

Marco Palmieri

I bond covenants

(doi: 10.1435/22772)

Banca Impresa Società (ISSN 1120-9453)

Fascicolo 2, agosto 2006

Ente di afferenza:

Università di Bologna (unibo)

Copyright © by Società editrice il Mulino, Bologna. Tutti i diritti sono riservati.
Per altre informazioni si veda <https://www.rivisteweb.it>

Licenza d'uso

L'articolo è messo a disposizione dell'utente in licenza per uso esclusivamente privato e personale, senza scopo di lucro e senza fini direttamente o indirettamente commerciali. Salvo quanto espressamente previsto dalla licenza d'uso Rivisteweb, è fatto divieto di riprodurre, trasmettere, distribuire o altrimenti utilizzare l'articolo, per qualsiasi scopo o fine. Tutti i diritti sono riservati.

Marco Palmieri
I BOND COVENANTS

Presentazione

Il presente studio si propone quale analisi introduttiva di una peculiare categoria di clausole contrattuali ancora poco diffusa all'interno dell'ordinamento italiano, contrariamente alla prassi finanziaria estera, in particolare anglosassone, ove i c.d. *bond covenants* caratterizzano molti degli statuti di emissione dei prestiti obbligazionari.

Il favore ottenuto da tali strumenti contrattuali nei mercati d'oltre confine, trova la propria giustificazione nel maggiore controllo che gli stessi riescono ad assicurare agli obbligazionisti nei confronti della società emittente, imponendo a quest'ultima il risarcimento anticipato del prestito o la corresponsione di un interesse superiore qualora le condizioni collegate al prestito non vengano rispettate. Il beneficio connesso all'adozione di tale tecnica contrattuale si rivela duplice: alla più intensa garanzia conseguita dai creditori verrà a corrispondere un minor impegno economico della società, che potrà vedere soddisfatte le proprie necessità di finanziamento a condizioni migliori di quelle normalmente godute.

Il percorso di indagine presentato si apre tratteggiando un breve spaccato della attuale normativa posta a tutela dell'obbligazionista investitore non professionale, frutto dell'unione, forse non sempre coerente, della recente riforma del diritto societario e del successivo intervento legislativo condotto in materia di tutela del risparmio.

In relazione alla cornice normativa delineata, il secondo paragrafo affronterà il tema dei possibili motivi di interesse all'adozione dei *bond covenants* all'interno del panorama finanziario italiano, ponendo particolare attenzione alle singolarità ed alle peculiari esigenze presentate dal mondo economico nazionale.

Nella seconda parte dello studio si tenterà un inquadramento dei singoli *covenants* obbligazionari alla luce del diritto nazionale, attuando una divisione delle clausole in base alla natura dell'obbligazione richiesta all'emittente; in

questa sede si verificherà anche una loro adattabilità ai differenti strumenti finanziari che la recente riforma ha introdotto a favore delle società di capitali.

Il paragrafo conclusivo esaminerà, infine, il problema del monitoraggio da parte della massa dei creditori della condizione imposta e dell'avverarsi di quest'ultima; si prenderanno inoltre in considerazione le conseguenze subite dal prestito, oltre al riflesso che il *default* della singola linea di credito può produrre nei confronti dell'intero assetto debitorio della società.

1. La attuale disciplina di tutela degli obbligazionisti-risparmiatori

A seguito dell'entrata in vigore del nuovo diritto societario, la tradizionale dicotomia fra capitale di partecipazione e capitale di credito non sembra poter essere più annoverata tra i punti fermi del quadro normativo della s.p.a. I molteplici legami che accomunano la attuale disciplina dedicata alle azioni, alle obbligazioni ed agli ulteriori veicoli finanziari previsti dalla riforma tendono infatti ad uniformare le posizioni dei soggetti a vario titolo partecipi dell'impresa collettiva, rendendo difficile una ricostruzione dei profili che caratterizzavano nettamente tali figure prima dell'intervento operato dalla novella. Escludendo le risalenti esperienze di compartecipazione maturate dagli istituti specializzati nella concessione del credito industriale¹, nonché la frattura compiuta con l'introduzione delle azioni di risparmio e la deriva dei titoli aticipi degli anni '70², il diritto societario italiano ha sempre tenuto distinto il differente ruolo assunto dal creditore della società di capitali rispetto il socio della stessa; dal 2003 questa certezza sembra tuttavia definitivamente incrinarsi, non solo a causa di una più intensa gradazione della figura del socio, operata con l'inserzione di classi azionarie particolarmente flessibili e modulabili, ma anche grazie all'introduzione dei patrimoni separati e, soprattutto, dei «camaleontici» strumenti di cui al sesto co. dell'art. 2346 c.c., ovvero titoli realmente dotati della capacità di assumere gran parte delle sfumature proprie delle azioni quanto delle obbligazioni.

In questo quadro di interventi riformatori, la disciplina dei *bonds* non pare aver meritato – almeno fino all'aggravarsi dei noti scandali finanziari – una specifica attenzione da parte del legislatore delegato. Già attraverso il

¹ Cfr. A. Confalonieri, *Il credito industriale*, Milano, Giuffrè, 1960, p. 189 ss.

² Cfr. P. Spada, *L'emissione di titoli di debito nella «nuova» società a responsabilità limitata*, in «Riv. Soc.», 2003, IV, p. 803 s.; M. Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili della disciplina*, in «Banca borsa tit. cred.», 2003, I, p. 543; F. Fimmanò, *Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata*, in «Banca, borsa, tit. cred.», 2005, I, p. 97.

secondo intervento correttivo operato alla riforma societaria³, il legislatore sembra infatti aver almeno in parte modificato il tenore del progetto iniziale, cercando, da un lato, di confermare il possibile intervento pubblico nell'economia sotto forma di garanzie pubbliche all'emissione di obbligazioni, dall'altro, di difendere le deboli posizioni degli investitori non professionali attraverso le modifiche dapprima apportate dal d.lgs. 310 del 28 dicembre 2004, ora in parte rivedute e ricollocate dalla riforma del risparmio contenuta nel d.lgs. 262 del 28 dicembre 2005⁴. Pur subendo sostanziali ritocchi, dal punto di vista della possibile sovrapposizione dei piani di partecipazione all'impresa propri degli altri strumenti finanziari della s.p.a., le obbligazioni non giungono tuttavia agli «eccessi» dettati dal sesto co. dell'art. 2346 c.c., mantenendo sostanzialmente la natura di titoli di debito, seppure postergabili o irredimibili⁵.

Fra gli interventi operati alla settima sezione del titolo quinto, occupa comunque un posto di rilievo il nuovo secondo co. dell'art. 2412 c.c., norma che dispone il possibile superamento del limite di emissione posto a carico delle s.p.a. non accedenti ai mercati regolamentati⁶ al costo della garanzia assunta dall'intermediario finanziario sottoposto a vigilanza prudenziale⁷ primo sottoscrittore – o anche successivo? – a favore dei successivi prenditori investitori non professionali. La previsione appare chiaramente volta a favorire un'espansione del mercato italiano dei c.d. titoli *high yield*, ricercando un difficile equilibrio fra le esigenze di diversificazione delle fonti creditizie delle imprese non quotate di dimensioni limitate e la necessità di una miglior tutela dei risparmiatori che indirizzano parte del loro patrimonio alla sottoscrizione di tali strumenti finanziari. Pur condivisibile nell'intento, dal lato

³ Ovvero il d.lgs. 37 del 6 febbraio 2004, intendendo quale prima correzione, seppure formale, l'*errata corrige* e la rettifica contenuta in G.U. n. 153 del 18 luglio 2003.

⁴ Sul punto, cfr. M. Palmieri, *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni*, in «Giur. Comm.», 2006, II, p. 306 ss.

⁵ Soprattutto se non si vuole giungere ad appoggiare la lettura espansiva del secondo co. dell'art. 2410 c.c., tesa a sostenere la partecipatività, oltre che degli interessi, anche del capitale conferito al rischio d'impresa, a fronte del richiamo effettuato dal terzo co., che rende applicabile la disciplina della sezione anche agli strumenti finanziari – comunque denominati – che indicizzano la restituzione del capitale all'andamento degli affari sociali. *Contra* L.A. Bianchi e A. Giannelli, *Riforma del diritto societario e corporate bond*, in *Il mercato dei corporate bond in Italia*, a cura di C.M. Pinardi, Milano, EGEA, 2003, p. 70.

⁶ Previsto nel doppio del capitale e delle riserve, detratte le garanzie finanziarie eventualmente prestate ad altre società. Il quarto co. dell'art. 2412 c.c., dedicato al computo delle garanzie finanziarie, è stato inserito dalla l. 262 del 28 dicembre 2005 al fine di superare l'*impasse* creata dal testo dell'ultimo co. introdotto dal d.lgs. 310 del 28 dicembre 2004, ora abrogato.

⁷ Sul problema dell'inquadramento di tale figura, cfr. P. Spada, cit., p. 805; F. Fimmanò, cit., nt. 26.

pratico – in particolare nell’ottica dell’interesse dell’intermediario finanziario – la norma tuttavia rivela delle notevoli asperità; appare fin troppo evidente, infatti, come l’avallo gravante su quest’ultimo soggetto costituisca un ostacolo insormontabile al compimento di qualsiasi operazione di collocamento allargata al pubblico degli investitori non professionali, con ciò delimitando pesantemente l’area di finanziamento delle aziende medio-piccole, nonché condannando l’obiettivo di contenere l’equilibrio bancocentrico che domina la finanza italiana⁸ a rimanere un mero progetto⁹.

La difficoltà applicativa legata alla garanzia dell’intermediario non sembra tuttavia essere stata avvertita dal legislatore, che, al contrario, ha voluto riproporre lo stesso meccanismo di tutela anche all’interno dell’art. 11, secondo co., lett. c), del d.lgs. 262 del 2005: pur avendo il pregio di aver abrogato l’ultimo co. dell’art. 2412 c.c.¹⁰, la riforma del risparmio ha così inserito all’interno del TUF una nuova norma, l’art. 100-*bis*, che ricalca in buona parte il disposto del secondo co. dell’art. 2412 c.c. L’emendamento operato prevede specularmente che, fatto salvo il limite codicistico del capitale e delle riserve per le emissioni non quotate, la garanzia del primo sottoscrittore a favore dei risparmiatori successivi prenditori si estenda a tutti gli strumenti finanziari offerti al solo pubblico di investitori professionali per un anno dal collocamento, anche se effettuato oltre confine¹¹. La chiusura dettata¹² ripropone gli interrogativi già sollevati in dottrina a proposito dell’art. 2412 c.c.¹³; dubbi destinati a far naufragare l’ipotesi di un immediato ricollocamento fra

⁸ Per una analisi del fenomeno, cfr. L. Stanca, *Imprese italiane e ricorso al mercato del debito: i corporate bond*, in *Il mercato dei corporate bond in Italia*, a cura di C.M. Pinardi, cit., p. 125 s.

⁹ Cfr. A. Banfi e F. Di Pasquali, *Titoli di debito e riforma del diritto societario*, in *A.G.E.*, 2003, II, p. 407 ss.

¹⁰ La norma, introdotta dal d.lgs. 310 del 28 dicembre 2004, nel clima d’emergenza prodotti in seguito allo scoppio dei noti scandali finanziari, oltre a disporre una discutibile applicabilità della disciplina dei limiti d’emissione anche ai *bonds* collocati all’estero da società italiane, da loro controllate o controllanti, prevedeva un prospetto informativo pena la nullità delle negoziazioni degli strumenti eseguita a favore dei risparmiatori.

¹¹ Dati i tempi ed i costi richiesti da un’operazione di sollecitazione all’investimento rivolta al pubblico, rimane evidente che l’emissione di obbligazioni da parte della quasi totalità delle s.p.a. italiane – anche a fronte delle loro risicate dimensioni – rimanga un’ipotesi piuttosto teorica. Maggiore attenzione, sempre entro i comuni limiti applicativi, potrà essere rivolta ai titoli di debito delle s.r.l. ex art. 2483 c.c., particolarmente nella funzione di agevoli veicoli per la cessione fra gli investitori professionali del credito vantato nei confronti delle imprese medio-piccole.

¹² Mutuata dall’esperienza americana del c.d. *holding period*.

¹³ Cfr. L.A. Bianchi e A. Giannelli, cit., p. 62 ss.; C. D’Ambrosio, *I titoli di debito della s.r.l.*, in «Società», 2003, X, p. 1345; A. Banfi e F. Di Pasquali, cit., p. 417.

il pubblico degli strumenti finanziari aventi un taglio inferiore ad € 50.000¹⁴, secondo gli schemi consolidati dei *private placements*, normalmente realizzati da una cordata di banche capeggiata da uno o più *lead managers*¹⁵.

Occorre inoltre evidenziare dalla lettura dell'art. 100-bis TUF, come la norma, pur riferendosi all'intera categoria degli strumenti finanziari, imponga la garanzia limitatamente alla «...solvenza dell'emittente...», con ciò includendo il *debt* ed escludendo, evidentemente, l'*equity*¹⁶. La soluzione appare coerente con la tradizionale suddivisione fra capitale di rischio e di credito, accordando solo ai possessori di quest'ultimo una più intensa tutela in quanto soggetti esterni dell'impresa sociale; la qualifica di socio, o le posizioni comunque partecipative previste dalla riforma¹⁷, anche se fondate su una quota partecipativa minimale, giustificano infatti l'idea che i diritti connessi alle stesse diano la possibilità (anche solo teorica) di indirizzare le dinamiche aziendali o, quantomeno, forniscano adeguati strumenti di vigilanza, se non di diretta indagine¹⁸, sull'operato degli organi sociali.

