

ALESSIO D. SCANO

***Debt covenants e governo delle società per azioni solventi:
il problema della lender governance***

SOMMARIO: 1. Il problema. Scopo dell'indagine. - 2. I *covenants* quale strumento di governo del rapporto di agenzia tra *managers* e *debtholders*. - 3. Il contenuto dei *covenants*. - 4. Monitoraggio e interferenza dei *private lenders* nella gestione sociale: la *lender governance*. - 5. Validità ed efficacia dei *covenants*. La sanzione per il loro inadempimento. - 6. *Lender governance* e: a) dovere di interpello degli azionisti; b) obblighi di trasparenza; c) assunzione di responsabilità.

1. – Con il presente intervento intendiamo occuparci di un fenomeno, recente e poco conosciuto, legato al finanziamento a medio o lungo termine delle grandi società di capitali. Esso è stato di recente definito – rilevandosene la connessione con l'area tematica della *corporate governance* – con il termine di *lender governance*¹.

Oggetto dell'indagine, come si intuisce, sono le implicazioni connesse all'influenza sul governo delle società di capitali – e in particolare delle società per azioni – esercitata dai fornitori di capitali di debito mediante ricorso agli strumenti che subito in appresso saranno descritti². Nel corso del lavoro non ci si soffermerà, invece, sull'influenza endosocietaria attuata dai titolari di strumenti finanziari per mezzo dell'esercizio dei diritti partecipativi incorporati nei titoli da essi sottoscritti o acquistati, preferendosi concentrare l'analisi su alcuni aspetti critici del fenomeno legati al finanziamento “non cartolarizzato”³. Non si deve dimenticare, invero, che le prerogative in forza delle quali i finanziatori sono capaci di condizionare l'azione della società finanziata sono assai spesso concesse dal *contratto* di finanziamento, mercé l'inserzione

¹ In questi termini v. soprattutto F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, 57 *UCLA L. Rev.* (2009), in corso di pubblicazione (citazione del dattiloscritto disponibile su www.ssrn.com).

² Nel § 4.

³ In particolare nel § 6.

in esso di particolari clausole: i cc.dd. *debt* o *loan covenants*, clausole contrattuali, originariamente elaborate oltre Oceano, alle quali si fa ampio e frequente ricorso anche nella prassi contrattuale del nostro paese e la cui attualità è esplosa in occasione della recente crisi finanziaria.

Quello della *lender governance* è fenomeno, quindi, che trae origine da quello dei *covenants*, ma che in quest'ultimo non si esaurisce completamente. Su di esso, in ogni caso, sarà necessario concentrare l'attenzione essendo imprescindibile una sua disamina per una completa comprensione dei presupposti dell'indagine.

In secondo luogo, è utile precisare che al fenomeno della *lender governance* si guarderà come fenomeno stabile e continuo, non limitatamente alla tematica del trasferimento del controllo sull'impresa in occasione della sua insolvenza o dell'ingresso in uno stato di crisi finanziaria: da qui il riferimento contenuto nel titolo alle società per azioni "solventi". Studi recenti hanno posto in evidenza, invero, come l'influenza sul governo della società finanziata si riscontri a prescindere dall'ingresso nello stato di insolvenza o dalla predisposizione di un piano di salvataggio della società in crisi ad opera di una o più banche⁴. Quegli stessi studi hanno rivelato il carattere fisiologico e non episodico dei condizionamenti esercitati dai finanziatori nel corso della ordinaria gestione dell'impresa; condizionamenti generalmente giudicati con favore dalla letteratura che si è occupata del tema, appurandosene le ricadute positive in termini di conduzione efficiente della impresa sociale.

Questo breve *excursus* non vuole ripercorrere il dibattito sul ruolo dei *lenders* nel governo delle società che ricorrono al debito, né discutere dell'efficienza economica di tale azione di monitoraggio, ma limitarsi ad individuare le implicazioni strettamente giuridiche del fenomeno alla luce dell'ordinamento in cui esso è stato trapiantato.

⁴ F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit.; D.G. BAIRD – R.K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, 154 *U. Penn. L. Rev.* (2006), p. 1209 ss. (citazione del dattiloscritto disponibile su www.ssrn.com).

2. – L’influenza dei *lenders* è fatto che non si esaurisce nella esperienza dei *covenants*, questi ultimi rappresentando, tuttavia, il necessario mezzo grazie al quale la prima riesce concretamente a esplicarsi.

Fenomeno ancora poco conosciuto agli studiosi del nostro paese⁵, i *loan covenants* rappresentano clausole inserite (sempre più di sovente) nei contratti di finanziamento a medio o lungo termine, il cui contenuto consiste essenzialmente nell’imposizione di vincoli di varia natura all’azione della società destinataria del finanziamento. Queste clausole generalmente accedono tanto a prestiti ordinari quanto ad emissioni obbligazionarie, assumendo in quest’ultimo caso il nome di *bond covenants*⁶.

Il mancato rispetto dei vincoli imposti dalle clausole *covenants* importa essenzialmente – come si avrà occasione di notare – la facoltà di rinegoziare le condizioni del prestito o, nei casi più gravi, la stessa revoca del finanziamento; quest’ultima attuabile grazie alle ricorrenti clausole di risoluzione espressa del contratto collegate all’inadempimento dei vincoli imposti dai *loan covenants*.

