<sup>29</sup>. Ciò non solo perché la postergazione legale è espressamente prevista per i soli crediti dei soci di controllo (peraltro limitatamente alla disciplina della s.r.l.: art. 2467 c.c.) e per i finanziamenti infragruppo (art. 2497-*quinquies* c.c.); ma anche perché è assai controverso quale sia il fondamento dell'istituto. Ne consegue che – anche ove si condivida quanto sopra rilevato in merito alla tendenziale assimilazione dell'eterodirezione da credito alle figure tipiche di attività di eterodirezione – ciò non vuol dire ancora che tale assimilazione possa estendersi al profilo della postergazione legale. È quindi indispensabile dedicare alcune (sommarie) considerazioni a questo problema.

---

<sup>29</sup> V., CUOMO, (nt. 3), 185 s.

Non è possibile ripercorrere qui, nemmeno per sommi capi, l'intenso dibattito sul fondamento della postergazione legale<sup>30</sup>. Rispetto a tale questione, notoriamente controversa, ci limitiamo ad osservare – a sostegno della nostra preferenza per la lettura che coordina l'istituto della postergazione al tema della eterodirezione societaria – che tale orientamento è ampiamente accreditato sul piano internazionale e interno. Del resto, esso ben si coordina con la scelta legislativa di collocare le regole della postergazione all'interno della disciplina della società a responsabilità limitata e dell'attività di direzione e coordinamento, quali fattispecie tipicamente connotate da fenomeni di eterodirezione societaria<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Basti rilevare che la possibilità di estendere interpretativamente la disciplina della postergazione legale alla fattispecie in esame troverebbe un ostacolo difficilmente superabile nella tesi tradizionale che collega, in un modo o nell'altro, l'istituto al tema dell'abuso della personalità giuridica (per tale inquadramento, v. già PAVONE LA ROSA *La teoria dell' "imprenditore occulto" nell'opera di Walter Bigiavi*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 672 ss.; più di recente, tra gli altri, G.B. PORTALE *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e G.B. Portale, 1\*\*, Torino, 2004, 153 ss.; ID., *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca borsa*, 2003, I, 663 ss.; in senso analogo, GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*<sup>18</sup>, Bologna, 2012, 133 s.): nel «controllo societario da credito» siffatto abuso è difficilmente ravvisabile, mancando per definizione un rapporto di partecipazione sociale tra il soggetto in posizione di controllo e la persona giuridica abusata.

La dottrina prevalente, peraltro, ravvisa correttamente – già in base al riferimento letterale al concetto di postergazione (altro da quello di riqualificazione in conferimento) – la *ratio* dell'istituto in una particolare forma di abuso *lato sensu* gestorio (in tal senso v., in luogo di molti, ABRIANI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Studi in onore di Zanarone, a cura di Benazzo, Cera e S. Patriarca, Torino, 2011, 325). In questa prospettiva, la questione fondamentale, ai fini che qui interessano, diventa comprendere se la disciplina in questione abbia essenzialmente ad oggetto un abuso gestorio mosso da interessi (partecipativi o comunque) *lato sensu* «proprietari» (così, TERRANOVA *Commento all'art. 2467 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, 1471; M. MAUGERI *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, 213; ID., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 133 ss.) oppure se, invece, la scorrettezza nell'utilizzo delle prerogative creditorie rilevi qui come espressione di eterodirezione considerata in termini oggettivi, a prescindere quindi agli scopi finali perseguiti dal creditore (A. MAZZONI (nt. 1), 540; TOMBARI *I gruppi di società*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso e Panzani, Bologna, 2010, 1780 ss.; ABRIANI (nt. 30), 350; analogamente prima della riforma, MIOLA, *Le garanzie infragruppo*, Torino, 1993, 350 ss.; LIBONATI, *Il gruppo insolvente*, Firenze, 1981, 202).

<sup>31</sup> Per una più analitica argomentazione di tale tesi, si rinvia a CUOMO (nt. 3), 220 ss., nt. 131, 232 ss., nt. 155.