¹⁴ Volume imposto dalla direttiva 2004/39/CE quale soglia per identificare lo strumento destinato all'investitore professionale. L'attuale art. 33 del c.d. Reg. Emittenti (ovvero la delibera Consob 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche) prevede indirettamente la somma superiore di € 250.000. Costringendo gli emittenti a frazionare l'emissione in tagli eguali o superiori ad € 50.000, la norma comporta il beneficio di agevolare una applicazione dell'art. 147 TUB, rendendo più «sicura» la collocazione nel mercato italiano a tutto vantaggio degli operatori professionali, nel passato equiparati ai singoli risparmiatori e pertanto ingiustamente esclusi dalla sottoscrizione di *bonds* esteri. Sul problema del collocamento e della successiva circolazione di strumenti riservati *ex contractu* alla platea degli investitori professionali, cfr. F. Bocchicchio, *Servizi di investimento e obbligazioni in «selling restriction»: individuazione dei divieti e dei limiti*, in «Banca, borsa, tit. cred.», 2005, II, p. 197 ss.

¹⁵ Per un esame della prassi dei *private placements* statunitensi, cfr. L. Stanca, cit., p. 139 ss.; nel nostro ordinamento, E. Pagnoni, *Negoziazione e collocamento «riservato» come modelli alternativi di offerta dei prodotti finanziari*, in «Società», 2005, II, p. 157 ss.

¹⁶ Tale dato è confermato anche dalla Consob nel documento di consultazione sull'art. 100-bis del TUF del 12 maggio 2006.

¹⁷ Si pensi alla possibilità riconosciuta *ex art.* 2351, quinto co., ai possessori di strumenti finanziari indicati dagli artt. 2346 c.c., sesto co., e 2349 c.c., secondo co., di nominare un amministratore «indipendente». Sulla possibilità di attuare anche in Italia la prassi statunitense dei *voting bonds*, ovvero titoli di debito dotati del diritto di voto in assemblea su specifici argomenti, cfr. L. Enriques, *Quartum non datur, appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in «Banca, borsa, tit. cred.», 2005, II, p. 182.

¹⁸ Si pensi a quanto disposto a favore del socio non amministratore di una s.r.l. dal secondo co. dell'art. 2476 c.c.

2. I possibili motivi di interesse per lo studio delle clausole *covenants*

L'evidente vantaggio correlato ad un più stretto contatto con le vicende societarie ha da tempo condotto la prassi finanziaria estera, in particolare il mercato degli *high yield bonds* statunitensi¹⁹, a sviluppare i c.d. *bond covenants*²⁰, ovvero clausole inserite all'interno dei contratti di finanziamento obbligazionario con la funzione di porre delle condizioni al prestito in favore dei possessori dei titoli di credito²¹. Tale soluzione permette alla massa dei creditori della società di monitorare più approfonditamente l'andamento dell'impresa finanziata, nonché di indirizzare sotto taluni aspetti la stessa, ottenendo la garanzia del rimborso anticipato o di un maggior tasso di interesse a fronte del verificarsi della condizione. In termini economici, i *covenants* costituiscono un valido veicolo attraverso il quale ridurre il naturale conflitto di interessi fra azionisti e creditori, abbassando conseguentemente il costo del finanziamento²².

¹⁹ Per un confronto fra il mercato dei titoli di debito speculativi americano e quello europeo, cfr. C. Cesari e A. Rusconi, *Contesto internazionale*, in *Il mercato dei corporate bond in Italia*, a cura di C.M. Pinardi, cit., p. 32 ss. e 45 s. Il dato è confermato anche da M. Bradley e M.R. Roberts, *Are bond covenants priced?*, Fuqua School of Business, Duke University, novembre 2004, reperibile al sito *internet* www.ideas.repec.org, p. 4. Gli AA. pongono in evidenza come «We find a negative relation between the inclusion of a bond covenant and the promised yield on corporate debt».

²⁰ La presenza dei *covenants* distingue nella prassi anglosassone i *bonds* dai *debentures*, ovvero titoli di debito non supportati da garanzie: cfr. L. Enriques, cit., p. 171.

²¹ «Negli Stati Uniti, i creditori che desiderano proteggersi da comportamenti opportunistici degli azionisti devono affidarsi allo strumento contrattuale»: così L. Enriques e J. Macey, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in «Riv. Soc.», 2002, I, p. 86. Rileva tuttavia R. Rordorf, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in «Giur. comm.», 2003, I, p. 774, come «l'autoregolamentazione è in grado di dare reali vantaggi solo quando riesce a coordinarsi armonicamente con le fonti primarie dell'ordinamento generale [...] ritagliandosi un proprio spazio negli interstizi che quell'ordinamento è opportuno le garantisca». Sul punto, cfr. anche F. Fimmandò, cit., p. 98 ss.; M.C. Brescia Morra, *Finanziamento delle società di capitali e titoli di debito*, in www.dircomm.it, 2003, XI, 2.

²² Sul punto, cfr. M.C. Jensen e W.H. Meckling, *Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in «Journal of Financial Economics», 1976, IV, p. 305 ss.; Y. Amihud, K. Garbade e M. Kahan, *An institutional innovation to reduce the agency costs of public corporate bonds*, in «Journal of Applied Corporate Finance», 2000, I, p. 114 ss.; M. Bradley e M.R. Roberts, cit., p. 7 s. S. Chava, P. Kumar e A. Warga, *Agency costs and the pricing of bond covenants*, C.T. Bauer College of business, University of Houston, ottobre 2004, reperibile al sito *internet* www.ssrn.com, p. 2 ss.: in particolare questi ultimi AA., ricordando come la teoria economica della *Costly Contracting Hypothesis* (adottata da C. Smith e J. Warner, *On financial contracting: an analysis of bond covenants*, in «Journal of Financial Economics», VII, 1979, p. 117 ss.) assuma come semplificazione che il «management is a perfect agent for sha-

Oltre a soddisfare questa primaria ragione finanziaria, l'adozione delle clausole all'interno dell'ordinamento italiano potrebbe trovare specifici motivi di interesse nelle peculiarità della nostra economia. Il loro utilizzo potrebbe infatti essere fortemente incentivato ad opera degli intermediari sottoscrittori obbligati alla garanzia della solvenza a favore dei successivi risparmiatori cessionari: è evidente come l'introduzione di tali clausole andrebbe a ridurre il rischio finanziario sofferto dal prenditore «avallante», che si vedrebbe in questo modo maggiormente garantito nei confronti dell'emittente almeno per il primo anno di vita del titolo – ovvero per il periodo di garanzia imposto dall'art. 100-bis TUF – durante il quale è presumibile che i titoli rimangano nel portafoglio dall'intermediario, prima di essere ricollocati fra il pubblico²³.

All'indomani dei *crack* finanziari occorsi, l'introduzione di clausole *covenant* all'interno dei contratti di emissione di obbligazioni potrebbe inoltre costituire agli occhi degli investitori una risposta «privata» suppletiva alla forte domanda pubblica di una maggior tutela del risparmio²⁴, richiesta purtroppo evasa dal legislatore solo dopo una lunga stasi legislativa.

Da un punto di vista strettamente giuridico, la sedimentata prassi contrattualistica estera in materia di *covenants* potrebbe suscitare una certa attenzione, rappresentando un valido punto di riferimento nello studio dei possibili contenuti partecipativi delle obbligazioni, degli strumenti di cui al sesto co. dell'art. 2346 c.c. e di quelli emessi in occasione della creazione di patrimoni destinati, nonché dei titoli di debito della s.r.l. e degli strumenti finanziari delle cooperative²⁵: in attesa di un consolidamento della pratica com-

reholders», sottolineano come nella realtà i «...bondholders also require protection when there are agency conflicts between all outside investors and managers». Sul punto, cfr. S.M. Bainbridge, *Dead Hand and No Hand Pills: precommitment strategies in corporate law*, UCLA School of Law, Law and economics Research Paper n. 02-02, reperibile al sito *internet* www.ssrn.com, p. 3 e 5 ss.

²³ L'ipotesi è tutt'altro che irrealistica se si ipotizza che il tasso di interesse dell'obbligazione può essere modulato, potendo garantire per il primo anno di vita del titolo una percentuale particolarmente sostanziosa che giustifichi il maggior rischio del primo sottoscrittore, oltre a coprire i costi del successivo collocamento pubblico.

²⁴ «Nella prospettiva di un rafforzamento della tutela degli investitori, la ricerca di più efficienti strutture di *governance* non riguarda solo gli emittenti, ma coinvolge anche i finanziatori e gli intermediari che, per conto degli stessi emittenti, si occupano del reperimento delle risorse di mercato»: così F. Vella, *Nuove regole di corporate governance e tutela degli investitori*, in questa *Rivista*, 2004, III, p. 468; sul punto, cfr. anche S. Fortunato, *I «fallimenti» nel sistema dei controlli sui mercati finanziari (a margine del d.d.l. sulla tutela del risparmio)*, in «Società», 2004, VIII, p. 932 s.; R. Pardolesi, A.M.P., A. Portolano, *Latte, lacrime (da cocodrillo) e sangue (dei risparmiatori)*, in «Merc. conc. reg.», 2004, I, p. 200 s.

²⁵ Per uno sguardo sui possibili strumenti di finanziamento delle società cooperative e sulla loro natura, cfr. P. Marchetti, *Forme tecniche di finanziamento diretto delle società cooperative*, in «Riv. coop.», 2004, II, p. 26; R. Costi, *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, in «Banca, borsa, tit. cred.», 2005, II, p. 124 ss.

merciale anche ad opera dell'intervento giurisprudenziale, l'ampia autonomia concessa dal legislatore e soprattutto la sovrapposizione delle discipline di finanziamento previste a favore della s.p.a. rendono infatti per ora incerti i reali confini applicativi della partecipatività del *debt*²⁶.

In questa direzione un notevole impulso alla traduzione materiale delle soluzioni messe a disposizione dal legislatore potrebbe venire dall'attuale rafforzamento della presenza di intermediari esteri all'interno del mercato domestico dei capitali, nonché dal consolidamento delle sinergie fra gli operatori italiani ed europei. La complessità degli strumenti ora presenti nel codice riformato potrebbe infatti essere maggiormente apprezzata dagli operatori in grado di vantare una già solida esperienza nel campo dell'ingegneria finanziaria²⁷. A questi soggetti potrebbe essere così demandato il compito di «guidare» un mercato che non ha mai particolarmente brillato nel creare opportunità di un diretto raccordo fra il risparmio ed il finanziamento delle imprese, anche a causa delle limitate dimensioni di queste ultime²⁸.

Infine si deve considerare come, a seguito delle fisiologiche operazioni di aggregazione delle numerose tessere del mosaico bancario nazionale, la attuale diminuzione del numero dei soggetti concorrenti potrebbe obbligare gli istituti a riconsiderare, almeno in parte, le strategie operative tradizionali: se infatti fino ad oggi il peso degli impieghi finanziari elargiti a favore della singola impresa – già di per sé normalmente non eccessivo, date le limitate dimensioni delle aziende italiane – è risultato fortemente ridotto dalla scomposizione del debito complessivo in molteplici linee di credito aperte dai vari istituti concorrenti, all'opposto una concentrazione di questi ultimi in pochi macro soggetti potrebbe portare ad una maggior incidenza delle possibili sofferenze sul patrimonio degli istituti (soprattutto se concomitante con l'espo-

²⁶ Cfr. L. Enriques, cit., p. 168 ss.; F. Cavazzuti, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in questa *Rivista*, 2004, III, p. 429 s.; F. Fimmano, cit., p. 103 s.

²⁷ Sul punto, cfr. le *best practices* formulate da ventisei dei principali operatori finanziari europei, *Improving market standards in the Sterling and Euro Fixed Income Credit markets*, ottobre 2003, reperibile al sito *internet* www.uksip.org, in cui si auspica l'adozione di «*Minimum Covenants for Corporate Investment Grade Issuers*». Cfr. anche A. Bertoni, *L'oggetto della ricerca*, in *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano*, a cura di A. Bertoni, Milano, EGEA, 2000, p. 8.

²⁸ Sul punto, cfr. i dati raccolti da C.M. Pinardi, *Dimensione delle imprese, Basilea II ed emissioni obbligazionarie in Italia*, in *Il mercato dei corporate bond in Italia*, a cura di C.M. Pinardi, cit., p. 21 ss.; L. Stanca, cit., p. 126 s. e 140 ss.; A. Banfi e F. Di Pasquali, cit., p. 413. Una possibile soluzione alla scarsa liquidità dei *corporate bonds* italiani potrebbe rinvenirsi nell'adozione su più larga scala delle c.d. «obbligazioni di distretto». Va inoltre segnalata l'adozione della tecnica del prestito c.d. «mezzanino», ovvero di un finanziamento legato, almeno in parte, all'andamento dell'impresa finanziata, attuabile, nella sua forma più decisa, attraverso l'emissione di obbligazioni convertibili. Sul punto, cfr. C. Cesari e A. Rusconi, cit., p. 46.

sizione alla garanzia di cui all'art. 100-*bis* TUF), obbligandoli a trasferire una maggior parte del rischio direttamente sui risparmiatori²⁹. In questo senso l'entrata in vigore degli accordi Basilea II potrebbe giocare un ruolo decisivo nel razionalizzare il volume degli impieghi diretti³⁰, contenendo quelli rivolti al comparto delle società con una minore solidità finanziaria e favorendo, all'opposto, l'attività di pura intermediazione dei capitali.