Da un punto di vista eminentemente teorico – assumendo come punto di osservazione la prospettiva di analisi economica basata sul c.d. “rapporto di agenzia”⁷ – il ricorrere di queste clausole si spiega avuto riguardo all’immanente conflitto di interessi tra soci/*managers* e *creditori* delle società di capitali; conflitto concomitante con quello, forse maggiormente percepito, tra soci e *management* della società⁸.

⁵ Con rare eccezioni: v. soprattutto gli accenni contenuti negli studi di L. STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007 e di A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi* (a cura di P. Balzarini), vol. 1, Milano, 2007, p. 511 ss., spec. p. 526 ss.

⁶ Su cui v. da ultimo W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and the Law, Theory and Practice, Substance and Process* (dattiloscritto disponibile su www.ssrn.com).

⁷ Approccio che «sottolinea [...] la pervasività dell’asimmetria informativa e del connesso problema di agenzia che si realizza nell’impresa quando si ha produzione di squadra [...] e separazione tra proprietari-azionisti e controllori-managers»: così A. NICITA - V. SCOPPA, *Economia dei contratti*, Roma, 2005, p. 268.

⁸ La letteratura è molto vasta. I “classici” possono essere considerati: M. C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3 *J. Fin. Econ.* (1976), p. 305 ss.; C.W. SMITH - J.B. WARNER, *On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants*, cit., p. 117. Si veda anche M.W. MCDANIEL, *Bondholders and Stockholders*, 13 *J. Corp. L.* (1988), p. 230. Nella “manualistica” nordamericana il tema è, parimenti, comunemente trattato: *ex multis* v. R.W. HAMILTON - J.R. MACEY, *Cases and Materials On Corporations (Including Partnerships and Limited Liability Companies)*, 9th ed., Thomson-West, St. Paul, Minnesota, 2005, p. 340. In quella europea v. invece, da ultimo, i cenni dedicati al tema in K. LANGENBUCHER, *Aktien- und*

L'*agency theory* evidenzia come il rapporto tra la società e i finanziatori 'non proprietari' generi costi di agenzia derivanti dal (potenziale) conflitto di pretese tra soci (quali *residual claimants*) e soggetti portatori di una pretesa predeterminata (*fixed claimants*); conflitto che induce i primi a intraprendere "azioni nascoste" (*hidden actions*) tese all'espropriazione di ricchezza a spese dell'altra categoria⁹. In particolare, una volta ottenuta l'erogazione del prestito, la società potrebbe: disperdere i beni che costituiscono la garanzia generica del finanziatore; diminuire la consistenza del patrimonio sociale attraverso restituzioni ai soci; mutare in senso più rischioso l'oggetto della propria attività; ecc. Questo specifico costo di agenzia – il cui insorgere è senz'altro favorito dalla esistenza della autonomia patrimoniale perfetta della società debitrice (e che quindi presuppone l'inesistenza di garanzie personali dei soci: come appunto avviene nelle società per azioni aperte) – è, secondo l'indagine condotta nell'ambito dello studio pionieristico in materia¹⁰, tanto più intenso quanto maggiore è il ricorso della società al debito¹¹.

Kapitalmarktrecht, München, 2008, pp. 4-5. Nella nostra letteratura, con specifico riferimento alla problematica della tutela di quei particolari apportatori di capitale che sono gli azionisti di risparmio, v. U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi «partecipativi»*, Torino, 2000, p. 148 ss.; di quest'ultimo a. v. comunque in prospettiva più allargata anche il successivo ID., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1082 ss., alla p. 1097 ss.).

⁹ J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, cit., p. 84; R.C. GREEN - E. TALMOR, *Asset Substitution and The Agency Costs of Debt Financing*, 10 *Journal of Banking and Finance* (1986), p. 391 ss.; I.B. MALITZ, *Financial contracting*, in P. Newman - M. Milgate - J. Eatwell (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 2, Macmillan, London-New York, 1992, p. 46; J.H. CHOPER - J.C. COFFEE jr. - R.J. GILSON, *Cases and Materials on Corporations*, 6th ed., Aspen, New York, 2004, p. 220 ss. Riferimenti ulteriori anche in A. NICITA - V. SCOPPA, *Economia dei contratti*, cit., p. 283 s.

¹⁰ M. C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, cit., p. 312 ss.; R.C. GREEN - E. TALMOR, *Asset Substitution and The Agency Costs of Debt Financing*, cit., p. 392.

A. NICITA - V. SCOPPA, *Economia dei contratti*, cit., p. 284, rilevano come detta prospettiva di analisi delle tensioni e dei divergenti interessi economici all'interno della moderna società di capitali si inserisce in un disegno teorico più ampio teso a dimostrare – rovesciando i termini di una notissima ricostruzione: F. MODIGLIANI - M. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment*, 48 *Am. Econ. Rev.* (1958), p. 261 ss. - «l'esistenza di un *trade-off* tra emissione azionaria e ricorso all'indebitamento come strumenti alternativi di finanziamento [...]», alla luce del fatto che «entrambe le modalità [...] comportano rilevanti costi di agenzia».

