

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TORINO
DIPARTIMENTO DI MANAGEMENT
SEZIONE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

Giovanni Barbara

COVENANTS E
“FATTISPECIE AGGREGATIVE”
CONTRIBUTO ALLA TEORIA DEL CONTROLLO
E DEL COLLEGAMENTO “ESTERNI”



G. Giappichelli Editore – Torino

CAPITOLO PRIMO

PREMESSE SISTEMATICHE E OBIETTIVI DELLA RICERCA

SOMMARIO: 1. Oggetto e scopi della ricerca. – 1.1. I *covenants* come pattuizioni accessorie di contratti di finanziamento in funzione (generica) di “garanzia” (*lato sensu*) del credito. – 1.2. I molteplici profili di “rilevanza giuridica” dei *covenants* ed il prevalente interesse fin qui manifestato, quanto agli aspetti di diritto societario, per i profili di responsabilità conseguenti a un illecito esercizio dei poteri di ingerenza nel governo. – 1.3. Necessità di un ampliamento della prospettiva: utilità di un’indagine incentrata anche sui profili di disciplina *ex ante* e di una qualificazione dei *covenants* nel contesto di nozioni “prognostiche” dettate al servizio di discipline di “prevenzione” e/o di portata “organizzativa” (“*Organisationsrecht*”) e non solo con funzione di “tutela” (“*Schutzrecht*”): analisi dei *covenants* quali possibili presupposti di fattispecie di “influenza qualificata” o *lato sensu* “aggregative”. – 1.4. Gli scopi della ricerca; utilità e maggiore complessità di una stima ricostruttiva e qualificatoria riguardo a fattispecie che presuppongono valutazioni prognostiche *ex ante*. Utilità di un’analisi comparata con il sistema tedesco e con la dottrina tedesca sui rapporti tra *covenants* e gruppo (non solo di diritto, ma anche) di fatto (“*faktischer Konzern*”). – 2. Alcune premesse sistematiche in tema di fattispecie *lato sensu* “aggregative”: relatività dei concetti, valenza funzionale delle nozioni ed ermeneutica orientata al problema. – 2.1. “Fattispecie aggregative” e loro declinazioni: dalla tradizionale tripartizione tra gruppo, controllo e collegamento a possibili ulteriori “riclassificazioni”, come quella basata sulla presenza o meno di un soggetto economico unitario o, in caso negativo, sulla presenza o meno di forme di concertazione e/o sulla gradazione dell’influenza esercitabile dal soggetto “esterno”. – 2.2. Carattere “relazionale” della nozione di “controllo”. – 2.3. (*Segue*) ... e della stessa nozione di “gruppo”. – 2.4. Le gradazioni dell’influenza per oggetto, intensità, estensione, dimensione temporale, caratteri di potenzialità o di effettività, rilevanza interna o anche esterna, strumenti di esercizio, natura dei soggetti (attivi e passivi), imputazione (individuale o plurima), estensione dell’area (sul piano verticale e collaterale), tecnica normativa. – 2.5. Il controllo esterno come fattispecie a geometria variabile in un plurimo senso: (*i*) per la sua non costante rilevanza (diversamente dal controllo interno) nel contesto delle diverse nozioni e/o fattispecie di controllo; (*ii*) per la sua non costante estensione pur nel contesto di singole nozioni e/o fattispecie nelle quali il controllo contrattuale assume uno specifico rilievo; (*iii*) per la elasticità (sul piano degli esiti interpretativi/ricostruttivi) della fattispecie pur all’interno della medesima area concettuale/tipologica. – 3. I *covenants* come *genus* comprensivo di una fenomenologia negoziale a contenuto variegato e “aperto”, le cui manifestazioni comprendono anche (ma non solo) clausole attributive di poteri di ingerenza/influenza sul governo della società e/o sull’esercizio dell’impresa, ma di portata così variegata da non essere sempre ed automaticamente riconducibili a una sola delle categorie concettuali/ti-