In questa sede preme rilevare soprattutto che – anche ove si condivide quanto appena osservato sulla *ratio* della postergazione – l’ipotesi che i finanziamenti effettuati nell’esercizio del «controllo societario da credito» siano soggetti alla postergazione legale, in applicazione estensiva o analogica degli artt. 2467 e/o 2497-*quinquies* c.c. è tutt’altro che esente da problemi.

La obiezione più rilevante che può muoversi a tale tesi è di ordine sostanziale, e consiste nell’osservazione che l’estensione della postergazione al «controllo societario da credito» possa disincentivare il fenomeno e il suo effetto disciplinante nei confronti degli amministratori e degli azionisti della società in crisi, con conseguenze paradossalmente sfavorevoli per la generalità dei creditori e per l’efficienza dell’azione imprenditoriale della società finanziata<sup>32</sup>.

Si tratta di un’obiezione grave. In effetti, la postergazione rischia di intaccare il meccanismo che garantisce effettività all’esercizio del controllo societario da credito: vietando il rimborso del finanziamento, tale disciplina toglie oggettivamente credibilità alla minaccia del creditore di cessare anticipatamente il finanziamento in caso di mancata cooperazione della società debitrice, minaccia che è alla base (in assenza di posizioni partecipative o di contratti di dominazione) della “persuasività” delle direttive o istruzioni creditorie. Tale conseguenza, del resto, rischia di essere endemica alla fattispecie del «controllo societario da credito» perché le condizioni (di tensione finanziaria e/o di sottocapitalizzazione della società debitrice) in cui tipicamente si manifesta tale fenomeno corrispondono, secondo un orientamento largamente accreditato<sup>33</sup>, ai presupposti oggettivi di postergabilità dei crediti previsti agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.

Tale obiezione, peraltro, può essere neutralizzata escludendo un’applicazione pedissequa (estensiva o in via di analogia *legis*) delle disciplina legislative della postergazione, senza per questo rinunciare alla estensione del principio – di *correttezza nell’esercizio del potere di eterodirezione sulle risorse essenziali per l’equilibrio finanziario dell’impresa, erogate in forma creditoria* – ad esse sotteso (in via di analogia *juris*); a condizione, però, che questo venga adattato alle peculiarità dell’attività di eterodirezione funzionale a fenomeni di scambio, come quella qui considerata. In concreto, si deve escludere che la postergazione del credito, una volta applicata a questi ultimi

---

<sup>32</sup> Cfr., PICARDI (nt. 7), 181, nt. 69; e soprattutto ENGERT, *Drohende Subordination als Schranke einer Unternehmenskontrolle durch Kreditgeber*, in ZGR, 2012, 835 ss.

<sup>33</sup> Sulla questione, v., anche per i necessari riferimenti, CUOMO (nt. 3), 258 s., nt. 221.

fenomeni, abbia lo stesso rigore che la connota nelle figure tipiche: in particolare, ritenendo (come a nostro avviso è corretto fare) che la postergazione, se da un lato vincola il credito del finanziatore di controllo alle esigenze di stabilità finanziaria della società debitrice, dall'altro *non possa vietare il rimborso del credito a fronte di comportamenti della società debitrice che non siano coerenti con il programma imprenditoriale legittimamente perseguito dal creditore di controllo*.

Rinviando ad altra sede per un più compiuto sviluppo di tale argomentazione <sup>34</sup>, rileviamo qui che, anche ammettendo tale temperamento, il vincolo di postergazione resta gravido di conseguenze per il finanziatore che assuma il controllo della società finanziata. Tale vincolo è, come accennato, particolarmente rilevante rispetto ai crediti derivanti da apporti di nuova finanza, essenziali per il buon esito degli accordi di salvataggio.

Questa constatazione, però, non deve indurre a rimettere in discussione la soggezione in principio dei crediti del finanziatore di controllo alla disciplina della postergazione legale. Si tratta, piuttosto, di interrogarsi sulla estendibilità del c.d. *Sanierungsprivileg* previsto per i finanziamenti soci o infragruppo alla fattispecie qui esaminata.

Su tale questione – che costituisce l'oggetto principale delle presenti riflessioni – conviene adesso soffermarsi.