¹¹ Alla luce di queste considerazioni la letteratura più recente osserva sempre più frequentemente che gli azionisti non sono gli unici soggetti a sostenere il rischio di impresa. Ad esempio, F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHEL, *Close Corporations and Agency Costs*, 38 *Stan. L. Rev.* (1986), p. 274 s., testo e nota n. 8, non hanno esitazioni ad affermare che «non esiste una differenza significativa tra *debt* ed *equity* da un punto di vista economico. Ambedue le pretese sono esposte a rischio, ciò che le rende entrambe "residuali" nel senso che la loro remunerazione dipende dalle fortune economiche dell'impresa». *Adde* – nella nostra dottrina – le considerazioni svolte da C. ANGELICI, *La riforma delle*

Allo scopo di ridurre al minimo il rischio di azioni opportunistiche da parte del finanziato, il finanziatore impone l'assunzione di specifici impegni (*covenants*). La funzione svolta da queste clausole è quindi quella di assicurare un controllo dell'azione del finanziato che riduca al massimo la possibilità di comportamenti opportunistici così da tutelare il finanziamento erogato; ciò avviene secondo un meccanismo (contrattuale e di *ex post governance*) di mitigazione dell'azzardo morale (*moral hazard*)¹². Fin qui lo scenario che fa da sfondo a questa prassi.

3. - Il contenuto dei *covenants* può atteggiarsi in maniera assai diversificata¹³, distinguendosi alla base tra *affirmative* (o *positive*) *covenants* e *negative covenants*.

Con i primi si individuano le iniziative che devono essere positivamente intraprese dal finanziato, che assume *obblighi di fare*. Rientrano in questa categoria le clausole relative al “buon mantenimento” dei beni strumentali¹⁴; al rispetto di determinati *ratios* patrimoniali e finanziari in rapporto alla misura dell'indebitamento; alla trasmissione periodica di informazioni; alla richiesta di preventiva autorizzazione di determinate scelte strategiche; alla garanzia di accesso del finanziatore ai libri sociali; alla nomina di un componente del consiglio di amministrazione (o di un c.d. *board observer*)¹⁵.

Nella seconda tipologia, invece, rientrano le azioni che *non* possono essere intraprese dalla società finanziata, la quale assume obblighi di non fare nell'ambito della gestione dell'impresa sociale¹⁶. Appartengono a questo secondo insieme – invero assai

società di capitali, cit., alle pp. 4, 27, 65 ss. e da L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, p. 24 s., ove ricorso alla efficace formula “*soci senza diritti*”, a voler sottolineare come i creditori rischino comunque il capitale «senza avere alcun diritto agli utili né alcun controllo sulla società (che i soci esercitano mediante il diritto di voto)».

¹² Cfr. O.E. WILLIAMSON, *Opportunistic behaviour in contracts*, in (P. Newman ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 2, New York, Macmillan, 2002, p. 706 s.

¹³ J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, cit., p. 105.

¹⁴ In genere, le clausole sulla “buona tenuta” o dirette ad impedire atti di disposizione degli *assets* sono ricorrenti, mentre quelle aventi ad oggetto le “politiche di investimento” sono «infrequenti e/o indirette» (v. J.R. BOOTH, *Contract costs, bank loans, and the cross-monitoring hypothesis*, 31 *J. Fin. Econ.* (1992), p. 28), anche per la oggettiva difficoltà – già a suo tempo evidenziata – di “monitorare” questo tipo di scelte manageriali (a questo ultimo proposito cfr. C.W. SMITH - J.B. WARNER, *On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants*, cit., p. 130 s.).

¹⁵ Su questa figura v. le considerazioni svolte da E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 1092.

¹⁶ J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, cit., p. 103. Siffatti vincoli contrattuali – sia detto

nutrito – i *covenants* che impongono restrizioni al pagamento di dividendi; all’acquisto di azioni proprie; all’incremento del debito sociale; alla concessione di nuove garanzie reali sul patrimonio della società (*negative pledge clause*)¹⁷; all’alienazione degli *assets* strategici; alla fusione con altre società; alla modifica dell’oggetto sociale (c.d. *same business clause*); e, da ultimo, restrizioni in ordine a determinate scelte gestorie¹⁸ quali la conclusione di operazioni di una certa rilevanza fuori del corso ordinario dell’attività attuale, l’assunzione di ulteriori partecipazioni rispetto a quelle esistenti; ecc.¹⁹.

Si è di fronte, insomma, a uno strumento di protezione del finanziamento qualificabile in termini di “garanzia atipica” del credito²⁰.

Oltre a impedire agli azionisti e ai *managers*, quali centro di interessi contrapposto ai *debtholders*, di intraprendere azioni tese a espropriare e trasferire ricchezza ai primi nell’ambito del rapporto conflittuale già descritto, l’altra funzione svolta dai *covenants* è quella di facilitare il trasferimento del controllo sull’impresa²¹ in ipotesi di gestione deficitaria della stessa²²; trasferimento del controllo che può avere la scaturigine, per l’appunto, nella violazione degli impegni assunti col contratto di

per inciso – accedono tanto al debito “pubblico” (*bond covenants*) quanto a quello “privato”, pur se in quest’ultimo caso il contenuto contrattuale si presenta assai più stringente: così W.J. CARNEY, *Corporate Finance: principles and practice*, New York, 2005, p. 339.