L'auspicio che il mondo bancario italiano si possa «...muovere dall'approccio di *corporate lending* verso un approccio di *corporate finance*...»³¹, si rende oltremodo attuale a fronte del presente momento storico, caratterizzato da una sostanziale stagnazione del sistema produttivo nazionale: il recupero della fiducia degli investitori ed una più pronta ed attenta risposta alle esigenze finanziarie delle imprese, anche in un'ottica di sviluppo transnazionale delle stesse, sembrano dunque rappresentare dei tasselli insostituibili al fine di comporre una risposta credibile alla fase di rallentamento in cui si è purtroppo indirizzata la nostra economia.

Partendo da queste premesse può dunque essere utile tentare una analisi delle possibili soluzioni al problema di un maggior coinvolgimento del *debt* nella gestione o, quantomeno, nel controllo dell'impresa (soluzioni che i nuovi articoli del codice civile lasciano trasparire nella decisa elasticità operativa che gli stessi ricercano), confrontando le stesse con la prassi contrattua-

²⁹ Un connesso fattore di sviluppo per il mercato dei capitali nazionale potrà aversi anche dalla diluizione dei ristretti interessi perseguiti dai sindacati di controllo della maggior parte dei gruppi bancari nazionali: l'entrata in scena di *public companies* estere potrebbe stemperare tale situazione, favorendo il perseguimento di un utile più diffuso per la base azionaria anche attraverso un uso più attento degli strumenti caratterizzati da un rapporto di finanziamento immediato fra l'investitore e l'impresa, nel passato forse troppo spesso impiegati come «valvola di sfogo» delle posizioni debitorie in sofferenza a danno del pubblico dei risparmiatori. Sul punto, cfr. L. Guiso, *Conflitti di interesse nell'industria bancaria. Come limitarne lo sfruttamento*, in questa *Rivista*, 2004, III, p. 457 ss.; M. Onado, *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta*, in «Merc. conc. regole», 2003, III, p. 521 e 529 ss.; A. Nigro, *La tutela del risparmio e l'efficienza del sistema: il ruolo delle banche*, in «Società», 2005, III, p. 315 ss.; N. Salanitro, *Gli intermediari professionali e la distribuzione degli strumenti finanziari*, in «Banca borsa tit. cred.», 2004, V, p. 557; M. Messori, *La separatezza fra banca e industria: il punto di vista di un economista*, in «A.G.E.», 2004, I, p. 49 ss.; D. Lucarini, *La separatezza fra banca e industria: il punto di vista di un giurista*, in «A.G.E.», 2004, I, p. 63 ss.; F. Annunziata, «Governance» delle banche e conflitti di interessi. Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento, in «A.G.E.», 2004, I, p. 177 ss.; *contra* R. Pardolesi, A.M.P., A. Portolano, cit., p. 211 s.

³⁰ Cfr. C.M. Pinardi, cit., p. 11 e 18 ss.; C. Ruggiero, *Gli strumenti finanziari*, in «Contratti», 2005, V, p. 507.

³¹ Così G. Bertinetti, *L'esame del caso italiano*, in *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano*, a cura di A. Bertoni, cit., p. 61. In questo senso anche C.M. Pinardi, cit., p. 20.

listica maturata oltreconfine, al fine di individuare alcuni dei possibili scenari che il quadro dei finanziamenti rivolti all'industria italiana potrà nel futuro giungere a contemplare³².

3. La tipologia dei *covenants*

Come accennato, la principale ragione dello sviluppo del fenomeno dei *covenant bonds* nella prassi finanziaria estera, *in primis* nel mercato statunitense delle emissioni *high yield*, risiede, in estrema sintesi, nella esigenza di contenere il naturale conflitto intercorrente fra azionisti e obbligazionisti, riducendo di conseguenza il costo del finanziamento³³. È evidente infatti come il capitale di rischio (o spesso quelle sole frazioni legate da un patto di controllo), soprattutto nelle società con uno scarso credito finanziario, sia naturalmente spinto ad intraprendere operazioni finanziarie che producano il maggior utile ottenibile al fine di una corresponsione dei dividendi, quasi sempre nel breve corso di pochi esercizi sociali. Tali politiche si scontrano nettamente con l'interesse dei creditori, teso alla salvaguardia di una costante redditività aziendale, nonché avverso ad un indirizzo di divisione degli attivi per l'intera durata del prestito accordato³⁴.

Un simile meccanismo di tutela è conosciuto anche per i prestiti bancari: anzi si può affermare che nella realtà italiana la prassi contrattuale delle condizioni alle operazioni di mutuo industriale si sia sviluppata dapprima in tale ambito, a fronte della passata specializzazione degli istituti di credito³⁵; tuttavia neppure la prassi dei c.d. *loan covenants* appare ad oggi particolarmente diffusa nella realtà creditizia nazionale: solamente nell'ambito dei pochi prestiti attuati da consorzi bancari si può infatti rilevare un certo uso di tali clausole³⁶. Una probabile motivazione si può forse rinvenire oltre che nelle mo-

³² La necessità di arricchire «...convenzionalmente la capacità di tutela dei titolari di categorie di strumenti finanziari in un modo o nell'altro condizionati all'andamento economico dell'impresa» è sottolineata anche da A. Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in «Riv. Soc.», 2003, VI, p. 1280.

³³ Il vantaggio dell'inserzione dei *covenants* è stato recepito anche all'interno della prassi finanziaria connessa alla elargizione degli aiuti a favore dei Paesi in via di sviluppo: sul punto cfr. M. Dailami e R. Hauswald, *The emerging project bond market: covenant provisions and credit spreads*, in *World Bank Policy Research Working Paper no. 3095*, Washington D.C., luglio 2003, p. 9 ss.; Id., *Contract risks and credit spread determinants in the international project bond market*, in *World Bank Policy Research Working Paper no. 2712*, Washington D.C., novembre 2001, p. 2 ss.; entrambi i testi sono reperibili al sito *internet* www.worldbank.org.

³⁴ Cfr. L. Enriques e J. Macey, cit., p. 81 s.

³⁵ Cfr. A. Confalonieri, cit., p. 191 s.

³⁶ Per una analisi della ristretta diffusione dei *loan covenants* all'interno del contenuto

deste dimensioni della maggior parte delle s.p.a. italiane, nella assenza di un reale interesse da parte degli istituti di credito, stante lo stretto intreccio che sovente unisce le principali imprese al mondo bancario italiano e che rende superflua l'imposizione di tali meccanismi di controllo. La partecipazione di molti istituti alla compagine sociale, o quantomeno l'intenso rapporto commerciale che lega normalmente le banche alle società finanziate, risultano infatti degli strumenti in questo senso già più che sufficienti per l'esercizio di un potere di monitoraggio, se non talvolta di indiretta direzione della impresa, con il conseguente rischio di veder generati gli effetti distorsivi connessi ad un vincolo di questa natura.

All'opposto, non potendo realizzare un così intenso rapporto fra l'emittente e la massa dei detentori dei titoli di debito, risultano facilmente intuibili i benefici apportati dalla inserzione di tali clausole all'interno dei contratti aventi ad oggetto il finanziamento obbligazionario: in questo modo i *bondholders* vengono ad ottenere una garanzia rafforzata nei confronti dell'impresa sociale, potendo, per un verso, indirizzare talune scelte operative, dall'altro, venendo a godere di un diritto di controllo rafforzato rispetto a quanto previsto dalla disciplina comune. Allo stesso modo la società risulta facilitata nella ricerca del capitale, potendo corrispondere un interesse inferiore a fronte del ridotto rischio economico a cui si trovano ed essere esposti i creditori della stessa. Al fine di soddisfare tale duplice esigenza, l'esperienza finanziaria anglosassone ha prodotto complessivamente otto principali tipi di clausole *covenant*, raggruppabili in base al differente oggetto della prestazione richiesta all'emittente in alcuni distinti gruppi:

1. le clausole di limitazione all'indebitamento;
2. le clausole di limitazione ai pagamenti verso taluni soggetti;
3. le clausole di limitazione alle operazioni di *lease back*;
4. le clausole di limitazione alla vendita di *asset* aziendali;
5. le clausole di limitazione alle operazioni di fusione;
6. le clausole di limitazione al cambiamento della compagine sociale di controllo;
7. le clausole di limitazione alle transazioni con affiliate o controllanti;
8. le clausole contenenti un obbligo di informazione specifico a favore degli obbligazionisti³⁷.

ambito applicativo dei prestiti sindacati, cfr. G. Bertinetti, cit., p. 47; nell'ambito finanziario mondiale, cfr. B. Gadanez, *Il mercato dei prestiti sindacati: struttura, sviluppo e implicazioni*, in «Rassegna trimestrale B.R.I.», dicembre 2004, p. 81 ss.

³⁷ L'elenco, elaborato in base agli ormai consolidati studi economici in tema, è presente anche in E. Moschetta, *Il ruolo dei financial covenants nella riduzione delle asimmetrie informative sul debito*, in *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano*, a cura di A. Bertoni, cit., p. 44 s., ed in L. Stanca, cit., p. 137. Sul connesso problema della complessità

Prescindendo dalla semplice classificazione fra *covenants* positivi e negativi – ovvero basati rispettivamente su obbligazioni di fare e non fare – l'elencazione può essere scissa in due distinti sottoinsiemi: il primo, comprendente le prime quattro categorie, risulta caratterizzato dall'aver a comune denominatore l'imposizione di limiti operativi volti ad una diretta tutela del patrimonio sociale³⁸; il secondo, formato dalle rimanenti tipologie, è invece caratterizzato dal porre in essere una garanzia solamente mediata, realizzata attraverso l'imposizione di limitazioni operative che attuano solo indirettamente una difesa dell'attivo societario³⁹.

4. Le clausole finanziarie: a) le clausole di limitazione all'indebitamento

Fra le figure sopra delineate quella di più immediata comprensione risiede certamente nei *covenants* aventi ad oggetto l'imposizione di una limitazione del *debt* dell'emittente⁴⁰. Nel nostro ordinamento tale meccanismo di garanzia dei creditori risulta operare *ex lege* solamente per le s.p.a. non quotate o non aventi strumenti diffusi fra il pubblico con la fissazione del limite d'emissione calcolato nel doppio delle riserve e del capitale esistente *ex art. 2412 c.c.*⁴¹. L'adozione di una siffatta clausola sembra dunque configura-

applicativa di tali clausole che «...makes bond contracts lengthy and complicated legal documents...», a causa «... that the covenants contained therein are mostly static...» cfr. R.E. Krainer, *A contribution to the theory and practice of rational financial contracting*, University of Wisconsin, aprile 2005, reperibile al sito *internet* www.ssrn.com, p. 33.

³⁸ Cfr. L. Enriques e J. Macey, cit., p. 100 s.

³⁹ Alla prevalenza delle obbligazioni di non fare si deve la denominazione alternativa di *negative pledges*, che sovente viene impiegata per indicare le condizioni del prestito. Una suddivisione aggiuntiva consiste nell'individuazione dei *covenants* incidenti sui costi d'agenzia (limiti agli investimenti, all'indebitamento, alla distribuzione degli utili o diluizione delle garanzie) e quelli costituenti una forma indiretta di controllo (obblighi di informazione, divieto al cambiamento della compagine di controllo): sul punto, cfr. E. Moschetta, cit., p. 20.

⁴⁰ Tale forma di *covenant* risulta essere anche la più efficace: così N. Reisel, *On the Value of Restrictive Covenants: An Empirical Investigation of Public Bond Issues*, Rutgers University, dicembre 2004, reperibile al sito *internet* www.ssrn.com, p. 27, a fronte dei risultati ottenuti dalla analisi delle emissioni private a tasso fisso statunitensi effettuate nel periodo 1989-2001: «We estimate that covenants restricting financing activities can significantly reduce the cost of debt. Interestingly, we don't find strong evidence that covenants that restrict investment activities and asset sales and covenants that restrict payouts significantly reduce the costs of debt». Tale forma di tutela poteva caratterizzare anche i finanziamenti concessi dagli istituti di credito industriale: sul punto cfr. A. Confalonieri, cit., p. 198 s.

⁴¹ Il meccanismo normativo dell'obbligo di sospensione della distribuzione dei dividendi previsto a fronte di un eccessivo indebitamento *ex art. 2413 c.c.*, secondo co., appare costituire una soluzione più evoluta rispetto alla prassi maturata nell'ordinamento statunitense all'ombra dei

bile nei confronti delle s.p.a. accedenti al mercato pubblico dei capitali che intendano porre un freno convenzionale all'indebitamento⁴² – oltre che nei confronti delle altre società – qualora si voglia ulteriormente ridurre il limite già fissato dal legislatore. Nulla esclude poi che questo accorgimento possa trovare accoglimento anche nei contratti di emissione degli strumenti indicati dagli artt. 2346, sesto co., 2483 e 2526 c.c.⁴³.