3. *Il problema della estendibilità del Sanierungsprivileg alla nuova finanza erogata nell'esercizio del controllo societario da credito*. – Il problema dell'esonero da postergazione legale dei crediti da apporti di «nuova finanza» del creditore di controllo funzionali alla preparazione o all'attuazione di tentativi di risanamento costituisce un importante banco di prova della possibilità di costruire un *diritto societario della crisi*, inteso come sistema speciale rispetto al diritto societario generale <sup>35</sup>. In sostanza, il dubbio esprime l'esigenza di approntare una protezione speciale per tali crediti in considerazione della particolare

---

<sup>34</sup> CUOMO (nt. 3), 263 ss. Accenna alla possibilità di un'estensione, con adattamenti, della postergazione legale alla fattispecie della *lender governance*, anche, MOZZARELLI (nt. 7), x.

<sup>35</sup> Sul tema, da ultimo, TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. soc.*, 2013, 1138 ss. Sui problemi di "diritto societario della crisi" sollevati dal "controllo societario da credito", v. in particolare, CUOMO (nt. 3), capitolo 5.

rischiosità degli stessi e della loro importanza ai fini del risanamento, nell'interesse della generalità dei creditori.

Nonostante la sua rilevanza, il problema non è stato espressamente risolto dal legislatore. Una protezione della «nuova finanza» dalla postergazione legale è prevista con riferimento ai finanziamenti dei soci e ai finanziamenti infragruppo erogati in funzione o in attuazione di un concordato preventivo o di un accordo omologato (art. 182-*quater*, comma 3, prima parte, l. fall.); nonché ai finanziamenti erogati da soggetti che acquistino la qualità di soci in esecuzione di un accordo omologato o di un concordato preventivo (art. 182-*quater*, comma 3, seconda parte, l. fall.). Per tali finanziamenti si prevede che, in caso di insuccesso del piano, i relativi crediti vengano trattati come prededucibili<sup>36</sup>; dal che si desume correttamente che i corrispondenti rimborsi siano legittimi<sup>37</sup> e non ripetibili (nemmeno in caso di fallimento<sup>38</sup>), quand'anche effettuati in condizioni di oggettivo rischio d'insolvenza o di insolvenza vera e propria. Nulla di simile è previsto, invece, con riferimento alla «nuova finanza» erogata dal creditore che eserciti l'eterodirezione contrattuale (che non sia titolare di partecipazioni nella società in crisi, né ne acquisti in attuazione del piano di risanamento)<sup>39</sup>.

---

<sup>36</sup> Nella misura del 80% nel primo gruppo di casi, interamente nel secondo.

<sup>37</sup> V., per tutti, ABRIANI (nt. 30), 330, nt. 89.

<sup>38</sup> In tal senso, si rileva che l'azione di restituzione prevista dagli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. non ha ragione di applicarsi in assenza di postergazione (M. MAUGERI *Sul regime concorsuale dei finanziamenti soci*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 836, nt. 99). D'altra parte, la stessa soggezione di tali pagamenti a revocatoria fallimentare è «disinnescata» dall'art. 67, comma 3, lett. e), l. fall.: se non in forza di una vera e propria assimilazione tra la revocatoria fallimentare e l'azione di restituzione *ex* artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. (assimilazione assai dubbia: v., per tutti, PROTO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Fallimento*, 2006, 140), quantomeno in virtù della disapplicazione della postergazione legale ai rimborsi effettuati nell'ambito del concordato o dell'accordo *ex* art. 182-*bis* l. fall., e della conseguente riconducibilità di tali pagamenti al regime generale di cui all'art. 67, comma 3, lett. e), l. fall. (cfr., M. MAUGERI (nt. 38), 822 s., nt. 57; M. ROSSI, *Postergazione e concordato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 18 s., testo e nt. 52).