¹⁷ In materia, approfondito esame in A. SCHWARTZ, *A Theory of Loan Priorities*, 18 *J. Legal Stud.* (1989), pp. 216-218 in partic.

¹⁸ J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, cit., p. 105. Cui adde, per un’agevole ma dettagliata esposizione, W.A. KLEIN - J.C. COFFEE jr., *Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles*, 9th ed., Foundation Press, New York, 2004, p. 252 ss.

¹⁹ Dalla generale elencazione che si è compiuta nel testo è quindi agevole desumere come i *covenants* possano essere utilizzati al fine di proteggere i finanziatori della società (titolari o meno di strumenti finanziari incorporanti le loro pretese) tanto contro i pregiudizi *diretti* quanto contro quelli *indiretti*. Sui termini della distinzione tra pregiudizi diretti e pregiudizi indiretti si rinvia a U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi «partecipativi»*, cit., p. 97 ss., ove anche esemplificazioni. In questa sede ci limitiamo a dire che i primi conseguono direttamente a una modifica in senso peggiorativo della posizione giuridica del titolare; i secondi – più frequenti ed insidiosi, visto che i pregiudizi conseguono direttamente a decisioni formali della società e non rappresentano, in quanto tali, *hidden actions* – indirettamente conseguono, invece, a semplici scelte gestorie (quali quelle elencate nel testo) non sempre ricollegate a decisioni strutturali della società.

²⁰ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 499, ove anche riferimenti di diritto comparato in questo senso.

²¹ J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, cit., p. 105. Il termine controllo è qui utilizzato, ovviamente, nella sua stretta accezione economica.

²² Ma non solo in ipotesi: v. F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., p. 39, il quale sottolinea che, generalmente, «a covenant violation or deterioration in credit quality causes control to shift to the lender». È nella prospettiva dell’insolvenza, comunque, che il fenomeno è stato studiato presso di noi: v. A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, cit., loc. cit.

finanziamento²³.

4. – Come si è avuto cura di precisare al principio, l'influenza sui processi di *decision making* della società da parte delle banche finanziatrici è tutt'altro che episodico od occasionale, risultando, al contrario, fenomeno persistente anche quando la società è *in bonis* e lontana dallo stato di insolvenza. Nel corso dell'attività di monitoraggio del proprio debitore i *lenders* non si limitano a dettare vincoli o limitazioni nella gestione dell'impresa in sede di formulazione del contratto di finanziamento, ma spesso – per lo più traendo occasione dalla violazione (anche accidentale) di quei vincoli – sono in grado di imporre specifiche decisioni agli amministratori in carica in merito al compimento di determinate operazioni, così indirizzando in un senso piuttosto che in un altro i processi decisionali che determinano le linee guida della gestione. Nei casi più eclatanti – quando ciò sia imposto dalla necessità di ristrutturazione del debito, e pur se ciò non sia collegato a un ingresso nello stato di insolvenza in senso tecnico – le banche non di rado giungono a ottenere la rimozione stessa dell'amministratore delegato o di altri soggetti con posizioni apicali nell'ambito della impresa sociale²⁴.

Il fenomeno non deve essere guardato con sospetto ovvero ricondotto alla patologia del rapporto finanziatore-finanziato. L'analisi giuseconomica ha messo in evidenza il ruolo positivo svolto dall'attività di monitoraggio delle banche e dalla forza disciplinante del ricorso al prestito bancario nell'ambito della *corporate governance*. In particolare, si è sottolineato come le banche rappresentino – per le loro competenze, per le informazioni da loro ottenibili, per la forza contrattuale detenuta – i *monitors* ideali, senz'altro in questo più efficaci degli amministratori indipendenti presenti all'interno del consiglio di amministrazione²⁵: pur considerando che l'azione di monitoraggio svolta da queste due categorie di soggetti si rivolge alla mitigazione di costi di agenzia

²³ F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., loc. cit.

²⁴ Cfr. D.G. BAIRD – R.K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, cit., p. 1 ss., p. 8 ss., p. 16 ss.; F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., spec. p. 41 ss.

²⁵ In argomento, F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., p. 8 ss.

(e alla tutela di interessi) differenti.

In questo contesto il potere contrattuale derivante dai *covenants* che giunge sino al punto di consentire di richiedere, e ottenere, la stessa rimozione degli amministratori (misura spesso non a disposizione degli stessi azionisti oppure non sempre innescata dal *market for corporate control* quando quest'ultimo sia ridotto o "neutralizzato" da particolari misure difensive) gioca un ruolo decisivo²⁶.

In proposito, è utile precisare che l'inadempimento delle clausole in parola è tutt'altro che infrequente, anche nel contesto di imprese ottimamente gestite. La loro violazione alimenta un continuo processo di monitoraggio: in questo senso si può parlare di pervasività dell'influenza esercitata dai *lenders*. Ciò, ovviamente, non implica che all'attività di *monitoring* si accompagni un abuso nell'esercizio dei diritti concessi dai *covenants*. I cambiamenti richiesti al *management* ad opera delle banche affinché il rapporto contrattuale continui ad esistere raramente sono ingiustificati o "capricciosi", anche in considerazione dei costi reputazionali che le stesse sopporterebbero nel mercato del credito nell'ipotesi di indebite interferenze nel ruolo svolto dal *management* delle società. La letteratura, di contro, è unanime nell'indicare che la reazione all'inadempimento dei *covenants* è la "rinegoziazione" dei termini del prestito²⁷; rinegoziazione che sovente coincide con un restringimento dei vincoli precedentemente imposti²⁸, ma che quasi sempre avviene nell'ottica della continuità del rapporto in essere tra finanziatore e finanziato²⁹.