Nella pratica finanziaria estera la ponderazione fra l'attivo ed il passivo alla base del presente *covenant* prende normalmente in esame il rapporto fra *Ebitda* o *Ebtida*⁴⁴ e l'ammontare della esposizione complessiva del singolo esercizio, relazionandosi rispettivamente al debito complessivo o ai soli interessi. A differenza del meccanismo previsto dall'ordinamento nazionale, si configura quindi una valutazione sostanzialmente dinamica dell'andamento economico dell'impresa finanziata, ancorata principalmente ai valori di *cash flow* che quest'ultima è in grado di produrre⁴⁵. Una ulteriore possibile variante al calcolo diretto dell'indebitamento dell'emittente è data dall'abbassamento del giudizio espresso dalle agenzie di *rating*⁴⁶. Tale pratica ha la con-

Commentaries on model debenture indenture provisions, pubblicati dalla American Bar Foundation, Chicago, 1971. Tale dato è evidenziato dallo studio condotto da R.E. Krainer, cit., p. 36. L'A. suggerisce infatti come la complessità data dalla previsione di *covenants* di tipo *stand alone* (ovvero come presentati dai *Commentaries* ed assunti dalla prassi finanziaria d'oltreoceano) «...could be achieved by simply linking together three well known covenants from the *Commentaries* in a two part contract. The first part of the contract would specify the amount of net working capital collateral the firm would be required to maintain against its longterm funded debt. The second part of the contract would then determine the amount of cash the firm could distribute to its shareholders in the form of dividends and share repurchases, and this would be made to depend on the slack in the first part of the covenant. The advantage of linking the separate covenants in this way is that when the firm breaches the first part of the covenant, a financing solution is automatically put in place in the second part of the covenant that guides the firm back towards compliance».

⁴² Tale limite era, ad esempio, previsto nella *offering circular* di alcuni titoli emessi dal Gruppo Cirio: sul punto, cfr. M. Onado, cit., p. 521.

⁴³ Un minor interesse invece sarà suscitato per quanto riguarda gli strumenti indicati dall'art. 2447-ter c.c., visto il limite generale di specializzazione del patrimonio fissato al 10% del patrimonio netto della società ex art. 2447-bis c.c., secondo co.: anche in questo caso la clausola potrebbe essere utilizzata per abbassare la soglia fissata *ex lege*.

⁴⁴ Gli acronimi si sciolgono rispettivamente in *Earnings before interest, taxation, depreciation and amortization* ed *Earnings before taxation, depreciation and amortization*, ovvero «l'utile prima degli interessi, della tassazione, dei deprezzamenti e degli ammortamenti» e «l'utile prima della tassazione, dei deprezzamenti e degli ammortamenti». Per una analisi economica del punto, cfr. E. Moschetta, cit., p. 25 s.

⁴⁵ Tale prassi è coerente con la critica avanzata da L. Enriques e J. Macey, cit., p. 98 s.

⁴⁶ Un esempio in tal senso è offerto dalla emissione della olandese *Parmalat Finance Corporation B.V.*, società al centro del recente scandalo finanziario, che presentava al suo interno un *covenant* basato sulla condizione del peggioramento del *rating*. Sul punto, cfr. M.K. Di

venienza di legarsi ad un parametro di immediata percezione e conoscibilità da parte della massa degli obbligazionisti, tuttavia non scevro dal pericolo di errori, essendo legato ad una stima opinabile elaborata da un soggetto privato: in questo senso appaiono decisamente importanti per una corretta applicazione del contenuto della clausola le regole contenute nel nuovo art. 69-*decies* della delibera Consob 11971 del 14 maggio 1999, il c.d. Regolamento Emittenti, volte ad assicurare una corretta presentazione delle valutazioni del merito creditizio goduto dall'impresa, nonché la comunicazione al pubblico dei possibili interessi che possono influenzare il giudizio dell'agenzia⁴⁷.

A parziale correzione del calcolo della soglia d'indebitamento non è infrequente rinvenire nei contratti di emissione degli *high yield bonds* una serie di eccezioni correttive, volte a rendere meno intenso il rischio di un *default* del prestito obbligazionario: in questa direzione possono, ad esempio, essere previste specifiche deroghe finalizzate alla realizzazione di operazioni predefinite nel genere e nei loro valori massimi; allo stesso modo possono essere introdotti margini ulteriori di indebitamento, esclusivamente al fine di assolvere le necessità di cassa impreviste o temporanee (anche in questo caso indicandone i relativi limiti), oppure essere consentite nuove operazioni di finanziamento, purché postergate rispetto al prestito obbligazionario. Quest'ultima ipotesi si lega alla prassi della gradazione del debito societario, anche diffuso fra il pubblico, recepita dal legislatore nazionale nel nuovo primo co. dell'art. 2411 c.c. La norma viene in questo modo a prevedere una notevole libertà della società nella costruzione della piramide creditoria⁴⁸. In presenza di un *covenant* che abbia ad oggetto un limite generale al *leverage*, appare evidente che la società italiana non potrebbe comunque garantirsi l'accesso al mercato dei finanziamenti puntando unicamente su tale appiglio normativo, posponendo, di conseguenza, i diritti dei nuovi obbligazionisti rispetto al credito emesso contenente la clausola di limitazione all'indebitamento, ol-

Staso, *Il caso Parmalat*, CERADI LUISS Guido Carli, Roma, agosto 2004, p. 30. Sul problema strutturale della scarso interesse delle imprese nazionali al giudizio delle agenzie di *rating*, cfr. C.M. Pinardi, *Imprese italiane e rating: peculiarità e prospettive*, in *Il mercato dei corporate bond in Italia*, a cura di C.M. Pinardi, cit., p. 159 ss.

⁴⁷ La disciplina – introdotta dalla delibera di aggiornamento 15232 del 29 novembre 2005, entrata in vigore il primo aprile 2006 – fa esplicito riferimento alla regolamentazione proposta sul tema dalla IOSCO. Sul punto, cfr. S. di Castri, *I conflitti di interesse degli analisti finanziari: disciplina statunitense, evoluzione della normativa comunitaria e prospettive dell'ordinamento italiano*, in questa *Rivista*, 2004, III, p. 478 ss.

⁴⁸ Piramide la cui punta è destinata ad ospitare i creditori privilegiati, mentre la base può essere impropriamente rappresentata dal «diritto di credito» degli azionisti all'eventuale residuo attivo a chiusura della liquidazione. Fra questi due estremi imprescindibili potrà essere posizionato il singolo prestito obbligazionario.

tre che, ovviamente, corrispondendo loro un tasso di interesse superiore⁴⁹. L'ipotesi appare infatti irrealistica dato che la postergazione, oltre a riguardare il diritto alla restituzione del capitale, dovrebbe interessare anche la corresponsione degli interessi, quantomeno per la durata del credito sovraordinato. Per non incorrere nel rischio di dover sottostare all'approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti *ex art. 2415 c.c.*, n. 2, quale assenso alla parziale rinegoziazione del *covenant*, la società dovrebbe dunque emettere titoli subordinati *zero coupon*, destinati a non corrispondere cedole quantomeno per la residua durata del titolo, al fine di garantire che la nuova emissione non vada ad intaccare le ragioni dei finanziatori privilegiati; tuttavia questo genere di strumenti appare normalmente riservato ad emittenti con un alto grado di affidabilità economica⁵⁰, mentre è pressoché sconosciuto nel settore dei *corporate bonds* data la maggiore rischiosità degli emittenti.

5. Segue: b) le clausole di limitazione ai pagamenti verso taluni soggetti

Accanto a questo primo gruppo di *terms* si inserisce un insieme di condizioni contrattuali, in parte assimilabili, aventi ad oggetto l'imposizione di limiti ai pagamenti⁵¹ effettuabili a favore di soggetti predeterminati, quali talune categorie di creditori o l'insieme degli azionisti⁵². Nei confronti dei soci, in particolare, i *covenants* possono dettare una riduzione o sospensione della

⁴⁹ Nella ipotesi opposta di una nuova emissione sovraordinata rispetto alle esistenti, possibile in assenza della clausola *covenant*, la relativa delibera dovrà trovare comunque specifica approvazione presso l'assemblea degli obbligazionisti, in quanto una siffatta decisione operativa rientra, seppur indirettamente, fra le modificazioni delle condizioni del prestito previste dal n. 2 dell'art. 2415 c.c. (una previsione simile, seppur limitata agli strumenti che conferiscono diritti amministrativi, è configurata anche dall'art. 2376 c.c., tuttavia solo per le decisioni prese dall'assemblea generale: ciò potrebbe indurre ad introdurre statutariamente la competenza dell'assemblea *ex art. 2410 c.c.*). All'interno della s.r.l. una modifica alla piramide creditoria dovrebbe ottenere il consenso degli eventuali possessori di strumenti finanziari coinvolti *ex art. 2483 c.c.*, terzo co.

⁵⁰ Quali ad esempio gli emittenti c.d. *sovereigns*, ovvero Stati o organizzazioni sovranazionali. Inoltre l'utilizzo di tali titoli può avere luogo per i titoli emessi dalle cooperative a favore dei soci: sul punto cfr. P. Marchetti, *cit.*, p. 41 ss.

⁵¹ Intendendo il termine «pagamenti» in senso lato, ovvero non necessariamente correlato ad una necessaria sinallagmaticità dell'obbligazione.

⁵² Una variante può essere data anche dal divieto di corrispondere *benefits* legati al rendimento ai dipendenti o agli amministratori, al fine di evitare distorsioni dell'attività di impresa. Sul punto si veda l'intervento operato dalla l. 262 del 28 dicembre 2005 per la riforma del risparmio, che ha introdotto il nuovo art. 114-*bis* al TUF, dedicato all'obbligo di informazione in materia di attribuzione di azioni a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori.

corresponsione dei dividendi⁵³: la costituzione di tale blocco viene normalmente ad intrecciarsi con la creazione di una riserva indisponibile destinata al soddisfacimento del diritto degli obbligazionisti, verso la quale confluiscono gli attivi non distribuiti⁵⁴.

Un primo possibile riscontro normativo al tenore della clausola finanziaria sembra rinvenirsi nel nostro ordinamento, oltre che nel limite alla distribuzione di dividendi non supportati da un attivo di bilancio, anche nel divieto di concedere prestiti a favore dei soci al fine della sottoscrizione di azioni⁵⁵ e nelle restrizioni al rimborso dei prestiti concessi a favore della società dai quotisti *ex art.* 2467 c.c.: i problemi applicativi connessi alla vaghezza del disposto contenuto nel secondo co. di quest'ultima norma – ove si indicano i criteri secondo cui distinguere il semplice finanziamento dal conferimento artatamente celato – sembrano poter costituire un valido motivo di interesse per sostenere l'adozione del *covenant* anche all'interno del mercato dei ca-

⁵³ Cfr. S. Chava, P. Kumar e A. Warga, cit., p. 14: lo studio condotto dagli AA. sui contratti di emissione di 9.149 *non financial bonds*, emessi fra il mese di gennaio 1980 ed il mese di ottobre 2003, ha evidenziato «...a significant positive correlation between dividend restriction and factors that proxy for higher default risk». Sull'efficacia e sull'uso di tali vincoli, cfr. L. Enriques e J. Macey, cit., p. 83 ss. e 93 ss. Tale forma di tutela era impiegata anche dagli istituti di credito industriale: sul punto cfr. A. Confalonieri, cit., p. 199.

⁵⁴ Il tenore della clausola *covenant* descritta sembra trovare uno speculare riconoscimento negativo nel riformato secondo co. dell'art. 2411 c.c.: la nuova norma, caratterizzata da un netto *favor debitoris*, prevede infatti la possibilità di porre dei limiti «...in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società» alla corresponsione degli interessi, se non perfino – per parte minoritaria della dottrina – alla restituzione dello stesso capitale. Il silenzio circa quest'ultima ipotesi e la esplicita previsione della sola indicizzazione dei tassi di interesse dovrebbe essere interpretata come una volontà negativa del riformatore. La lettura proposta potrebbe scontrarsi tuttavia con l'opposta tesi per cui la mancanza di un divieto costituirebbe in realtà una attuazione implicita di uno dei principali *leite Motiven* della riforma, ovvero la tutela della autonomia contrattuale. Per la tesi negativa della indicizzazione del capitale, cfr. F. Galgano, *Le Società per azioni*, in *Trattato di Diritto Commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, a cura di F. Galgano, XXIX, Padova, CEDAM, 2003, p. 358, M. Sarale, *Azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari*, *Workshop di diritto societario*, Torino, 20 ottobre 2003, p. 13; S. Patriarca, *Riforma del diritto societario e obbligazioni convertibili*, in «Riv. dir. priv.», 2005, I, p. 68; per la dottrina possibilista, cfr. G.F. Campobasso, *Le obbligazioni*, in *Trattato delle Società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, UTET, 1988, p. 428 ss.; M. Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in «Banca, Borsa, tit. cred.», 2003, V, p. 530; S. Perugino, *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in «Società», 2004, VIII, p. 945; C. Saggio, *Commento all'art. 2411 c.c.*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, Giuffrè, 2003, p. 9.

⁵⁵ Ciò ostacolerebbe anche il compiersi di operazioni di *leveraged buy out*: sul punto, cfr. L. Enriques e J. Macey, cit., p. 92.

pitali delle s.r.l.⁵⁶, potendo attraverso di esso stabilire preventivamente quali operazioni possano essere liberamente effettuate a favore dei soci.