<sup>39</sup> Del resto, sarebbe semplicistico tentare di risolvere il problema riconducendo i finanziamenti del creditore che eserciti l'eterodirezione alla fattispecie generale degli apporti di «nuova finanza» prededucibili *ex* art. 182-*quater*, commi 1 e 2, l. fall. In primo luogo, tale approccio non risolverebbe il problema della «nuova finanza» erogata al di fuori degli accordi omologati e dei concordati preventivi. Anche nell'ambito delle soluzioni alla crisi con supervisione giudiziaria, poi, non potrebbe darsi per scontata l'estendibilità della regola al caso qui esaminato, là dove vengono in rilievo crediti in principio postergabili (v., n. 2.2). Del resto, se è vero che l'art. 182-*quater*, comma 3, seconda parte, l. fall. richiama proprio tale disciplina generale per il caso in cui l'acquisto

Il problema è stato particolarmente approfondito in Germania. In tale contesto, infatti, l'esonero dalla postergazione legale è espressamente previsto solo per i crediti (pregressi o successivi) di colui che acquisti (a titolo originario o derivativo) una partecipazione nella società in crisi nell'ambito del piano di risanamento (c.d. *Sanierungsprivileg*: § 39, *Abs. 4, S. 2, InsO*)<sup>40</sup>. Nonostante il silenzio del legislatore sul punto, si ritiene di poter estendere interpretativamente la disciplina in questione al creditore di controllo e, più precisamente, ai crediti (pregressi o successivi) vantati dal finanziatore che assuma l'eterodirezione della società in crisi senza divenirne socio. In tal senso, si è argomentato dalla *ratio* della esenzione che risiede nell'esigenza di promuovere il risanamento incentivando l'assunzione del controllo sulla società in crisi da parte di soggetti che introducano nuove strategie imprenditoriali. Rispetto a tale esigenza – si argomenta – l'acquisto della qualità di socio non è essenziale<sup>41</sup>.

Nella comparazione non vanno sottovalutate alcune importanti differenze rispetto alla situazione normativa italiana. Infatti, il *Sanierungsprivileg* tedesco è per certi versi più ampio, per altri versi più restrittivo del suo omologo italiano. In particolare, l'istituto tedesco non presuppone, almeno secondo parte degli interpreti, l'effettuazione di apporti di «nuova finanza» da parte del soggetto che assuma l'eterodirezione<sup>42</sup>, ed è certo che esoneri dalla postergazione *tutti* i crediti vantati da costui (compresi, quindi, quelli pregressi)<sup>43</sup>. D'altra parte, il *Sanierungsprivileg* tedesco non è applicabile a coloro che

---

della partecipazione sociale avvenga in esecuzione dell'accordo omologato o del concordato, non è affatto detto che tale scelta esprima un principio generale.

Prematuro sarebbe inoltre sostenere, puramente e semplicemente, l'applicazione analogica dell'art. 182-*quater*, comma 3, prima parte, l. fall., non potendosi escludere – in assenza di un adeguato approfondimento sistematico – la eccezionalità di tale regola, come del resto parrebbe suggerire la lettera della legge (che al riguardo si esprime in termini di «deroga» alla disciplina societaria della postergazione).

<sup>40</sup> Sul problema della estensione del *Sanierungsprivileg* al creditore che eserciti l'eterodirezione in forza di *covenants*, v., senza pretese di completezza, EIDENMÜLLER, *Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz*, Köln, 1999, 396 s.; KÄSTLE, *Rechtsfragen der Verwendung von Covenants in Kreditverträge*, Berlin, 2003, 194 ss.; SERVATIUS, *Gläubigereinfluß durch covenants*, Tübingen, 2008, 535 ss.

<sup>41</sup> Così, limitatamente al caso che il creditore apporti nuova finanza, KÄSTLE (nt. 40), 196 s.; più ampiamente, SERVATIUS, (nt. 40), 535 ss.

<sup>42</sup> LUTTER u. HOMMELHOFF §§ 32 a/b, in *GmbH-Gesetz. Kommentar*, 16. Aufl., herausgegeben von Lutter und Hommelhoff, Köln, 2004, *Rdn.* 82, 541.

<sup>43</sup> V., in luogo di molti, K. SCHMIDT, §§ 32 a, b, in *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, herausgegeben von Scholz, 10. Aufl., I, Köln, 2006, *Rdn.* 218, 1727; LUTTER u. HOMMELHOFF (nt. 42), *Rdn.* 85, 542.

abbiano esercitato il controllo in una fase precedente l'emergere della crisi<sup>44</sup>, e inoltre non affianca alla esonero da postergazione anche la prededucibilità del credito in caso di apertura delle procedure concorsuali<sup>45</sup>.