La facilità con la quale si può incorrere nella violazione di *covenants* (soprattutto finanziari e di bilancio), accompagnata alla persistenza del rapporto con lo stesso

²⁶ F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., p. 41 ss.

²⁷ «Renegotiation of private credit agreements is not only common; it is the rule»: F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., p. 26 e p. 28 ove affermato che i contratti di credito a lungo termine lungi dall'atteggiarsi come contratti completi tendono all'anticipazione della rinegoziazione dello stesso.

²⁸ F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., loc. cit.

²⁹ «Renegotiation rarely leads to a change of lender, suggesting the importance and durability of the lender-borrower relationship and the significance of the parties' relationship-specific investment»: F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., p. 28, ove ulteriore letteratura citata. Sulla base di questo presupposto lo stesso a. ha occasione quindi di affermare che «from the beginning of their lending arrangement, then, borrower and lender foresee a relationship that will change but endure» (p. 29).

lender, insomma, porrà inevitabilmente gli amministratori nella condizione di dover spiegare al finanziatore come e in quali termini è potuto accadere che la società sia andata incontro alla violazione della clausola³⁰. Anche violazioni di poco conto, e eventualmente occorse nell'ambito della gestione di una società solvente, possono causare l'intervento del finanziatore e comportare restrizioni più o meno significative alla discrezionalità decisionale propria degli amministratori nella gestione dell'impresa³¹.

Tanto consente di affermare che sia anteriormente, sia successivamente all'inadempimento dei *covenants* gli amministratori, a prescindere dal ricorrere o meno di una situazione di crisi finanziaria, ricevono tutti gli incentivi per rispettare i vincoli e le richieste avanzate dalla parte finanziatrice³². Richieste che – insieme all'esercizio del diritto di veto su determinate scelte gestionali, di investimento e finanziarie – determinano in definitiva un indirizzamento della gestione dell'impresa in un senso piuttosto che in un altro³³.

5. – Ricontrato quanto pervasiva e persistente sia l'influenza esercitata dalle banche sull'azione degli amministratori e chiarito come questa azione di monitoraggio possa essere vantaggiosa per la stessa gestione dell'impresa sociale (ridondando a beneficio di azionisti e altri *stakeholders*), rimangono da verificare le condizioni di compatibilità di questi impegni – concepiti, giova ribadire, in sistemi giuridici differenti dal nostro – con i principi propri del nostro ordinamento societario.

Recentemente, un tentativo simile è stato compiuto attraverso l'ottica del diritto delle garanzie e si è giunti alla conclusione che «la sproporzionata estensione» delle clausole *covenants* potrebbe essere sanzionata con la nullità nella misura in cui questa sproporzione implichi «una illecita restrizione della autonomia imprenditoriale, della

³⁰ «Violation requires managers to explain»: F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., p. 31.

³¹ F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., loc. cit.

³² F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., loc. cit.

³³ D.G. BAIRD – R.K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, cit., p. 3, ove gli aa. discorrono esplicitamente di «*de facto control*» da parte della parte finanziatrice, e p. 8.

libertà di iniziativa e del potere di disposizione del debitore»³⁴.

In questa sede il problema verrà esaminato, invece, nella prospettiva propria del diritto societario e l'esame non può non prendere piede dall'interrogativo generale circa la validità ed efficacia degli impegni assunti dagli amministratori della società in nome della stessa. Posti in altri termini, gli interrogativi sono: i *covenants* possono dirsi rientranti nell'oggetto sociale statutario? Gli amministratori sono legittimati a vincolare l'azione sociale anche in ambiti in cui le relative decisioni debbano essere assunte dagli azionisti? Esistono dei limiti oltre i quali la assunzione di questi impegni implica un'incongruenza dell'ingerenza rispetto al rischio che con essi si vuole limitare?

Riteniamo che al primo interrogativo debba darsi risposta positiva e ciò per l'elementare considerazione che una determinata tipologia negoziale o una clausola contrattuale può sempre rientrare nell'oggetto sociale. Se una attività può anche non rientrare in una attività, un atto può sempre esservi incluso. In termini generali non pare possano sussistere dubbi circa il fatto che gli amministratori nel compimento di ogni atto necessario al perseguimento dell'oggetto sociale e nell'ambito della riserva di gestione dell'impresa sociale loro accordata (art. 2380-*bis* c.c.) possano addivenire alla pattuizione di 'garanzie atipiche' accessorie a un contratto di credito. In particolare, appare evidente la conclusione secondo cui la assunzione di siffatti impegni è in principio funzionale al perseguimento dell'oggetto sociale. Per quanto gravosi e non sempre aventi un oggetto *stricto sensu* gestorio, i *covenants* sono da ricondurre al novero degli atti funzionali al perseguimento dell'oggetto sociale e alla sfera di competenza dell'organo amministrativo, perché inerenti al reperimento di risorse finanziarie necessarie alla gestione dell'impresa. Solo nella misura in cui l'impegno assunto appaia talmente irragionevole e sproporzionato da apparire privo di causa o contrario all'ordine pubblico potrà aprirsi un varco al sindacato dello stesso; sindacato che, eventualmente, potrà giungere alla dichiarazione di nullità della relativa pattuizione (si pensi all'impegno con cui gli amministratori vincolano la società a non distribuire alcun utile ai soci per tutta la durata di un mutuo). Ogni discorso relativo alla validità e alla efficacia delle clausole *covenants* diviene, allora, un discorso su proporzione ed