Il recepimento di questa prassi finanziaria anche all'interno della s.p.a. – tranquillamente estensibile agli strumenti previsti a favore delle cooperative – dovrà tuttavia ottenere la preventiva approvazione della delibera necessariamente assembleare⁵⁷ da parte dei consessi speciali, come previsto dall'art. 2376 c.c., al fine di rendere legittima una generale compressione dei diritti economici degli azionisti, o almeno di quelli coinvolti, nelle società che prevedono differenti tipi di classi azionarie⁵⁸. Il nulla osta dovrà essere concesso anche dai detentori degli strumenti finanziari *ex art.* 2346 c.c., sesto co., o dai lavoratori beneficiari degli incentivi previsti dall'art. 2349 c.c., qualora gli stessi risultino coinvolti dalla strutturazione del debito⁵⁹, quali creditori della società ancorché eventualmente partecipi dell'andamento d'impresa.

Il problema della validità delle eventuali decisioni prese dal c.d.a. e non ratificate dall'assemblea o comunque della loro opponibilità nei confronti dei soggetti terzi, del tutto esterni alla società, che non abbiano preventivamente approvato l'introduzione di una limitazione ai propri diritti finanziari, potrebbe trovare forse una soluzione nell'applicazione della parallela disciplina della emissione degli strumenti destinati al finanziamento di uno specifico affare, come previsti dalla lett. *e* del primo co. dell'art. 2447-*ter* c.c. Non potendo infatti aggirare analogicamente l'origine esclusivamente legale delle limitazioni della responsabilità patrimoniale dettata dal secondo co. dell'art. 2740 c.c. ed in assenza di un accordo con la massa dei creditori coinvolti dal *covenant*⁶⁰ – o quantomeno nella difficoltà pratica di raggiungerlo – gli amministratori della società emittente potrebbero far utilmente ricorso allo strumento del patrimonio destinato, sfruttando il meccanismo del silenzio as-

⁵⁶ O forse anche delle s.p.a. Sul problema di una applicazione analogica della norma, cfr. A. Lolli, commento all'art. 2467, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, CEDAM, 2005, III, p. 1808 s.

⁵⁷ È chiaro infatti come l'art. 2376 c.c. si riferisca unicamente alla delibera presa dall'assemblea generale: ciò potrà esser tranquillamente attuato nel caso dell'emissione di obbligazioni convertibili *ex art.* 2420 c.c., o qualora lo statuto preveda per i rimanenti titoli la competenza dell'assemblea *ex art.* 2410, primo co.

⁵⁸ In questo senso v. anche in tema di azioni di risparmio l'art. 146 TUF, primo co., lett. *b*).

⁵⁹ Appare evidente che l'adozione di un simile *covenant* non potrà incidere sui crediti privilegiati *ex lege*, mentre le garanzie convenzionali su determinati beni della società (si pensi alle obbligazioni supportate da ipoteca sui beni immobili sociali *ex art.* 2412 c.c.) potranno essere superate esclusivamente ottenendo l'assenso dei creditori coinvolti.

⁶⁰ È evidente infatti che se la società non raggiungesse un accordo con i terzi, così rispettando il *covenant*, si vedrebbe comunque esposta all'inadempienza ed alla condanna al pagamento, oltre che al risarcimento dei danni.

senso e della conoscibilità legale insiti nell'iscrizione della delibera di emissione presso il registro delle imprese. Questo possibile espediente si imbatte comunque, oltre che nella necessaria esistenza di un affare distinguibile dalla normale attività d'impresa, nel limite quantitativo dettato dalla lett. *a* del secondo co. dell'art. 2447-*bis* c.c.: la norma dispone infatti che la «specializzazione» del patrimonio sia realizzabile complessivamente solo per una frazione pari ad un decimo dello stesso.

Un meccanismo di controllo del tutto simile a quello descritto è contemplato anche dalla variante del *covenant* che impone limitazioni alle operazioni aventi ad oggetto l'acquisto di azioni proprie o di titoli di debito subordinato⁶¹. Nel primo caso l'adozione della clausola andrebbe ad arricchire la già solida difesa approntata dal legislatore in materia, così come riconfermata dall'art. 2357 c.c., potendo trovare un valido impiego nel ridurre ulteriormente, se non azzerare, il limite del decimo del capitale detenibile direttamente dall'emittente⁶² (si noti tuttavia che la necessaria creazione di una riserva indisponibile *ex art. 2357-ter* c.c., terzo co., per il corrispondente valore azionario costituisce una garanzia, seppur generica, adeguata alla tutela delle ragioni dei creditori sociali, tale da ridurre parzialmente l'interesse all'inserzione di una siffatta condizione nella prassi commerciale nazionale⁶³). Una variante ulteriore può essere data dal preventivo divieto ad una riduzione reale del capitale: il suo recepimento andrebbe in questo modo a rafforzare il combinato dato dagli artt. 2413 e 2446 c.c., potendo contrattualmente porre un limite precauzionale a siffatta operazione⁶⁴.

Nella seconda ipotesi citata, ovvero il divieto al rimborso anticipato di debito subordinato⁶⁵ attuabile anche attraverso un diretto riacquisto dello stesso⁶⁶, l'interesse degli obbligazionisti verrebbe a risiedere nel mantenere

⁶¹ Sul punto l'art. 87 del Reg. Emittenti, richiamando il contenuto dell'Allegato 3F, prevede un obbligo di comunicazione esclusivamente a fronte di operazioni aventi ad oggetto azioni quotate, anche come sottostanti di strumenti finanziari che permettono un loro acquisto o sottoscrizione.

⁶² Sul problema di una applicabilità dell'art. 2357 anche agli strumenti di cui al sesto co. dell'art. 2346 c.c., cfr. M. Notari, cit., p. 557.

⁶³ La stessa potrebbe comunque essere mantenuta per evitare la fuga dei soci a fronte del prossimo dissesto della società. Per una critica sull'effettiva utilità di tale previsione normativa, cfr. L. Enriques e J. Macey, cit., p. 89 ss.

⁶⁴ Cfr. S. Chava, P. Kumar e A. Warga, cit., p. 4.

⁶⁵ Il concetto di subordinazione non sembra dover essere riferito solo ad una graduazione sostanziale del debito: esso potrebbe venire esteso anche ai debiti di «medesimo livello», aventi differenti scadenze. È evidente infatti che, qualora la società riacquisti il debito di più lunga scadenza, ciò andrebbe a netto discapito dei detentori dei titoli aventi una scadenza ravvicinata.

⁶⁶ Nella prassi statunitense il *covenant* viene spesso indicato quale *me first clause*.

integra la struttura della piramide creditoria: in questo caso l'iscrizione presso il registro delle imprese della delibera d'emissione delle obbligazioni coperte dalla clausola risulterebbe una forma di valida pubblicità, tale da rendere opponibile il tenore del *covenant* ai successivi creditori subordinati.

Al fine di rendere più elastica la gestione della impresa, anche questa condizione contrattuale presenta nella sua applicazione internazionale delle esclusioni convenzionali. In questo senso si rinvengono frequentemente eccezioni destinate al *buy back* delle azioni o delle *stock options* emesse a favore dei dipendenti. Allo stesso modo vengono sovente previste concessioni al riacquisto del debito subordinato, qualora lo stesso sia attuato con emissioni o altro genere di finanziamenti appartenenti ad un livello comunque inferiore al credito supportato dalla clausola. La ragione di tale esenzione è facilmente intuibile: in tal modo si permette alla società di rinegoziare parte del debito a condizioni migliori, con beneficio indiretto anche degli obbligazionisti sovraordinati.

6. Segue: c) le clausole di limitazione alle operazioni di *lease back*

Un terzo genere di *covenant* maturato dalla prassi finanziaria estera, volto ad una immediata tutela del patrimonio sociale, è rappresentato dall'imposizione a carico dell'emittente del divieto di operazioni di *lease back*, o quantomeno nella predeterminazione dell'entità di tali operazioni. L'adozione di un simile vincolo si giustifica nella considerazione che questo tipo di manovre finanziarie «...genera un incremento del leverage cui si accompagna un incremento della rischiosità di impresa...»⁶⁷: è evidente infatti come la cessione dei beni aziendali ed il loro «riacquisto» mediante un contratto di *leasing*, benché possano rispondere ad una legittima strategia d'amministrazione indirizzata alla temporanea monetizzazione di parte del patrimonio sociale, costituiscano comunque delle operazioni potenzialmente pericolose per gli interessi dei creditori della società. L'alienazione, seppure temporanea, di frazioni del patrimonio e la conseguente creazione di un passivo ulteriore, pur potendo essere attuate lecitamente quando non evidentemente tese a frodare le aspettative dei creditori attraverso la stipula di un patto commissorio – come ormai ampiamente riconosciuto dalla consolidata giurisprudenza della Cassazione⁶⁸ – presentano di fatto un rischio oggettivo per gli obbligazionisti, solo

⁶⁷ Così E. Moschetta, cit., p. 45.

⁶⁸ Per un breve riepilogo del dibattito sul punto, cfr. O. Cagnasso e G. Cottino, *I contratti commerciali*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di G. Cottino, IX, Padova, CEDAM, 2000, 84 s., in particolare nt. 205. Per uno sguardo sulla giurisprudenza della Suprema Corte in tema, la quale esclude la nullità del contratto quando non si possa ravvisare una evidente

in parte risolto dalla considerazione che le operazioni di *lease back* coinvolgono normalmente beni difficilmente cedibili per la loro natura intrinseca, o per l'importanza che gli stessi rivestono per la conduzione dell'impresa.

7. Segue: d) le clausole di limitazione alla vendita di asset

L'obiettivo della salvaguardia dell'integrità del patrimonio societario rappresenta il filo comune che lega anche il quarto ed ultimo modello di *covenant* puramente finanziario, ovvero la condizione avente ad oggetto l'imposizione di limiti alla vendita di *asset*⁶⁹. Rispetto al precedente modello tale clausola ha un ambito di applicazione più vasto, potendo coinvolgere oltre a determinati beni corporei anche le proprietà intellettuali – soprattutto qualora si verifichi l'ipotesi che il debito venga correlato allo sviluppo di un determinato progetto imprenditoriale *ex art.* 2411 c.c., secondo co. – spingendosi fino ad abbracciare interi rami d'azienda.

L'esame dell'esperienza d'oltre confine mostra tuttavia come l'attenzione dei creditori si indirizzi soprattutto verso l'ottenere un controllo sulla destinazione dei ricavi ottenuti dalla alienazione delle frazioni del patrimonio coinvolte, destinando gli stessi al rimborso dei finanziamenti o, quantomeno, al reinvestimento nell'attività di impresa, ponendo decisamente in secondo piano l'interesse a dettare restrizioni assolute alla cessione di beni aziendali⁷⁰.

La condizione così imposta dalla prassi finanziaria estera alla gestione delle imprese pare nuovamente richiamare la disciplina contenuta nei nuovi artt. 2447-*bis* c.c. e seguenti. Il *trait d'union* fra la clausola *covenant* e la normativa dedicata ai patrimoni destinati ad uno specifico affare sembra potersi rinvenire in particolare dalla lettura congiunta delle lettere *b)* e *c)* dell'art. 2447-*ter* c.c., in cui si richiamano i beni ed i rapporti giuridici che possono comporre la porzione del patrimonio e la presenza di «...eventuali garanzie offerte ai terzi». Il combinato potrebbe quindi essere letto, nella sua ampiezza applicativa, quale solida base normativa attraverso la quale giustificare l'emis-

sproporzione economica, cfr. Cass. 15 aprile 1998, n. 4095, in «Foro it.», 1998, pt. 1, c. 1820 s.; Cass. 21 luglio 2004, n. 13580, in «Giust. civ.», 2005, 3, p. 685 ss., nonché la recente Cass. 14 marzo 2006, n. 5438, non ancora pubblicata.

⁶⁹ Un ulteriore rischio è legato alla c.d. *asset substitution*, ovvero al rischio che «When a firm is in financial distress, and it is likely that the firm will default on its obligation to bondholders, managers have an incentive to invest in high risk, high-expected return projects, even in the projects have negative net present values. The logic is that with limited liability, stockholders can only lose their investment in the firm», spingendo pertanto gli amministratori a liquidare le attività «sicure» per investire in *assets* fortemente speculativi: M. Bradley e M.R. Roberts, cit., p. 10; S. Chava, P. Kumar e A. Warga, cit., p. 5.

⁷⁰ Cfr. E. Moschetta, cit., p. 21.

sione di strumenti finanziari di partecipazione che possano adottare questo tipo di condizione contrattuale.

Tuttavia, come già messo in evidenza, gli strumenti *ex art. 2447-ter c.c.* dovranno essere necessariamente connessi – anche se solo in minima parte – all’andamento dell’affare: nessun appiglio normativo al contrario sembra essere offerto dalla sezione del codice dedicata alle obbligazioni, rendendo in apparenza più remoto configurare l’inserimento di un simile *covenant* all’interno di un titolo di debito «puro», ovvero slegato dall’andamento dell’impresa sociale, mentre ciò potrà essere di notevole interesse quale corredo al contratto di finanziamento attuato con l’emissione delle obbligazioni correlate *ex art. 2411 c.c.*, secondo co.⁷¹.