pologiche e/o delle diverse (sub-)fattispecie *lato sensu* “aggregative”. – 3.1. Necessità di una classificazione dei *covenants* con funzione non meramente descrittiva, ma strumentale alla più corretta collocazione delle singole clausole nelle diverse categorie e/o sub-fattispecie. – 3.2. (A) *Covenants* (tendenzialmente) privi di incidenza sul governo. Loro possibile rilevanza indiretta sulla conformazione di obblighi e doveri (buona fede e correttezza, “doveri di protezione”, responsabilità connesse alla gestione di situazioni di crisi) cui devono essere informati i poteri di ingerenza del finanziatore. – 3.2.1. (A-1) *Covenants* a contenuto meramente informativo (strumentali all’esercizio di poteri di influenza sul governo o con funzione e rilevanza differenti); ricaduta indiretta sulla conformazione dei doveri generali cui il finanziatore è tenuto ad informare l’esercizio dei poteri di ingerenza contemplati nei *covenants* a più diretta incidenza gestionale. – 3.2.2. (A-2) *Covenants* recanti obblighi di “*compliance*” rispetto a norme di legge. – 3.2.3. (A-3) *Covenants* recanti l’imposizione di obblighi ulteriori rispetto a quelli derivanti dalle norme di legge applicabili. – 3.2.4. (A-4) *Negative pledge* e *pari passu*. – 3.3. (B) *Covenants* con incidenza (talora anche forte) sul governo, ma a contenuto (positivo o negativo) predeterminato. – 3.3.1. (B-1) I c.d. *maintenance covenants* e le diverse sotto-categorie (tra gli altri: i *preservation of existence covenants*). – 3.3.2. (B-2) I c.d. *financial covenants* e le diverse sotto-categorie (tra gli altri: i *dividend restrictions covenants*). – 3.4. (C) *Covenants* la cui incidenza sul governo si realizza per il tramite di poteri di ingerenza attribuiti al finanziatore e rimessi al suo esercizio. – 3.4.1. (C-1) *Covenants* recanti previsioni esplicite in ordine a poteri a contenuto impositivo/conformativo (positivo) o a contenuto autorizzatorio/interdittivo (negativo). – 3.4.2. (C-2) Rilettura in chiave sostanzialistica, e conseguente “riqualificazione”, di (potenzialmente) tutti i *covenants* (*affirmative/negative*) a contenuto predeterminato come *covenants* implicitamente (ma sostanzialmente) recanti anche poteri di ingerenza a contenuto autorizzatorio (negativo). – 3.4.3. (C-3) Possibilità (ma solo in casi estremi) di una riqualificazione in termini di poteri di ingerenza a contenuto conformativo (positivo). “*Trigger events*” che innescano poteri di revoca o di risoluzione anticipata e/o poteri *lato sensu* di rinegoziazione e loro portata sostanziale quali ulteriori clausole (di fatto) attributive di poteri di conformazione (anche a contenuto positivo) esercitabili in pendenza del rapporto. – 4. Sintesi e prime conclusioni utili per lo sviluppo dell’indagine successiva. – 4.1. Fattori rilevanti ai fini della costruzione progressiva di una “matrice” frutto della intersezione delle superiori classificazioni (delle “fattispecie aggregative”, da un lato, e dei *covenants*, dall’altro). – 4.2. *Covenants* con incidenza sul governo e fattispecie aggregative. – 4.3. Anticipazione di parte delle future conclusioni.

1. Oggetto e scopi della ricerca

1.1. I covenants come pattuizioni accessorie di contratti di finanziamento in funzione (generica) di “garanzia” (lato sensu) del credito

Sul piano strettamente letterale, “*covenant*” è sinonimo di *pact*, *agreement*, *arrangement* e come tale avrebbe quindi il significato del tutto generico di patto, accordo, intesa⁽¹⁾.

(1) Per una analoga osservazione, nella dottrina tedesca, v. M.W. FETTES, *Zur Verwen-*

Ma nel linguaggio della contrattualistica bancaria e finanziaria internazionale la parola è da tempo utilizzata con un'accezione assai più specifica, che si è andata così consolidando da imporsi definitivamente anche nel lessico giuridico, dove ha acquisito un significato convenzionale universalmente condiviso e, conseguentemente, dotato di una propria specifica valenza "tecnica" e "concettuale".