³⁴ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., p. 519.

estensione del vincolo da esse posto: con ciò reputiamo di aver dato risposta anche al terzo degli interrogativi prospettati.

Anche il problema della legittimazione degli amministratori ad assumere obblighi di non fare anche là dove la relativa decisione debba essere assunta dall'assemblea dei soci (ad es., impegno di non distribuire utili ai soci; di non deliberare la trasformazione della società; di non modificare l'oggetto sociale; di non ridurre il capitale nominale, ecc.) non pone soverchi problemi. Gli amministratori hanno la 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. Anzi, non è dato rinvenire alcuna ragione ostativa al fatto che gli amministratori contraggano obbligazioni *positive* aventi oggetto analogo a quelli sopra esemplificativamente riportati. Ben si comprende, a questo punto, come il problema in parola si atteggi a questione relativa a competenze *interne* all'organizzazione da rispettarsi *successivamente* al momento della conclusione del negozio, ma che non riguarda la validità dell'impegno di fare o di non fare come *attualmente* contratto dall'organo gestorio. Ad attivare la competenza degli amministratori è sufficiente l'inerenza del negozio nel suo complesso alla sfera gestoria. Il discorso potrebbe atteggiarsi diversamente solo nella misura in cui l'organo amministrativo violasse *attualmente* un divieto legale d'agire: ma questa evenienza non si riscontra nell'ipotesi dei *negative covenants* esaminati in questa sede. Avremo a breve occasione di constatare che il problema (diverso) del rispetto del bilanciamento delle competenze dei diversi organi e delle prerogative degli azionisti richiede altro tipo di soluzione rispetto a quella di rinvenire tra le pieghe del sistema un improbabile divieto legale in capo agli amministratori. Rimane tuttavia possibile che, successivamente alla conclusione di un *negative covenant*, l'organizzazione societaria contraddica se stessa e adotti, nella sede assembleare, una decisione che essa, tramite l'organo amministrativo, si era impegnata a non assumere. L'eventuale inadempimento dei *covenants* ³⁵ – qui guardati, giova

³⁵ Eventualità di difficile accadimento, stante il fatto che l'iniziativa per la adozione delle

ribadire, nella sola prospettiva di impegni “non cartolarizzati” collocati, in quanto tali, al di fuori dell’organizzazione societaria – conduce a una responsabilità esclusivamente di tipo risarcitorio e mai per equivalente. Nella prospettiva in esame, il rapporto società-terzo finanziatore è unicamente di debito-credito e non assume alcuna connotazione organizzativa endosocietaria³⁶, sicché deve essere escluso il ricorrere di una efficacia reale delle pattuizioni in discorso quale si avrebbe se la stessa identica pretesa fosse incorporata in uno strumento finanziario partecipativo sottoscritto da una banca³⁷. L’efficacia è solamente obbligatoria essenzialmente per il motivo che la generalità degli obblighi di non fare dedotti in contratto risultano incoercibili³⁸. A tale conclusione è agevole giungere ragionando in termini di impossibilità *tout court* di imporre alla società la revoca delle delibere assembleari adottate (ovvero l’adozione di delibere “eguali e contrarie”) più che discorrere di difetto di titolo «per agire contro i soci – terzi rispetto al contratto medesimo – per richiedere la esecuzione degli impegni stabiliti nei *covenants*»³⁹. La società agisce all’esterno esclusivamente attraverso l’attività rappresentativa dei suoi amministratori anche là dove essi deducano quale oggetto dell’obbligo di non fare una decisione di competenza dell’assemblea dei soci, talché risulta non del tutto convincente ragionare in termini di obblighi assunti dagli amministratori *per i soci* ovvero – il che è lo stesso – in termini di promessa del fatto del terzo *ex art.* 1381 c.c.⁴⁰.

In conclusione e molto più semplicemente: la società ha assunto quegli impegni secondo le regole di imputazione sue proprie, ma pur al cospetto di un inadempimento e di una sentenza che lo accerti gli obblighi oggetto di *covenants* non sono suscettibili di

deliberazioni assembleari – *i.e.* sottoposizione dell’argomento all’assemblea e sua convocazione – spetta di regola comunque agli amministratori (cfr. F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A.*, Milano, 2004, p. 9), ma comunque non impossibile.

³⁶ Cfr. M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, p. 49, testo e nt. 40.

³⁷ Cfr. M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 50 s.