L’idea del vincolo della conservazione del patrimonio potrebbe rinvenirsi, quantomeno per i beni immobili, anche nell’ipotesi della copertura ipotecaria già contemplata a favore degli obbligazionisti dalla versione originale del codice, ora riproposta dall’art. 2412 c.c. riformato quale uno dei possibili espedienti adottabili al fine di consentire alle s.p.a. non accedenti al mercato del capitale di rischio l’emissione di obbligazioni oltre il limite del doppio del capitale e delle riserve, come imposto dal primo co. dell’art. 2412 c.c. L’adozione di simili clausole potrebbe comunque trovare il più efficace fondamento in una lettura espansiva nel testo del quinto punto dell’art. 2414 c.c., ove si indicano le eventuali garanzie che assistono i creditori quale possibile parte del contenuto letterale del titolo. L’ampia formula utilizzata dal legislatore sembra così poter ricomprendere, oltre alla tradizionale ipoteca iscritta sui beni immobili sociali, soluzioni più articolate quali l’incedibilità di beni immateriali come, ad esempio, i brevetti o i marchi⁷²; né sembra escludibile *a priori*, attraverso una lettura espansiva della norma, la ricezione della diffusa prassi estera che limita la cessione degli *asset* attraverso l’imposizione di un loro prezzo minimo, tale da garantire i creditori dal pericolo che gli stessi possano essere venduti sottocosto⁷³.

⁷¹ Soprattutto qualora si sia già raggiunto il limite del decimo del patrimonio netto della società imposto dal secondo co. dell’art. 2447-*bis* c.c., rendendo pertanto non più possibile procedere ad una specializzazione dello stesso.

⁷² Una formula normativa decisamente più ampia e completa si rinviene nelle lettere *d)* e *g)* del secondo co. dell’art. 2447-*decies* c.c. che indicano rispettivamente «le specifiche garanzie che la società offre in ordine all’obbligo di esecuzione del contratto e di corretta e tempestiva realizzazione dell’operazione» e «le eventuali garanzie che la società presta per il rimborso di parte del finanziamento». Nel campo dei *loan covenants* si profila dunque un maggior supporto legislativo, anche a fronte della previsione dei controlli indicati dalla lett. *e)* della norma.

⁷³ Una possibile opposizione all’inserzione di tali condizioni all’interno del titolo potrebbe essere data dalla ristrettezza fisica del supporto cartaceo su cui inserire le clausole *covenant*; tuttavia grazie alla tecnica della dematerializzazione digitale tali indicazioni sembrano del tutto possibili.

L'adozione del *covenant* potrebbe inoltre suscitare un deciso interesse da parte dei primi sottoscrittori dei titoli di debito della s.r.l. o delle obbligazioni emesse *ultra limitem* dalle s.p.a., in quanto tenuti a garantire i successivi prenditori risparmiatori *ex lege*: il mantenimento di *asset* concreti potrebbe infatti diminuire considerevolmente il rischio, da questi sofferto, di dover colmare le eventuali sofferenze prodotte dall'insolvenza dell'emittente.

8. Le clausole legali: a) le clausole di limitazione alle operazioni di fusione

Accanto alle clausole dal contenuto prettamente finanziario, la prassi societaria estera ha sviluppato una ulteriore serie di *covenants*, caratterizzati da una difesa del patrimonio di tipo mediato, indirettamente ottenuta attraverso l'imposizione di condizioni attinenti alla sfera «giuridica» della società, indicate dai numeri da 5 ad 8 nella precedente lista proposta. La prima categoria di questo secondo insieme si caratterizza per perseguire tale obiettivo prescrivendo il divieto di operazioni di fusione con altre società. Appare evidente come il principale fine perseguito risieda nell'evitare che la società possa in questo modo aggravare la propria esposizione debitoria, legandosi a soggetti dotati di una peggiore posizione finanziaria o muniti di una minor capacità di produrre flussi di cassa: la tipica operazione che tali clausole preven-⁷⁴ gono è l'acquisizione del controllo della società emittente attraverso un *leveraged buy-out*⁷⁵, ma l'esigenza di tutela può esplicarsi anche nell'evitare che la società sia accorpata ad altra persona giuridica appartenente ad un differente ordinamento, con ciò evitando i chiari disagi, non solo geografici o linguistici, che potrebbero colpire la massa degli obbligazionisti⁷⁶.

La necessità di una simile protezione del *debt* appare già perseguita dal nostro ordinamento attraverso il generale meccanismo dell'esplicito consenso o dell'alternativo silenzio-assenso dei creditori coinvolti, esprimibile entro il

⁷⁴ Per uno sguardo sugli espedienti maturati all'ombra della *Delaware General Corporation Law* (quale normativa di riferimento nel diritto societario confederale) e per una analisi della piena legittimità dei *bond covenants* riconosciuta dalla Delaware Supreme Court, quale valido vincolo alla libertà d'azione del c.d.a. *ex* § 141(a), cfr. S. M. Bainbridge, cit., p. 10 ss. e 28 s.

⁷⁵ Per una analisi delle fusioni fra la società veicolo d'acquisizione a debito e la società bersaglio nell'ordinamento italiano, cfr. V. Salafia, *Il «leveraged buy out» nella riforma societaria*, in «Società», 2004, VIII, p. 935 ss. Per uno sguardo sulle operazioni di acquisizione a debito intraprese nella prima parte dell'anno 2005 e sugli effetti che le stesse hanno provocato sui prezzi delle obbligazioni emesse dalle società bersaglio, v. l'articolo a firma di M. Longo, *Corporate bond sotto pressione*, pubblicato su «Il Sole-24 Ore» del 9 aprile 2005, p. 31: l'A. pone in evidenza come l'adozione di *covenants* da parte di alcuni emittenti *high yield* esteri abbia potuto garantire un cospicuo guadagno per gli obbligazionisti coinvolti da tali operazioni.

⁷⁶ Per un esame economico delle possibili eccezioni al divieto, cfr. E. Moschetta, cit., p. 22.

termine di sessanta giorni dall'iscrizione della delibera di fusione e dal deposito dei documenti ad essa collegati previsto dall'art. 2503 c.c., come richiamato per gli obbligazionisti anche dal successivo art. 2503-*bis* c.c. – attuabile attraverso un voto della loro assemblea *ex art.* 2415 c.c. – fatte salve le possibilità di un pagamento anticipato dei debiti⁷⁷, dell'eventuale prestazione delle garanzie monetarie offerte dalla società coinvolte o dell'alternativa assicurazione della società di revisione contabile, che rendono superflui l'obbligo di pronuncia o una tacita accettazione⁷⁸. Proprio quest'ultimo ipotetico intervento esterno potrebbe dare un senso all'utilizzo del *covenant*, permettendo di oltrepassare il dettato normativo qualora i debitori non ritenessero sufficiente l'impegno, anche economico, della società di revisione: in questo senso i recenti scandali finanziari sembrano aver dimostrato che neppure l'opera delle società di revisione, per quanto ben organizzata o sottoposta a rigidi controlli, possa essere considerata esente dal pericolo di errori o mistificazioni, talora venendo ad esporre il mercato a notevoli danni⁷⁹.

L'adozione della clausola potrebbe trovare un valido motivo di impiego anche nei confronti della classe dei titoli c.d. partecipativi: all'interno di questa vasta categoria dovranno essere tenute distinte l'applicazione diretta dell'art. 2376 c.c. (norma che prevede l'approvazione delle delibere modificative dei diritti amministrativi dei possessori di strumenti finanziari da parte delle assemblee speciali) dall'attuazione analogica della disciplina delle obbligazioni, richiamata esplicitamente dal terzo co. dell'art. 2411 c.c.. In entrambi i casi i creditori potrebbero decidere l'aggiramento di un simile rischio ponendo un divieto *ab origine*, soluzione tanto più auspicabile a fronte di un debito partecipativo all'andamento dell'impresa⁸⁰ (pur permanendo la concreta possibilità di una rinegoziazione successiva, che operi variazioni momentanee al tenore della clausola o proceda all'eliminazione della stessa).

⁷⁷ Che, come si vedrà, altro non è che una possibile conseguenza di *default*.

⁷⁸ Una protezione ulteriore si rinviene, per le sole s.p.a. non accedenti al mercato del capitale di rischio, nell'art. 2413 c.c. che detta le regole che assicurano il rispetto della soglia del doppio del capitale e delle riserve imposta dall'art. 2412 c.c.; è evidente infatti come l'operazione della fusione che generi una società eccedente tale limite, seppur approvata dall'assemblea degli obbligazionisti, obbligherà l'emittente a rispettare il percorso finanziario di rientro dettato dalla norma. Sul punto, cfr. P. Ferro Luzzi e F. Chiappetta, *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in «Riv. Soc.», 2005, I, p. 141 ss.

⁷⁹ Cfr. G. Presti, *Il sistema dei controlli esterni sull'attività sociale*, in «Società», 2005, III, p. 303 ss.; N. Abriani, *Dal caso Parmalat alle nuove regole a tutela del risparmio*, in «Società», 2004, III, p. 269 s.

⁸⁰ L'esigenza di un inserimento nelle vicende sociali a fronte dell'operazione di fusione è la ragione che giustifica la facoltà riconosciuta ai possessori di obbligazioni convertibili di esercitare il diritto di cambio entro i novanta giorni precedenti l'iscrizione del progetto di fusione *ex art.* 2503-*bis* c.c., secondo co.

9. Segue: b) le clausole di limitazione al cambiamento della compagine di controllo

Del tutto simile appare il meccanismo di tutela previsto dalla clausola caratterizzata dall'imporre il *default* del credito qualora risulti modificato il controllo dell'emittente. Al pari del *covenant* legato al divieto alla fusione fra società, anche in questo caso la preoccupazione degli obbligazionisti risiede nell'incertezza insita in un cambiamento delle politiche imprenditoriali perseguite dalla nuova maggioranza della società. Tuttavia, a differenza della precedente ipotesi, la dimostrazione dell'avvenuto inadempimento dell'emittente appare in questo caso più difficile, in quanto non sempre il mutamento del vertice societario potrebbe venire palesato dai soci coinvolti: è prevedibile infatti che a fronte del rischio dell'avverarsi della condizione risolutiva del contratto di finanziamento – o quantomeno di fronte all'aggravarsi delle obbligazioni pecuniarie poste a carico del debitore – il trasferimento del pacchetto di maggioranza (anche se solo relativa o frutto di un patto di controllo) possa avvenire tramite forme di cessione occulta⁸¹, conservando solo apparentemente la proprietà in capo agli originali azionisti a danno dei *bondholders*⁸².

Al fine di contenere questo pericolo il nostro ordinamento dispone l'obbligo a carico delle s.p.a non quotate nei mercati regolamentati – ma analogo discorso vale anche per le s.r.l.⁸³ – di comunicare attraverso l'iscrizione presso il registro delle imprese, l'elenco dei soci e dei soggetti diversi che sono titolari o beneficiari di vincoli su frazioni del capitale sociale (*ex artt. 2435 c.c., secondo co., e 2478-bis c.c., secondo co.*); a capo dei soci pattisti di società accedenti al mercato di rischio o aventi azioni scambiate nei mercati regolamentati è poi previsto il dovere di comunicazione e pubblicazione dell'esistenza degli accordi parasociali *ex artt. 2341-ter c.c. e 122 TUF*; infine a carico delle società quotate esiste l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti *ex art. 120 TUF*. L'area della applicazione del *covenant* ap-

⁸¹ Sul punto, cfr. M. Palmieri, *Il persistente abuso della personalità giuridica*, commento ad ord. Trib. Monza, sez. dist. Desio, 31 marzo 2005, in *Giur. comm.*, in corso di pubblicazione, *passim*.

⁸² Un rischio che sembra essersi aggravato a fronte dell'intervento operato dall'art. 1 della l. 262/2005 che ha imposto per le s.p.a. aperte al mercato il voto segreto assembleare nell'elezione diretta degli organi amministrativi. Sul punto si veda anche quanto previsto dalla attuale versione del c.d. Reg. Emittenti, come aggiornato dalla successiva delibera 14990 del 14 aprile 2005: quest'ultimo intervento ha infatti inserito un obbligo di informazione dell'esistenza di patti parasociali, solamente per gli emittenti aventi azioni diffuse fra il pubblico, tralasciando inspiegabilmente l'ipotesi possibile, per quanto rara, di una s.p.a. avente unicamente diffusi strumenti finanziari diversi dalle azioni: tale situazione esporrebbe i creditori al pericolo di non poter individuare con certezza il gruppo di comando della società.

⁸³ Seppur a fronte di quanto specificatamente previsto dall'art. 2470 c.c.

pare dunque connessa al possibile tamponamento delle «falle» del sistema informativo predisposto dal legislatore, ad esempio imponendo l'obbligo di comunicazione al pubblico dell'esistenza di patti parasociali esistenti all'interno delle s.r.l. emittenti titoli di debito.