Stando a tale più puntuale accezione, per *covenants* si intendono clausole inserite in contratti di finanziamento (normalmente a medio-lungo termine e normalmente relativi ad imprese di dimensione medio-grande e per operazioni di una certa dimensione e rilevanza⁽²⁾) e con le quali vengono stabiliti

dung von Covenants gegenüber Kapitalgesellschaften, Berlin, 2014, p. 28 s., il quale fa notare come, alla lettera, "covenant" indichi «*Nebenvereinbarung, förmliches Versprechen, Vertrag*» (accordo collaterale, promessa formale, contratto), ma nella terminologia giuridica si intenda invece un accordo con cui le parti si impegnano reciprocamente a tenere determinate attività o ad astenersene e, ancor più nello specifico, si intendano dei "Nebenabreden in Kreditverträgen", ovvero sia di clausole poste accanto a quelle usuali recanti termini, interessi e garanzie e contenenti previsioni su informazioni e comportamenti che il debitore si impegna a fornire o a tenere nella conduzione della sua impresa, con attribuzione al creditore di corrispondenti diritti in caso di violazione; M. KÄSTLE, *Rechtsfragen der Verwendung von Covenants in Kreditverträgen*, Berlin, 2003, p. 27, che del pari osserva come dal significato generico la locuzione abbia poi acquisito un significato tecnico più specifico in esito alla convenzione linguistica diffusasi nella prassi dei paesi di *common law*.

(²) G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 610, osserva come siano «tipicamente le grandi imprese ad avere strumenti di rilevazione e controllo tali da assicurare il rispetto o il monitoraggio degli impegni assunti con i *covenants*; o, se si preferisce, il rispetto degli impegni assunti con i *covenants* presuppone un apparato organizzativo e contabile articolato e oneroso che solo le grandi imprese possono sostenere; ciò giustifica l'affermazione della dottrina aziendalistica secondo la quale l'adozione dei *covenants* implichi una traslazione dei costi di monitoraggio del credito dalla banca finanziatrice all'impresa finanziata che da soggetto passivo di controlli diventa soggetto attivo e collaboratore, da un lato nell'attivare flussi di informazione di cui è beneficiaria la banca, dall'altro nel conformare il proprio agire imprenditoriale a determinati parametri finanziari». V. anche P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, p. 19, là dove osserva che i costi di amministrazione di un contratto assistito da *covenants* sono elevati «normalmente sostenibili, considerato che tali clausole vengono utilizzate nell'ambito di finanziamenti ad imprese di notevoli dimensioni».

Come osserva A.D. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Nuovo dir. soc.*, 2011, 8, p. 14 ss. (e in www.orizzontideldirittocommerciale.it, p. 1 ss., da cui si citerà), quello della *lender governance* è altresì fenomeno stabile e continuo, non più limitato ai casi di trasferimento del controllo sull'impresa in occasione della sua insolvenza o dell'ingresso in uno stato di crisi finanziaria, ma riscontrabile «a prescindere dall'ingresso nello stato di insolvenza o dalla predisposizione di un piano di salvataggio della società in crisi ad opera di una o più banche» e nei quali, come registrato dalla dottrina nordamericana [il riferimento è a F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in 57 *UCLA L. Rev.* (2009) e a D.G. BAIRD-R.K. RAS-

obblighi e regole di comportamento (a contenuto positivo o negativo) che la società finanziata e per essa i suoi organi sociali e, talora, gli stessi soci si impegnano ad osservare nel corso della vita del finanziamento. Obblighi e regole che possono, qui ancora in sede di primissima approssimazione, essere distinti avendo riguardo: (i) alla messa a disposizione del finanziatore di determinate informazioni, con scadenze, contenuti e forme predeterminati (“*covenants* informativi”); (ii) al rispetto di determinati parametri di tipo finanziario e/o *lato sensu* gestionale (“*covenants* finanziari o gestionali”), (iii) all’adozione di determinate decisioni/deliberazioni e/o di determinati comportamenti (obblighi di *facere*, a contenuto positivo: “*affirmative covenants*”) e/o all’astensione dall’adozione di determinate decisioni/deliberazioni e/o di determinati comportamenti (obblighi di *non facere* o di *pati*, a contenuto negativo: “*negative covenants*”), secondo uno schema articolato in (iii-1) obblighi (positivi e negativi) già di oggetto e contenuto predeterminati (o determinabili sulla scorta di criteri e parametri già predeterminati) e destinati ad operare fin da subito e in modo costante e permanente e/o (iii-2) obblighi (positivi e negativi) del pari ad oggetto e contenuto predeterminati o determinabili in base a criteri e parametri già predeterminati, ma destinati ad operare solo al verificarsi di determinate condizioni (“*trigger events*”, normalmente, ma non necessariamente, coincidenti con i c.d. “eventi di *default*”) e/o ancora (iii-3) obblighi (positivi e negativi) dall’oggetto e dal contenuto non predeterminati, ma rimessi alle indicazioni che lo stesso finanziatore avrà il potere di fornire nel corso della vita del rapporto, in qualunque momento lo reputi opportuno o, più frequentemente, al verificarsi di determinati c.d. “*trigger events*”.