³⁸ Ovviamente, dire che “la generalità” degli obblighi è in sé incoercibile lascia aperto il problema per i casi in cui l’obbligo, in sé, non sarebbe incoercibile, dal momento che anche in tali casi sembrerebbe che il *covenant* non possa andare oltre un’efficacia meramente obbligatoria (il che vuol dire che c’è un’altra ragione che preclude l’efficacia reale).

³⁹ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., p. 505.

⁴⁰ Accenna al problema anche E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, cit., p. 1091.

esecuzione coattiva.

6. – Giunti a questo punto del discorso, dopo aver accertato la generale ammissibilità delle clausole *covenants*, rimane da verificare se il loro trapianto nel nostro ordinamento non richieda un'operazione ermeneutica idonea a conciliarli con il sistema⁴¹. Gli ambiti in cui l'interprete potrebbe essere chiamato ad operare sono molteplici, ma – data l'esiguità del tempo a disposizione – ci limiteremo alla segnalazione di tre aree problematiche che devono ritenersi particolarmente significative per gli interessi in gioco.

D) Profili di criticità presenta, anzitutto, quell'area in cui si appalesa scarsa la tutela degli interessi degli azionisti.

Se pure abbiamo detto che l'assunzione di impegni anche “a nome dei soci” rimane appannaggio dell'organo amministrativo, ciò non deve impedire di rilevare come un problema di rispetto delle prerogative degli azionisti e di tutela delle loro situazioni giuridiche si ponga all'evidenza, se solo si pensi che gli impegni hanno ad oggetto deliberazioni di competenza di altro organo. Né varrebbe rilevare che l'assemblea “è sovrana” e rimane comunque libera di assumere la decisione pure oggetto di un *negative covenant* contratto dall'organo amministrativo. È agevole replicare che, con la conclusione di quell'impegno da parte della società, i soci sono irrimediabilmente posti di fronte all'alternativa di (contribuire ad) ottemperare all'obbligo assunto astenendosi dall'approvazione ovvero di assumere la decisione che ne comporta l'inadempimento, così esponendo la società al risarcimento del danno (o allo stesso pericolo di revoca del finanziamento) e alla conseguente diminuzione di valore della partecipazione sociale.

Pare a chi scrive che arroccarsi *sic et simpliciter* sull'argomento per cui la decisione sia di esclusiva spettanza degli amministratori costituisca soluzione poco fruttuosa e di dubbia utilità alla soluzione di un problema concreto e reale. Per di più, in termini di architettura del sistema è agevole riscontrare come la prassi dei *negative*

⁴¹ Ci limiteremo, infatti, a considerazioni da svolgersi sulla base del diritto vigente e non *de iure condendo*.

covenants faccia risaltare – molto più della conclusione di altri tipi di operazioni gestorie – l’esistenza di una “sovrapposizione” di competenze tale da determinare un conflitto tra organi della società. L’argomento della validità/efficacia/stabilità *ex post* di queste⁴² si risolve in un esame parziale della problematica, atteso che rimane da colmare il divario esistente tra il riconoscere agli amministratori il potere di impegnare i soci e la possibilità per costoro di contravvenire all’impegno assunto approvando una decisione che rimane comunque di loro competenza. Appare, perciò, maggiormente persuasivo prendere atto della esistenza di un potenziale conflitto di competenze tra organi e muoversi su una direttrice che induca alla soluzione *ex ante* del conflitto.

Esclusa la possibilità che la decisione venga assunta *ab origine* dall’assemblea sulla base di una competenza gestoria implicita ed esclusa, altresì, la soluzione che gli amministratori possano operare incursioni in aree riservate alla competenza di altri organi e vincolare liberamente la società pur quando legge e statuto riconoscano all’assemblea il potere di deliberare sul punto, altro non rimane che concludere che gli amministratori potranno assumere impegni del genere descritto solamente quando abbiano provveduto ad interpellare preventivamente i soci.

La questione è estremamente delicata perché va a toccare uno dei punti maggiormente controversi del diritto societario (non solo del nostro paese) relativamente al quale gli estensori della riforma hanno assunto un atteggiamento nettamente opposto rispetto a quello appena suggerito, tentando di sancire la impossibilità che l’assemblea si pronunci in ordine a operazioni di natura strettamente gestoria (v. artt. 2364, n. 5 e 2380-*bis* c.c.). Tuttavia, un attento esame del diritto positivo non solo induce a ritenere come la legge conceda uno spazio alla possibilità che gli amministratori *di propria iniziativa* sottopongano l’approvazione di determinate operazioni all’assemblea⁴³, ma che, addirittura, la sottoposizione all’assemblea di operazioni gestorie che incidano sul valore della partecipazione sociale e sulle

⁴² Esaminato nel corso del precedente paragrafo.

⁴³ In questi termini v. già F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A.*, cit., p. 11; G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, v. 2, Torino, 2006, p. 25; e da ultimo S.A. CERRATO, *Il ruolo dell’assemblea nella gestione dell’impresa: il «sovrano» ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, p. 146 s.

prerogative degli azionisti debba essere considerata doverosa e conforme all'obbligo di adempiere all'incarico di amministrare il patrimonio altrui secondo correttezza e buona fede⁴⁴.