10. Segue: c) le clausole di limitazione alle transazioni con affiliate o controllanti

Per molti aspetti affine al secondo modello di *covenant* finanziario (ovvero quello avente ad oggetto limiti al pagamento a favore di determinati soggetti) appare il terzo tipo di clausola dal contenuto legale, caratterizzata dall'imposizione di restrizioni alla stipula di accordi transattivi a favore delle affiliate dell'emittente. Anche in questo caso il rischio che si intende superare risiede nella possibilità che le operazioni – condotte tuttavia all'interno del gruppo – possano danneggiare il profilo economico della debitrice, favorendo le società collegate⁸⁴. Dato l'intervento operato in tema di coordinamento e direzione di società da parte del riformatore del 2003 e la successiva appendice aggiunta in tema di operazioni compiute con parti correlate *ex art. 2391-bis c.c.*⁸⁵, l'adozione della clausola non sembra poter rivestire un ruolo di importanza primaria nel nostro ordinamento. Tuttavia sembra lecito supporre come l'esistenza delle discipline descritte potrebbe non essere considerata una garanzia sufficiente da parte degli investitori: in particolare la traduzione concreta dei precetti contenuti negli articoli 2497 c.c. e seguenti ad opera dei tribunali, oltre che necessitare di tempi comunque consistenti, vedrebbe esposti i *bondholders* a delle pesanti variabili economiche legate al giudizio del magistrato⁸⁶. L'adozione di simili clausole all'interno dei contratti di emissione

⁸⁴ Occorre notare tuttavia come lo studio delle strutture finanziarie dei principali gruppi societari «...confirms that [...] holding companies have more external debt than (operating and financial) subsidiaries»: così M. Bianco e G. Nicodano, *Pyramidal groups and debt*, relazione presentata alla *Giornata di studio sui corporate bond*, Verona, 2 luglio 2004, p. 21.

⁸⁵ In merito agli specifici obblighi informativi ricadenti solo sugli emittenti azioni quotate nei mercati regolamentati v. art. 71-*bis* Reg. Emittenti. Sul problema della possibile mancata copertura informativa delle s.p.a. «chiuse» emittenti obbligazioni, v. *infra*.

⁸⁶ Si pensi ad esempio alla valutazione demandata al giudice di considerare l'effettività del vantaggio compensativo conseguito, tale da sanare il danno prodotto alla società sottoposta alla direzione unitaria *ex art. 2497 c.c.*, primo co.: è evidente che una simile incognita potrebbe essere mal sopportata dagli investitori che operano sul mercato dei capitali. Sul punto, cfr. G. Visentini, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in «Nuova Giur. Civ. Comm.», 2002, II, p. 483: «Se, come può accadere, le sinergie di gruppo esaltano le capacità di reddito del gruppo, complessivamente inteso come azienda economica, non è poi detto che il vantaggio si distribuisca nel patrimonio di ciascuna società secondo il criterio giuridico, che appunto dipende dalla distinta soggettività».

degli strumenti resi disponibili alla s.p.a., alla s.r.l. ed anche alla società cooperativa, potrebbe trovare quindi una valida giustificazione quale strumento contrattuale di correzione del regime normativo imposto dal legislatore ai gruppi societari, con un probabile indiretto vantaggio anche per questi ultimi: impedendo *a priori* la realizzazione di tali operazioni, si vedrebbe infatti favorita la raccolta del capitale quale conseguenza della riduzione dell'alea del credito, a tutto beneficio del bilancio consolidato.

11. Segue: d) le clausole contenenti un obbligo di informazione specifico a favore degli obbligazionisti

L'ultimo principale modello di *covenant* legale elaborato dalla prassi contrattualistica anglosassone concede agli obbligazionisti il diritto di ottenere rapporti specifici sull'andamento dell'impresa sociale e sulla posizione finanziaria della stessa in rapporto ai titoli da essi detenuti. Anche in questo caso l'adozione della clausola sembra destinata a trovare un relativo motivo di interesse da parte degli operatori, a fronte del massiccio flusso di informazioni che il TUF e la delibera Consob 11971 del 14 maggio 1999, il c.d. Reg. Emittenti, approntano a favore dei possessori di strumenti finanziari⁸⁷.

Le società che abbiano deciso di quotare i propri strumenti finanziari (ed i soggetti che li controllano) sono infatti sottoposte ad una severa disciplina di monitoraggio, basata sul concetto di «*informazione privilegiata*» (ovvero un dato che, ai sensi dell'art. 181 TUF, se reso pubblico verrebbe ragionevolmente utilizzato dall'investitore per attuare la propria strategia di investimento), obbligatoriamente rivolta al pubblico degli investitori sotto il vaglio della Consob *ex art.* 114 TUF⁸⁸, normativa resa in buona parte applicabile dal successivo art. 116 del TUF anche alle S.p.A. con obbligazioni non quotate, né diffuse. In generale, gli emittenti quotati o in procinto di accedere ai mercati regolamentati rispondenti alle specifiche di cui alla direttiva 2001/34/

⁸⁷ L'esame della prassi statunitense denota inoltre come i «...bondholders forego certain covenants if they address types of managerial moral hazard already monitored by shareholders [...] On the other hand, the presence of blockholders increases the likelihood of including these restrictions»: così S. Chava, P. Kumar e A. Warga, cit., p. 2 e 8 s.

⁸⁸ Sul problema di una eccessiva vaghezza della norma, cfr. R. Rordorf, cit., p. 777: «...la imprevedibile varietà dei fatti idonei ad influenzare il prezzo del mercato degli strumenti finanziari scoraggia ogni tentativo di previsione e disciplina minute. I casi dubbi vanno risolti con [...] il buon senso e la buona fede». Tale auspicio potrebbe tuttavia rivelarsi insufficiente agli occhi degli investitori, che potrebbero trovare forse più utile tutelarsi preventivamente tramite l'inserimento di un *covenant* informativo.

CE⁸⁹, o ad altro mercato regolamentato⁹⁰, dovranno dare opportuna comunicazione delle informazioni sui fatti rilevanti indicati dall'art. 66 del Reg. Emittenti; è inoltre disciplinata la facoltativa diffusione dei dati previsionali, degli obiettivi quantitativi e dei dati contabili di periodo⁹¹. Tale nucleo di conoscenze evidentemente costituisce già di per sé una buona base informativa su cui i *bondholders* possono fare affidamento, non necessitando di approfondimenti imposti contrattualmente.

In merito alle operazioni straordinarie, tuttavia, puntuali obblighi di informazione ricadono unicamente sugli emittenti aventi azioni quotate, mentre, all'opposto, le società che abbiano solo obbligazioni quali strumenti scambiati su mercati regolamentati risultano sottoposte ad una disciplina meno intensa *ex art. 75* del Reg. Emittenti. La norma, nel suo primo co., si limita infatti ad imporre la pubblicazione della documentazione redatta dagli organi sociali in occasione delle operazioni di fusione o di scissione – secondo i modelli allegati allo stesso Regolamento – nonché a rispettare gli obblighi informativi previsti per nuove emissioni o per le operazioni di modifica dell'atto costitutivo che possono influenzare i diritti dei *bondholders*. Il secondo co. prevede inoltre un regime pubblicitario aggiuntivo all'iscrizione presso il registro delle imprese della delibera costitutiva di un patrimonio separato ai sensi dell'art. 2447-*bis* c.c., disponendo il deposito della documentazione presso la sede sociale, nonché presso la società di gestione del mercato regolamentato. Seppur remota, l'ipotesi di una s.p.a. avente solamente obbligazioni scambiate sui mercati regolamentati si rivela tutt'altro che irrealistica: a fronte del dettato legislativo esposto verrebbero così ad essere escluse dall'area dell'informazione obbligatoria le operazioni significative di acquisizione o cessione⁹² e, soprattutto, quelle eseguite con parti correlate⁹³, operazioni che implicano tutte un notevole rischio per i creditori della società⁹⁴.

⁸⁹ Ovvero la nuova disciplina riguardante la regolamentazione delle borse valori europee e l'ammissione e quotazione presso le stesse: a riguardo si confronti il preciso tenore del primo co. dell'art. 81, che prevede che «L'impresa deve informare il pubblico quanto prima dei fatti nuovi importanti che si sono verificati nella sua sfera di attività che non sono di dominio pubblico, ma che possono incidere in modo significativo sulla sua capacità di far fronte ai propri impegni».

⁹⁰ *Ex art. 104* del Reg. Emittenti.

⁹¹ *Ex art. 68* del Reg. Emittenti. La mera possibilità concessa dalla disciplina potrebbe essere trasformata a richiesta dei creditori in un obbligo contrattuale attraverso l'adozione del *covenant*.

⁹² *Ex art. 71* del Reg. Emittenti.

⁹³ *Ex art. 71-bis* del Reg. Emittenti.

⁹⁴ Come lo stesso legislatore ammette indirettamente nella definizione contenuta nell'art. 71-*bis* del Reg. Emittenti, ovvero: «... concluse anche per il tramite di società controllate, che per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salva-

Anche l'ambito dell'informazione periodica obbligatoria subisce un ridimensionamento nell'ipotesi che l'emittente non abbia azioni quotate nei mercati borsistici o negli altri mercati regolamentati⁹⁵: in particolare non è previsto che la società sia tenuta alla redazione della relazioni semestrali e trimestrali⁹⁶. In tutte queste ipotesi l'adozione di un *covenant* suppletivo attraverso il quale imporre un più intenso obbligo per la società, sembra rappresentare una soluzione efficace alla mancanza di una adeguata previsione legislativa, colmando l'assenza di un flusso di dati che riveste una decisa importanza non solo per i soci della emittente, ma anche per i singoli creditori⁹⁷.

A maggior ragione l'inserimento di un obbligo di informazione quale condizione di risoluzione del contratto di credito (o, quantomeno, come si vedrà, di un inasprimento degli obblighi debitori) sembra poter costituire l'unico valido espediente informativo erigibile a difesa dei creditori della società, qualora l'emittente risulti avere solamente titoli diffusi fra il pubblico in maniera rilevante: in questa ipotesi il canale informativo si restringe ulteriormente, garantendo unicamente una ridotta comunicazione delle notizie privilegiate in aggiunta all'informazione periodica garantita dal bilancio *ex artt.* 109 e 110 del Reg. Emittenti. Inoltre non si deve sottovalutare la concreta possibilità che il meccanismo del *covenant* informativo possa trovare una valida applicazione quale contenuto specifico del contratto di emissione dei titoli previsti dall'art. 2346 c.c., sesto co.

Infine, tralasciando l'ambito delle s.p.a., risulta prevedibile come l'adozione di un simile *covenant* troverà un intenso motivo di applicazione anche nell'ambito delle s.r.l., soprattutto se queste rilasceranno titoli di debito in massa, non essendo previsto nei loro confronti alcun obbligo specifico di informazione, neppure periodico.

guardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente».

⁹⁵ Per questi ultimi v. art. 106, terzo co., del Reg. Emittenti.

⁹⁶ *Ex artt.* 81 e 82 del Reg. Emittenti. Un esempio in tal senso si rinviene nelle recenti emissioni scadenti il primo dicembre 2015, effettuate dalla lussemburghese *Wind Acquisition Fin. S.A.*, società veicolo controllata e garantita dalla *Wind Acquisition Fin. S.p.a.* del Gruppo *Wind*.

⁹⁷ In ottemperanza al *Piano d'azione sui servizi finanziari* (P.A.S.F.), il Parlamento Europeo, su proposta della Commissione, ha adottato la Direttiva 2004/109/CE del 15 dicembre 2004, che ridisegna, a decorrere dal 20 gennaio 2007, gli obblighi di informazione finanziaria per gli emittenti strumenti quotati sui mercati regolamentati, imponendo – *ex art.* 5, primo co. – un *report* semestrale anche per gli emittenti di soli titoli di debito (il cui taglio sia inferiore ad € 50.000 *ex art.* 8, co. secondo, soglia sulla quale l'art. 2 della Direttiva 2003/71/CE identifica la figura dell'*investitore qualificato*).

12. Il *default* dell'emittente

Esaminate le possibili sfaccettature delle clausole condizionali occorre passare brevemente in rassegna gli effetti conseguenti all'avverarsi dell'ipotesi sottostante al *covenant*: come già accennato il c.d. *default* dell'emittente non sempre assumerà il valore di una clausola risolutiva espressa, *ex art.* 1456 c.c., o di una condizione risolutiva, *ex art.* 1353 c.c., a seconda che il verificarsi dell'evento derivi dal comportamento della emittente (come, ad esempio, il pagamento effettuato a favore dei soggetti individuati) oppure dipenda da un fatto esterno alla volontà della stessa (ad esempio a seguito dell'abbassamento del *rating*)⁹⁸. Talora l'effetto del rimborso anticipato potrà ottenersi attraverso l'introduzione nel contratto di finanziamento di una opzione di tipo *put*⁹⁹, esercitabile a fronte all'avverarsi della condizione sottostante¹⁰⁰. In questi casi la società si vedrà costretta a restituire anzitempo il capitale raccolto, spesso corrispondendo un premio pari ad almeno il 101% o una frazione superiore del valore nominale del titolo. Tale soglia è normalmente posta al fine di garantire dal rischio di un abuso dei *covenants* legati al comportamento del debitore da parte dello stesso: l'ipotesi potrebbe concretizzarsi nell'eventualità che il merito creditorio dell'emittente risultasse aumentato, al punto tale da giustificare una ristrutturazione del debito. Se il prezzo di mercato dell'obbligazione divenisse superiore al valore nominale, è evidente che la società potrebbe trovare conveniente provocare volontariamente un *default* al fine di rimborsare l'obbligazione «alla pari», evitando di ricomprarla ai superiori costi di mercato.