La funzione che il finanziatore affida a tali pattuizioni è quella di “rafforzamento” delle proprie *chance* di riscossione degli interessi e di rimborso del capitale: e in questo senso è affermazione diffusa che il fondamento causale di tali pattuizioni sia ravvisabile in una funzione (generica) di “garanzia”⁽³⁾

MUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in 154 *U. Penn. L. Rev.* (2006), p. 1209 ss.], i condizionamenti esercitati dai finanziatori nel corso della ordinaria gestione dell’impresa hanno assunto carattere del tutto fisiologico e non episdico.

(³) I *covenants* hanno, dunque, “funzione di garanzia”, ma in un senso ampio e generico, diverso da quello proprie delle tipiche garanzie reali o personali. Qui non vengono costituiti diritti di prelazione su determinati beni, né si aggiunge la responsabilità di un soggetto terzo, il garante, rispetto a quella del debitore principale: la funzione di garanzia è, piuttosto, ravvisata nella circostanza che al debitore, attraverso i *covenants*, viene preclusa la possibilità di indirizzare la propria attività, assumere comportamenti e prendere decisioni che potrebbero pregiudicare la posizione del creditore garantito sotto il profilo della probabilità di soddisfazione delle proprie pretese creditorie per il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale alla scadenza. In tal senso essi vengono qualificati, anche in seno alla letteratura civilisti-

e, laddove gli impegni coinvolgono anche i soci della società finanziata, di garanzia (oltre che generica, altresì) “collaterale”.

Esse, tuttavia, presentano una connotazione più complessa, che si coglie nella interrelazione con le dinamiche di esercizio del governo societario e di gestione dell’impresa societaria, che ne risultano ampiamente condizionate e limitate in uno con l’attribuzione al finanziatore di poteri di vera e propria ingerenza e che, a loro volta, a seconda della conformazione (predeterminazione *ex ante* o possibilità di esercizio continuato, stabilità e condizioni di esercizio dei poteri, estensione e intensità dell’ingerenza), possono dare luogo a fenomeni di “influenza” variamente qualificabili.

ca, come “garanzie atipiche del credito”, originali strumenti di governo del rischio, che sostituiscono l’utilizzazione delle “classiche” garanzie del credito: così G. PIEPOLI, *Profili civili dei covenants*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 498 ss., a p. 501 (e già ID., *Le garanzie negative*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, p. 405 ss.); P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, cit., p. 57; M. DI RIENZO, *I covenants finanziari e la valutazione del merito creditizio delle imprese*, in ID., *Concessione del credito e tutela degli investimenti. Regole e principi in tema di responsabilità*, Torino, 2013, p. 48, là dove osserva come, a fronte della funzione da essi perseguite, «a tali pattuizioni viene riconosciuta una natura di “garanzie preventive” del credito, a condizione però che si precisi che diversamente dalle garanzie classiche del credito, per lo più idonee a diminuire la percentuale di perdita in caso di insolvenza, i *covenants* consentono più che altro una riduzione della “stima” della esposizione, non essendo in grado di operare come strumenti di etero-reintegrazione della garanzia patrimoniale eventualmente lesa da comportamenti non conformi alle attese tenute dal finanziato»; M. KÄSTLE, *op. cit.*, p. 37 ss., ove la qualificazione dei «*Covenants als Alternative zu herkömmlichen Kreditsicherheiten*»; e, tra gli altri, L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, p. 82 ss., nonché *ivi*, p. 83, là dove l’Autrice distingue, in relazione al (sub-)obiettivo cui la singola clausola sarebbe funzionale, tra clausole volte (i) al mantenimento del grado di priorità del credito rispetto ai creditori successivi, (ii) alla conservazione della solvibilità della società, attraverso la salvaguardia del patrimonio sociale, (iii) alla continuità dell’identità della società debitrice; A.D. SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all’impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, in AA.VV., *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, a cura di I. Demuro, Torino, 2010, p. 85 ss.; ID., *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, cit., p. 6.