Oltretutto, rendendosi necessario consentire agli amministratori di impegnare la libertà di espressione dei soci risolvendo in via anticipata un possibile conflitto tra organi, non esiteremo a sostenere che una tale devoluzione dell'approvazione dell'operazione (almeno *in parte qua*) sia imposta dalla struttura corporativa dell'organizzazione e devoluto alla cognizione all'assemblea *direttamente dalla legge*, ai sensi dell'art. 2364, n. 5, 1° al., c.c.

II) Ulteriore area problematica è rappresentata dalla necessità di individuare misure di trasparenza che diano adeguato conto al mercato dell'assunzione degli impegni in discorso e – quindi – siano in grado di segnalare agli altri investitori che si è al cospetto non di un semplice rapporto di provvista di capitale di debito, ma di un finanziatore in grado di porre in atto un'influenza concreta sui processi decisionali di gestione economico finanziaria della società in modo del tutto analogo all'azione svolta da un azionista di controllo ovvero da dei soci riuniti in un patto di sindacato⁴⁵.

Determinandosi una allocazione dell'assetto di poteri certamente diversa da quella prospetta dal paradigma legale della società a struttura corporativa, anche se – tuttavia – simili a situazioni già disciplinate, si impone la scelta di colmare questa lacuna e di sancire l'operatività di meccanismi di pubblicità dei *covenants* maggiormente pervasivi. Tanto risponde a un elementare principio del diritto societario moderno che impone l'emersione di quei reali centri di poteri interni (*i.e.* sindacati di voto) o esterni (*i.e.* attività di direzione e coordinamento) alla società in quanto in grado di esercitare su di essa una influenza significativa e di determinarne con portata pregnante il corso dell'azione.

⁴⁴ Il punto non può essere qui trattato esaustivamente e sarà sviluppato nella versione definitiva di questo lavoro. Per la dimostrazione dell'assunto facciamo per ora rinvio alle considerazioni svolte in materia da V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 535 ss., alla p. 341; e da G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, cit., p. 30 ss.

⁴⁵ Il parallelo coi patti di sindacato risulta ancor meno distante in ipotesi di influenza esercitata da uno o più *lenders* (*lead banks*) nel contesto di un prestito sindacato (*loan syndication*) tipico delle operazioni di concessione di credito a *public companies* o grandi società per azioni.

L'imposizione di puntuali obblighi pubblicitari già disciplinati per via analogica risulta percorso assai arduo, stante la possibilità di argomentare la natura eccezionale delle relative norme. Ciò non dovrebbe comunque impedire di affermare che gli amministratori sono comunque tenuti all'osservanza di particolari norme di comportamento nel caso in cui i *covenants* maggiormente pervasivi determinino una eterodirezione della società da essi amministrata. Essi potrebbero procedere alla pubblicità di tale situazione – *ab origine* o al momento in cui essa inizia a verificarsi – tramite un'esposizione nella nota integrativa al bilancio, nell'ambito della quale il legislatore già richiede la “specifica indicazione delle garanzie” a servizio dei debiti di durata superiore ai cinque anni (art. 2427, n. 6, c.c.).

III) Da ultimo, è quasi naturale prendere in considerazione il problema della assunzione di responsabilità da parte dei finanziatori nel caso in cui l'influenza da essi esercitata si risolva in un danno per la società finanziata. In effetti, è ragionevole sostenere, in termini generali, che alla traslazione del controllo nei termini che si sono prima descritti faccia seguito un'assunzione dei corrispondenti doveri fiduciari nei confronti della società finanziata, dei suoi azionisti e di altri *stakeholders*⁴⁶.

Diversamente da altri ordinamenti⁴⁷, nel nostro non vi è difetto di strumenti giuridici attraverso i quali sanzionare l'abuso dei diritti connessi ai *covenants* e dell'influenza sui procedimenti decisionali della società che queste clausole assicurano. Essi possono essenzialmente ricondursi – in caso di effettivo esercizio di una influenza dominante sulla società – alla figura dell'amministratore di fatto, nelle sue varie proposte ricostruttive⁴⁸, ovvero, come ancora di recente sostenuto⁴⁹, alla fattispecie del controllo

⁴⁶ Il problema è affrontato – e risolto in senso parzialmente positivo in quanto limitato alle ipotesi di *distress situations* – anche dagli studiosi nordamericani: v. ancora F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., p. 55 ss., il quale però conclude nel senso che in ogni caso «no generalized fiduciary duties should apply to private lenders».

⁴⁷ Relativamente al diritto societario americano v. i dubbi espressi da F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., loc. cit. relativamente all'estensione ai *lenders* di generalizzati *fiduciary duties* analoghi a quelli incombenti sugli amministratori o sui *controlling shareholders*.

⁴⁸ Vedile riassunte in G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*. vol. 2. *Diritto delle società*, 7^a ed. (a cura di M. Campobasso), Torino, 2009, p. 395 s.

⁴⁹ E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, cit., p. 1092 ss.

su base contrattuale (art. 2359, co. 1, n. 3, c.c.) e della connessa responsabilità per scorretta – o addirittura omessa⁵⁰ – attività di direzione e coordinamento (art. 2497 c.c.). Non nascondiamo la nostra preferenza per tale ultima soluzione interpretativa in quanto maggiormente lineare e più aderente alla realtà che la prassi contrattuale in esame ci ha fatto scorgere.

⁵⁰ Come ancora precisa E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, cit., p. 1093.