La soluzione del rimborso anticipato del debito espone tuttavia l'emittente ad un rischio generalizzato di insolvenza: il pagamento potrebbe di fatto mettere in crisi la capacità finanziaria dell'impresa, provocando una ge-

⁹⁸ La valutazione dell'inadempimento, che non sempre gode dell'oggettività del dato economico, risulta spesso demandata nella prassi a definizioni fornite da organismi internazionali: è il caso, ad esempio, delle *Credit Derivatives Definitions* pubblicate dall'International Swap and Derivatives Association (I.S.D.A.). Sul punto, cfr. S.M. Carbone, *Strumenti finanziari, corporate governance e diritto internazionale privato tra disciplina dei mercati finanziari e ordinamenti nazionali*, in «Riv. Soc.», III, p. 462 e 464.

⁹⁹ L'inserzione di una opzione rende l'obbligazione supportata dal *put covenant* uno strumento finanziario derivato ai sensi del co. 3 dell'art. 1 del TUF e del richiamo effettuato alle lett. i) e j) del co. 2 della medesima norma: la differente natura assunta dal titolo di debito restringe la possibile area di interesse ad un pubblico di investitori «evoluti».

¹⁰⁰ L'adozione di un simile meccanismo contrattuale caratterizza frequentemente i *covenants* imponenti un limite al cambiamento di controllo. Un ulteriore esempio è dato dai *poison put covenants*, che prevedono l'obbligo dell'emittente di rimborsare il titolo a richiesta dei creditori in occasione di un *leveraged buy-out*. Sul punto, cfr. E. Moschetta, *cit.*, p. 28.

nerale inadempienza nei confronti di tutti i creditori della stessa¹⁰¹. Al fine di ovviare questo pericolo la prassi finanziaria prevede soventemente che l'avverarsi della condizione possa comportare l'effetto limitato di aumentare il tasso di interesse dell'obbligazione. L'espedito permette, soprattutto a fronte delle deboli posizioni finanziarie degli emittenti *high yield*, di evitare agli stessi il fallimento, salvaguardando al contempo gli interessi dei *bondholders*¹⁰².

In una differente ottica, si deve tuttavia considerare che la garanzia della solvenza imposta ai primi sottoscrittori delle obbligazioni emesse *ultra limitem* da società non quotate *ex artt.* 2412 c.c., secondo co. e 100-bis TUF – al pari di quanto previsto a carico dei primi prenditori dei titoli di debito emessi dalle s.r.l. ai sensi dell'art. 2483 c.c. – potrebbe costituire una valida ragione per l'adozione della tecnica del rimborso anticipato. Gli «avallanti», infatti, soprattutto qualora venissero a ricoprire il ruolo di intermediari professionali investiti contrattualmente della realizzazione dell'operazione di finanziamento attraverso un *private placement* ed il successivo ricollocamento fra il pubblico, potrebbero pretendere dall'emittente, quale imprescindibile condizione operativa, l'introduzione del *covenant* che impone la restituzione almeno per il primo anno di vita del titolo¹⁰³. Tale soluzione non esclude che la società possa prevedere il mantenimento della clausola per la durata residua del prestito obbligazionario prevedendo la meno problematica opzione di un aggravio del tasso di interesse, ottenendo in questo modo un maggior favore da parte degli investitori ed un conseguente minor impegno finanziario: nella pratica l'adozione di questo espedito costituisce la regola ogni qualvolta l'intermediario si trovi a dover assumere la garanzia della completa sottoscrizione dell'emissione.

¹⁰¹ Dal punto di vista finanziario, infatti, «...bankruptcy is not costless, but generally involves an adjudication process which itself consumes a fraction of the remaining value of the assets of the firm. Thus the cost of bankruptcy will be of concern to potential buyers of fixed claims in the firm since their existence will reduce the payoffs to them in the event of bankruptcy»: così M.C. Jensen e W.H. Meckling, cit., p. 49.

¹⁰² Appare chiaro infatti che, seppur supportati da garanzie ipotecarie o da un sovraordinamento del loro credito, soprattutto a fronte anche dei privilegi accordati dalla legge, è forte il pericolo che gli obbligazionisti possano veder soddisfatte solo in minima parte le proprie aspettative.

¹⁰³ Sul potere contrattuale dei *lead managers* di un *private placement*, cfr. S. Kwan e W.T. Carleton, *Financial Contracting and the Choice Between Private Placement and Publicly Offered Bonds*, Federal Reserve Bank of San Francisco, *working paper* n. 20/2004, reperibile al sito *internet* www.ssrn.com, p. 4: «In fact, in a public bond offering, a debt security is sold at a fixed price to the public on a take-it-or-leave-it basis [...] Whereas in private placements, the lender often influences the structure of the debt contract».

Prescindendo dal tenore della obbligazione collegata al verificarsi della condizione, l'esame della prassi finanziaria estera denota una incertezza di fondo, tale da rendere comunque difficoltosa la diffusione dei *covenants* anche all'interno del nostro ordinamento: il punto critico risiede nella creazione di un efficiente meccanismo di controllo sull'effettivo verificarsi della condizione¹⁰⁴, capace all'occorrenza di sostenere una rinegoziazione del debito¹⁰⁵. La massa degli obbligazionisti risulta infatti essere normalmente troppo frammentata ed è per questa ragione che i *covenants* risultano più spesso adottati quando il prestito è rivolto ad un pubblico di investitori professionali¹⁰⁶. Sotto questo aspetto, a differenza di altri ordinamenti, la legislazione nazionale presenta una disciplina basata sul metodo assembleare e su un relativo organo rappresentativo, attraverso il quale la società ha la possibilità di dialogare direttamente con il pubblico dei detentori dei titoli. Seppur previsto espressamente per le sole obbligazioni, per gli strumenti finanziari emessi dalle cooperative *ex art. 2541 c.c.* ed in occasione della creazione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare *ex art. 2447-octies c.c.*, il meccanismo collegiale e l'elezione di un rappresentante comune risultano applicabili, per espressa ammissione del legislatore, anche agli strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società *ex art. 2411 c.c.*, terzo co. Nulla esclude che la medesima architettura normativa possa essere convenzionalmente adottata anche in occasione di una consistente e numerosa emissione dei titoli di debito della s.r.l.¹⁰⁷.

Al pari di quanto evidenziato negli ordinamenti esteri, la struttura rappresentativa prevista dal nostro ordinamento, pur scontando una limitata

¹⁰⁴ «L'efficacia giuridica dei *covenant* nella protezione degli interessi dei finanziatori è assai meno pronunciata rispetto al caso dei *loan covenant*. [...] più spesso si traducono in forme implicite di tutela. Essi rappresentano infatti dei *benchmark* con cui confrontare le performance aziendali e altresì, dei mezzi di segnalazione anticipata di eventuali problemi di insolvenza»: così E. Moschetta, *cit.*, p. 45.

¹⁰⁵ Cfr. Y. Amihud, K. Garbade e M. Kahan, *cit.*, p. 116. Il rischio della rinegoziazione grava ovviamente anche sugli emittenti: «...if interest rates have increased substantially since the bonds were issued, bondholders may refuse to waive a breach of a minimum operative characteristic in order to force redemption to par. Or they may demand compensation for agreeing to a covenant amendment that far exceeds the uncompensated cost of the amendment».

¹⁰⁶ Il Reg. Emittenti, agli artt. 84 e 111, prevede comunque che le società dotate di strumenti finanziari, anche se solo diffusi fra il pubblico in maniera rilevante, forniscano al pubblico le informazioni necessarie affinché i possessori dei titoli possano esercitare i propri diritti, imponendo la pubblicazione *in tempo utile* di un avviso in lingua italiana su almeno un quotidiano a diffusione nazionale.

¹⁰⁷ Sul problema di una applicabilità della disciplina anche agli strumenti di cui al sesto co. dell'art. 2346 c.c., cfr. F. Corsi, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in «Giur. comm.», 2003, IV, 418 s.; A. Pisani Massamormile, *cit.*, p. 1286 s.; F. Fimmanò, *cit.*, p. 101 e 108.

capacità d'indagine, appare evidentemente più adatta a svolgere una attività di monitoraggio del rispetto della condizione posta, piuttosto che a giocare un ruolo attivo nella difesa degli interessi dei *bondholders*: il rappresentante comune degli obbligazionisti (all'indomani della riforma anche una persona giuridica autorizzata all'esercizio di servizi di investimento o una società fiduciaria)¹⁰⁸ è infatti abilitato solamente a consultare il libro delle adunanze e delle delibere delle assemblee, rimanendo escluso dalla conoscenza diretta degli atti della gestione delle società¹⁰⁹.

Ad escludere un ruolo attivo nella eventuale rinegoziazione del debito (qualora non attuato attraverso il riacquisto dei titoli esistenti e la contestuale emissione di nuovi in una eventuale ristrutturazione voluta del debito) sono soprattutto gli intervalli temporali dettati dal metodo decisionale collegiale che rischiano di rivelarsi non sempre compatibili con il pericolo di un *default* dell'emittente. Il dato appare evidente confrontando gli artt. 2415, 2447-*octies* e 2541 c.c., dedicati rispettivamente ai compiti delle assemblee formate dagli obbligazionisti, dai possessori degli strumenti finanziari partecipativi ad uno specifico affare e dai titolari degli strumenti privi del diritto di voto emessi dalle cooperative: in tutti i casi sono infatti previste le maggioranze qualificate della assemblea straordinaria. La difficoltà ed i meccanismi previsti per il raggiungimento di un *quorum* deliberativo¹¹⁰ rendono difatti prevedibile che il raggiungimento di una posizione comune circa le modificazioni delle condizioni del prestito non sia ottenibile nei tempi brevi che possono essere richiesti a fronte di una rinegoziazione del debito, resasi necessaria a seguito di un peggioramento, normalmente repentino, della situazione finanziaria dell'emittente.

Al fine di ovviare a tale *impasse*, potrebbe essere accolta anche nell'ambito del nostro mercato finanziario la proposta avanzata oltreoceano di sostituire contrattualmente la disciplina legale con un meccanismo di rappresentanza incentrata sullo strumento fiduciario, che possa godere pertanto di una maggior autonomia operativa, pur rimanendo fedele ai vincoli del *pactum*

¹⁰⁸ Sul problema dei costi di monitoraggio, in relazione alla misurazione dei valori degli *assets* legati all'eventuale *covenant*, cfr. E. Moschetta, cit., p. 23 e 29. Più in generale, sul problema dei costi connessi all'uso di tale clausole, cfr. M.C. Jensen e W.H. Meckling, cit., p. 46: «The bondholders will have incentives to engage in the writing of such covenants and in monitoring the actions of the manager to the point where the "nominal" marginal cost to them of such activities is just equal to the marginal benefits they perceive from engaging in them».

¹⁰⁹ L'art. 2422 c.c. non prevede un parallelo diritto per il rappresentante comune dei possessori degli strumenti finanziari emessi in occasione della creazione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare, potendo questi accedere esclusivamente al relativo libro indicato dall'art. 2447-*sexies* c.c.

¹¹⁰ Sul problema di un comportamento non razionale degli investitori – soprattutto se non professionali – cfr. R. Rordorf, cit., p. 780.

cum amico stipulato con i titolari. Tale procedimento, adottato al momento dell'emissione attraverso la costituzione di una apposita società veicolo, potrebbe in particolare essere utilizzato a fronte di una emissione di massa degli strumenti di cui al sesto co. dell'art. 2346 c.c. oppure degli strumenti di debito della s.r.l., evidentemente non potendosi escludere *tout court* l'applicazione delle norme specificatamente dettate dal codice civile per gli altri titoli di debito, dato il carattere imperativo di alcune di esse. In entrambi i casi la mancanza di una disciplina specifica e l'assenza di una applicabilità diretta dell'art. 2411 c.c. – a fronte della non partecipatività degli strumenti al rischio d'impresa – potrebbe giustificare pienamente l'adozione di questa innovativa soluzione finanziaria¹¹¹.

¹¹¹ Cfr. Y. Amihud, K. Garbade e M. Kahan, cit., p. 114 ss. L'idea avanzata dagli AA. è quella di costituire la figura del *supertrustee* attraverso il quale emulare «...the behavior of a solitary creditor on private loan – such as a bank – in obtaining information about a borrower and assessing covenant compliance, in renegotiating the terms of the indenture, and in deciding what action to take following breach of covenant». A differenza dell'istituto statunitense delineato dal *Trust Indenture Act* del 1939, la figura del *supertrustee* è slegata dal consenso unanime dei *bondholders* (ex *section 316/b*) e può agire indipendentemente al pari dei *trustees* inglese, che tuttavia possono compiere solamente «...modifications to indentures that (in opinion of the trustee) are not materially prejudicial to the interests of bondholders». Al contrario, secondo gli AA., il vincolo fiduciario creato da tale figura dovrebbe essere slegato da un qualsiasi rapporto con la maggioranza degli obbligazionisti, potendo operare in piena libertà di giudizio seguendo la *business judgement rule* (al contrario della *prudent man rule* dettata dalla *Section 315/c* del *Trust Indenture Act* del 1939). La *vis fidelitatis* nei confronti degli obbligazionisti risiederebbe nella conservazione della fiducia del pubblico dei creditori, al pari delle agenzie di *rating*: in comune con queste ultime la figura del *supertrustee* manterrebbe a carico dell'emittente il conferimento del mandato iniziale e la corresponsione di un compenso. Sul punto, cfr. E. Moschetta, cit., p. 30.