V. ancora, in un contesto del tutto pacifico, per la dottrina tedesca, la stessa M. KÄSTLE, *op. cit.*, p. 28 ss., dove la segnalazione della comune e generale funzione dei *covenants* come pattuizioni contrattuali volte al contenimento del rischio di inadempimento («*vertragliche Regelungen zur Verminderung des Ausfallrisikos*»), che a sua volta si articola nelle sfumature del rischio di selezione del prestatario (“*Auswahlrisiko*”: *ivi*, p. 29 s.), del rischio di insolvenza o di strategie dannose da parte del debitore (“*Insolvenzrisiko und gläubigerschädigende Strategien*”: *ivi*, p. 30 ss.), del rischio di un ritardo nelle misure di risanamento (“*Risiko einer verspäteten Sanierung*”: *ivi*, p. 32) e del rischio di una possibile azione collettiva da parte degli altri creditori del debitore insolvente (“*Kollektivhandlungsrisiko*”: *ivi*, p. 33): tutti rischi rispetto ai quali i *covenants* svolgerebbero un ruolo di tutela in via preventiva (“*Covenants als Mittel zur präventiven Risikobeschränkung*”: *ivi*, p. 33 ss.).

1.2. I molteplici profili di "rilevanza giuridica" dei covenants ed il prevalente interesse fin qui manifestato, quanto agli aspetti di diritto societario, per i profili di responsabilità conseguenti a un illecito esercizio dei poteri di ingerenza nel governo

La diffusione di tali clausole soprattutto nelle operazioni finanziarie più rilevanti e complesse è tale⁽⁴⁾ per cui la stessa dottrina giuridica non ha mancato di dedicare allo studio del fenomeno un'analisi sempre più articolata e raffinata. Agli scritti iniziali, rivolti principalmente a una ricognizione della fenomenologia negoziale mediante la raccolta e la classificazione delle sue principali e più ricorrenti manifestazioni, si sono via via avvicendati contributi di più profonda ricostruzione sistematica.

Le direttrici lungo le quali la dottrina si è mossa a tale riguardo sono state le più varie, con un comune denominatore costituito dal tentativo di riconduzione di un fenomeno nato come espressione di autonomia negoziale atipica all'interno delle caselle normative/sistematiche note, con l'obiettivo di ricavarne la disciplina applicabile e, dunque, di costruirne uno "statuto normativo" complessivo.

La "rilevanza giuridica" dei *covenants*, difatti, può manifestarsi sotto diversi aspetti e questo spiega le molteplici sfaccettature con le quali l'analisi giuridica è stata fin qui condotta. Un'analisi nella quale campeggiano, come è naturale, i profili di rilevanza "negoziale", con al centro la segnalazione della già menzionata funzione accessoria e di "garanzia generica" che tali pattuizioni svolgono rispetto al contratto di finanziamento, in una prospettiva che la dottrina civilistica ha privilegiato anche con riguardo alle valutazioni con cui viene condotta la verifica della meritevolezza degli interessi perseguiti ai fini del riconoscimento della validità del negozio ai sensi dell'art. 1322, comma 2, c.c.⁽⁵⁾.