Detto ciò, non sembrano esservi ostacoli a pervenire anche nel diritto interno ad una equiparazione interpretativa del creditore che eserciti l'eterodirezione contrattuale al socio/imprenditore o alla capogruppo in punto di esonero dalla disciplina della postergazione nei termini in cui questo è ammesso dal diritto italiano.

Al riguardo, giova rilevare che l'equiparazione tra le fattispecie tipiche di finanziamenti «privilegiati» e le ipotesi di «nuova finanza» facente capo al *controlling creditor* sarebbe coerente con la tendenza del sistema (quale qui ricostruito) a trattare in modo omogeneo le due tipologie di eterodirezione societaria. Del resto, le esigenze che giustificano la protezione della «nuova finanza» nelle fattispecie tipizzate dal legislatore ricorrono anche nei casi qui esaminati. Infatti, anche i finanziamenti del creditore che eserciti l'eterodirezione sono particolarmente utili al salvataggio dell'impresa e al ceto creditorio in quanto caratterizzati dalla maggiore rapidità e convenienza tipica dei finanziamenti degli *insiders* rispetto alla finanza esterna eventualmente disponibile.

Né sembra che tale parallelo sia incoerente con le indicazioni ricavabili dal sistema. Non rappresenta certo un ostacolo insuperabile a tale esito interpretativo l'esplicito riferimento dell'art. 182-*quater*, comma 3, prima parte, l. fall. ai soli finanziamenti del socio o infragruppo. Non sarebbe plausibile, in particolare, un automatismo interpretativo che pretendesse di desumere da tale dato testuale una soluzione contraria per i finanziamenti del creditore non socio né capogruppo.

Del resto, sembrano esservi sufficienti elementi a supporto di un'applicazione analogica della norma al caso qui considerato. Al riguardo, merita in primo luogo rilevare che la esenzione dalla postergazione prevista dalla norma citata – nonostante la contraria impressione che portrebbe trarsi da una prima lettura del suo testo (là dove questo discorre di “deroga” agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.) –

---

<sup>44</sup> V., in luogo di molti, K. SCHMIDT (nt. 43), *Rdn.* 216, 1725; LUTTER *u.* HOMMELHOFF (nt. 42), *Rdn.* 80, 541.

<sup>45</sup> K. SCHMIDT (nt. 43), *Rdn.* 218, 1726 s.

non è affatto in contraddizione con i principi <sup>46</sup>. Al contrario, essa si giustifica poiché in questo caso l'esigenza di prevenzione del rischio di insolvenza alla base della postergazione legale *in sostanza* non ricorre, sicchè la disapplicazione della postergazione potrebbe ammettersi anche in assenza della norma in questione in virtù di una *riduzione teleologica* della regola societaria.

Giova ricordare che la disciplina della postergazione tende a prevenire l'insolvenza o il rischio di insolvenza provocati o aggravati dalla restituzione di finanziamenti essenziali per l'equilibrio economico-finanziario dell'impresa. Ora, nel caso nella «nuova finanza» erogata a supporto di piani di risanamento, tale *ratio* non ricorre: il rimborso di tali crediti non è idoneo, cioè, a *provocare o ad aggravare* l'insolvenza o il rischio di insolvenza pur oggettivamente sussistenti. Infatti, i finanziamenti in questione sono *successivi* al verificarsi di tali stati e, soprattutto, servono a consentirne il *superamento* nell'interesse dell'intero ceto creditorio <sup>47</sup>. Ed è appena il caso di rilevare che in tanto ci si può realisticamente attendere che tali finanziamenti vengano effettuati in quanto ne sia poi consentito il rimborso (in coerenza con il piano di risanamento) <sup>48</sup>.

Va poi osservato che la protezione dei crediti in questione dalla disciplina della postergazione legale nella fattispecie dei finanziamenti dei soci o infragruppo si giustifica non tanto in funzione della formale posizione *partecipativa* del finanziatore (che, infatti, può mancare nel finanziamento infragruppo <sup>49</sup>), quanto piuttosto alla luce della *meritevolezza dell'apporto di «nuova finanza» strumentale ad un piano di risanamento effettuato da chi eserciti il controllo sulla società*.

---

<sup>46</sup> Analogamente, G. FERRI jr., *Insolvenza e crisi dell'impresa organizzata in forma societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 433 ss.; M. MAUGERI (nt. 38), 834 ss.; ABRIANI (nt. 30), 355; BRIOLINI, *Questioni irrisolte i tema di piani di risanamento e di accordi di ristrutturazione dei debiti. Appunti sugli artt. 2467 e 2497-quinquies c.c. e sull'art. 182-quater l. fall.*, in *Banca borsa*, 2012, 535.

<sup>47</sup> Cfr., gli AA. *citt. supra*, nt. prec.

<sup>48</sup> MARCHISIO, *I "finanziamenti anomali" tra postergazione e prededuzione*, in *Riv. not.*, 2012, I, 1295 ss.

<sup>49</sup> Nonostante il testuale riferimento dell'art. 182-*quater*, comma 3, l. fall. ai soli finanziamenti dei soci, l'orientamento quasi unanime è nel senso di estendere il privilegio (in via di interpretazione estensiva o di analogia *legis* o *juris*) al finanziamento infragruppo proveniente dal non socio: così, STANGHELLINI, *Finanziamenti-ponte e finanziamenti alla ristrutturazione*, in *Fallimento*, 2010, 1364; ABRIANI (nt. 30), 357 ss.; TOMBARI *La prededucibilità dei finanziamenti soci e infragruppo dopo il decreto sviluppo*, in *www.cesifin.it*, 6; *contra*, AMBROSINI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti e finanziamenti alle imprese in crisi. Dalla "miniriforma" del 2005 alla l. 7 agosto 2012, n. 134*, Bologna, 2012, 154.

Circostanza che, ovviamente, sussiste anche nel caso del finanziamento erogato dal *controlling creditor* che eserciti l'attività di eterodirezione.

4. *Problemi applicativi.* – Passando a precisare le conseguenze applicative di tale equiparazione, giova anzitutto sottolineare, sul piano della *fattispecie*, che il beneficio in esame presuppone la funzionalità del finanziamento ad un piano di risanamento: solo in tali casi, infatti, viene meno l'esigenza di tutela dei creditori sottesa alla postergazione. Affinchè tale protezione non si presti ad abusi è peraltro indispensabile subordinare l'applicazione del *Sanierungsprivileg* al duplice presupposto della *obiettiva risanabilità* dell'impresa e della *idoneità del finanziamento* a far conseguire al piano di risanamento il suo obiettivo. Conferme in tal senso si traggono non solo dal diritto comparato<sup>50</sup>, ma anche dal fatto che la deroga alla postergazione sia espressamente prevista in relazione ai finanziamenti legati a concordati o ad accordi omologati, vale a dire a contesti nei quali operano cautele procedimentali volte ad accertare la serietà del tentativo di risanamento. Tale requisito esprime senz'altro un presupposto del *Sanierungsprivileg* generalizzabile alla casistica qui in esame, giacchè i pericoli posti dall'esonero da postergazione dei crediti del finanziatore/imprenditore non sono minori rispetto a quelli legati al privilegio dei crediti del socio o della capogruppo.

Tale nesso funzionale, peraltro, non deve intendersi nell'accezione «forte» secondo cui solo i finanziamenti *attuativi* di piani di risanamento già perfezionati godrebbero del privilegio: anche i finanziamenti effettuati nelle more della *formazione* di un possibile piano di risanamento ricadono nella disciplina in esame. Diversamente, infatti, l'incentivo all'impegno del finanziatore nel salvataggio dell'impresa vedrebbe ridotta la sua portata in misura eccessiva, considerata l'importanza e la particolare delicatezza dei finanziamenti-ponte. Che il sistema si orienti in tal senso è del resto indicato dalla evoluzione della disciplina dei finanziamenti soci che, se inizialmente circoscriveva il privilegio ai soli finanziamenti effettuati in esecuzione del piano, copre oggi anche i finanziamenti-ponte (art. 182-*quater*, comma 3, prima parte, l. fall.). Nonostante le contrarie interpretazioni

---

<sup>50</sup> V., in luogo di molti, LUTTER *u.* HOMMELHOFF (nt. 42), *Rdn.* 84, 542; cfr., peraltro, i rilievi critici di K. SCHMIDT (nt. 43), *Rdn.* 217, 1727.

proposte in dottrina <sup>51</sup>, è da ritenere che tale soluzione non sia in contraddizione con i principi della postergazione legale (perlomeno ove la si intenda come sanzione contro gli abusi di eterodirezione nel finanziamento, visto come fenomeno in sé meritevole). Infatti, i finanziamenti interinali, pur esponendo i terzi a rischi superiori a quelli legati ai finanziamenti attuativi di un piano di risanamento già perfezionato, non sono certo meno meritevoli da un punto di vista imprenditoriale (a prescindere dalla loro provenienza soggettiva) nella misura in cui impediscono che, nel periodo di tempo (normalmente non breve) necessario per la preparazione di un piano di risanamento, l'impresa collassi per carenza di liquidità, rendendo di fatto inattuabile (o molto più costoso) il piano predisposto <sup>52</sup>.

Soddisfatti tali requisiti oggettivi, il finanziamento potrà beneficiare del regime di favore *a prescindere dal fatto se provenga da un creditore che inizi ad esercitare l'eterodirezione contestualmente all'erogazione del finanziamento oppure da un creditore che abbia già esercitato il controllo sull'impresa in crisi in precedenza*. Nonostante la contraria soluzione (che parte degli interpreti ritiene) adottata dal diritto tedesco <sup>53</sup>, occorre tenere presente che la partecipazione alla gestione dell'impresa nel periodo precedente il manifestarsi della crisi, o comunque il suo aggravarsi al punto da rendere necessaria l'erogazione della «nuova finanza», non è prova univoca di una responsabilità del creditore nella causazione o nell'aggravamento del dissesto; assunto che emerge nel nostro diritto positivo là dove si prevede l'estensione della protezione anche per i finanziamenti dei soci o infragruppo. Né vi è motivo per escludere il creditore che eserciti l'eterodirezione contrattuale da tale beneficio: in particolare, un atteggiamento «garantista» nei soli riguardi dei soci o della capogruppo non potrebbe giustificarsi alla luce di una ipotetica maggiore consapevolezza del

---

<sup>51</sup> Contrari alla estensione del *Sanierungsprivileg* ai finanziamenti-ponte, BRIOLINI (nt. 46), 535; M. MAUGERI (nt. 38), 834 ss.

<sup>52</sup> L'esonero da postergazione legale deve riconoscersi rispetto ai finanziamenti-ponte concessi contestualmente alla presentazione della domanda di ammissione al concordato (anche in bianco) o di omologazione dell'accordo o di proposta di accordo (art. 182-*quinquies*, commi 1, 2 e 3, 1. fall.), i quali hanno il vantaggio di poter essere protetti dal provvedimento del giudice a prescindere dal successivo esito della procedura (cfr., TOMBARI (nt. 49), 8; *contra*, BRIOLINI (nt. 46), 535). Nonostante il silenzio serbato dal legislatore con riferimento agli stessi finanziamenti soci o infragruppo, è da ritenere che anche tali crediti godano del *favor* previsto per tutti gli altri tipi di finanziamento dei soggetti che esercitino l'eterodirezione, per le ragioni esposte nel testo; e ciò quand'anche provengano dal creditore che eserciti l'eterodirezione contrattuale.

<sup>53</sup> V. *supra*.

finanziatore istituzionale nelle questioni legate alla prevenzione del rischio di insolvenza, in effetti difficilmente sostenibile rispetto ai contesti macro-imprenditoriali nei quali tipicamente si manifesta il «controllo societario da credito».

Sotto altro profilo, è da ritenere che il regime di privilegio varrà, con i dovuti adattamenti, anche per i crediti rivenienti da *apporti effettuati nel contesto di tentativi di soluzione della crisi posti in essere nelle forme dei piani «attestati»*<sup>54</sup> oppure delle soluzioni stragiudiziali atipiche. In particolare, mentre non si potrà estendere a tali crediti la qualifica di prededucibili, non sembrano esservi ostacoli alla estensione dell'esonero dalla postergazione legale. Sebbene la dottrina italiana sia divisa sul punto<sup>55</sup>, spunti in tal senso si ricavano dall'esperienza tedesca, dove il *Sanierungsprivileg* opera anche rispetto ai salvataggi stragiudiziali. Del resto, a differenza della prededucibilità, la piena rimborsabilità del credito non deriva dall'*imprimatur* giudiziale, bensì dalla stessa disciplina sostanziale della postergazione. Infatti, secondo la ricostruzione qui proposta, tale esonero discende da una riduzione teleologica della disciplina societaria per gli apporti di «nuova finanza» finalizzati alla preparazione o alla attuazione di piani di risanamento seri.

Sul piano della *disciplina*, l'esonero da postergazione riguarda solo il credito derivante dalla «nuova finanza», e *non tutti i crediti facenti capo al soggetto che eserciti l'eterodirezione*. Infatti, i rimborsi relativi a crediti pregressi non possono presumersi nell'interesse del ceto creditorio, poiché tornano a vantaggio esclusivo del creditore/imprenditore, rappresentando il contesto tipico nel quale si pongono i problemi di prevenzione del rischio di insolvenza presidiati dalla disciplina della postergazione legale.

Nella misura in cui beneficia del *Sanierungsprivileg*, il credito del finanziatore sarà liberamente rimborsabile<sup>56</sup> e ciò *quand'anche sussista*

---

<sup>54</sup> Analogamente, per i finanziamenti attuativi del piano “attestato”, M. MAUGERI (nt. 38), 836, nt. 99; BALP, *Commento all'art. 2467 c.c.*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, 2008, 297 s.; *contra*, M. CAMPOBASSO, *La postergazione dei finanziamenti dei soci*, in *S.r.l. Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale*, a cura di Dolmetta e Presti, Milano, 2011, 250; BRIOLINI (nt. 46), 540.

<sup>55</sup> V., *supra*, nt. prec.

<sup>56</sup> Tale diritto di rimborso coprirà il credito nella misura del 100%. Nonostante la legge riferisca testualmente la deroga agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. all'80% del credito, è da ritenere che tale riduzione del beneficio valga solo in ordine al profilo della prededuzione, non anche rispetto a quello dell'esonero da postergazione (sul problema della applicabilità della “franchigia” del 20% per la prededuzione dei crediti del

*un oggettivo rischio di insolvenza, o addirittura un vero e proprio stato di insolvenza. Il rimborso sarà inoltre protetto anche in caso di insuccesso del risanamento: in particolare, in caso di fallimento i rimborsi effettuati in precedenza non saranno ripetibili e l'eventuale credito residuo potrà insinuarsi al passivo come credito non postergato*

<sup>57</sup>

---

*controlling creditor v. infra*, nt. x). Contrariamente all'aspetto della prededuzione, infatti, l'esonero da postergazione non discende dalla norma fallimentare, bensì da una riduzione teleologica della stessa norma di diritto societario generale (cfr., M. MAUGERI (nt. 38), 840; M. CAMPOBASSO (nt. 54), 250).

<sup>57</sup> In proposito, si può porre il problema se il *Sanierungsprivileg* presupponga che, in caso di insuccesso del piano di risanamento, il creditore/imprenditore revochi tempestivamente il finanziamento nel momento esatto in cui tale insuccesso si verifica. Ciò al fine di evitare che, sotto l'usbergo della esenzione da postergazione legale, possano trovare spazio pratiche di finanziamento abusivo di imprese in crisi irreversibile.

Il problema è stato affrontato in Germania, dove l'orientamento dominante è di segno negativo. In tal senso – con argomenti condivisibili anche per il nostro sistema – si è rilevato che un simile onere per il principale creditore farebbe venire meno il valore segnaletico del suo coinvolgimento nel risanamento per i terzi e, quindi, una delle funzioni del *Sanierungsprivileg*. Del resto, si è notato che l'esigenza di contrastare eventuali concessioni abusive di credito è adeguatamente soddisfatta sia dall'interesse del creditore di controllo ad attivarsi affinché il piano di risanamento venga efficacemente implementato, sia dalla responsabilità gestoria per ritardo nella richiesta di apertura della procedura d'insolvenza (v., in particolare, LUTTER *u.* HOMMELHOFF (nt. 42), *Rdn.* 88, 543).