⁽⁴⁾ Cfr., tra gli altri, i dati riportati da M.W. FETTES, *op. cit.*, p. 30 s., là dove osserva che, stando a una serie di dati ufficiali e di studi sul tema (l'opera è del 2014), oltre l'80-85% dei contratti di finanziamento conterrebbero *covenants* e sarebbero sempre meno quelli che ne risultano privi (*ivi*, p. 30 s.); M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013, p. 25 s. (con dati riferiti al mercato statunitense), nonché *ivi*, p. 46 ss., per considerazioni sulla diffusione in Italia. Analogamente L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., p. 75, là dove l'Autrice osserva come si sia col tempo imposta la rilevanza dei *covenants* quale strumento "paradigmatico" di tutela contrattuale dei creditori, originariamente nei contratti relativi ai prestiti internazionali, per poi diffondersi progressivamente anche negli ordinamenti basati sul sistema del "capitale sociale", rispetto al quale la tutela contrattuale è talora vista quale possibile alternativa (S. HEINRICH, *Covenants als Alternative zum institutionellem Gläubigerschutz. Eine rechtsvergleichende und ökonomische Analyse*, Berlin, 2009), talaltra come efficace strumento integrativo e complementare (cfr., per i necessari riferimenti, L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., anche a p. 17 ss.).

⁽⁵⁾ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., spec. p. 507 ss. Ma v. poi, con accen-tuazione dei profili di ordine "societario", la dottrina citata *infra*, alla nota 8.

In un ordine di idee del pari informato alla ricerca dei profili di meritevolezza del fenomeno, sono peraltro in netta prevalenza, nella letteratura tanto nazionale quanto internazionale, i contributi in chiave di “analisi economica del diritto”, nei quali vengono affrontati gli interrogativi (più generali) circa i benefici e i pericoli della c.d. “*lender* (o *debt*) *governance*” e quelli (di maggior dettaglio) relativi alle ricadute dei *covenants* sulle dinamiche e gli interessi sottesi ai sistemi di regolamentazione del governo societario⁽⁶⁾.

Gli aspetti di “rilevanza societaria” dei *covenants* sono essi stessi, per vero, pluriformi. E non è certo un caso che è proprio in questa specifica prospettiva che essi abbiano formato oggetto degli studi più articolati⁽⁷⁾.

I rapporti tra prerogative attribuite al finanziatore e governo della società finanziata sono stati quindi posti al centro di un dibattito nel quale il tema dell’attribuzione di prerogative recanti poteri di ingerenza/influenza nel governo della società e nella gestione dell’impresa è stato valutato anche e soprattutto: (i) sotto il profilo della compatibilità con principi e regole fondamentali del sistema societario (in generale) e dei singoli “tipi” (in particolare)⁽⁸⁾; (ii) nonché

⁽⁶⁾Cfr. fin da ora, oltre agli Autori che saranno citati nel corso dell’esposizione (soprattutto *infra*, al Capitolo III, par. 6), nonché anche per ulteriori richiami, M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, cit., p. 59 ss.; S. HEINRICH, *op. cit.*, p. 210 ss. e p. 241 ss.; cui *adde* le ampie e più aggiornate citazioni di L. MIOTTO, *Il controllo creditore difensivo*, Torino, 2017, pp. 1-13.

⁽⁷⁾Per limitare, al momento, i riferimenti ai soli studi monografici e alla sola letteratura italiana, cfr. P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, cit.; L. MIOTTO, *Il controllo creditore difensivo*, cit.; M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, cit.; L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit.

⁽⁸⁾Non è casuale il fatto che la dottrina abbia spesso inquadrato il tema dei *covenants* nel contesto del più ampio *genus* di ipotesi nelle quali poteri di influenza sulla gestione possono essere attribuiti a terzi investitori/finanziatori, come quelli che possono essere riservati, sotto forma di “diritti amministrativi”, ai possessori di strumenti finanziari partecipativi ai sensi e per gli effetti di cui all’art. 2346, ult. comma, c.c. La differenza con i *covenants* è invero ravvisata anche e soprattutto nella potenziale rilevanza “endosocietaria” (se si vuole, corporativa o organizzativa), che distinguerebbe gli stessi poteri da quelli, ancorché potenzialmente omogenei per contenuto, attribuibili mediante contratto di finanziamento assistito da *covenants* (L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., p. 157 s.). Ma è significativa la precisazione per la quale, pur in assenza di una rilevanza endo-organizzativa e pur a fronte di una matrice meramente obbligatoria (così ancora L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., p. 160), resterebbe fermo il fatto che i *covenants* non esaurirebbero la loro valenza nell’imposizione di obblighi meramente contrattuali alla società debitrice, ma «finiscono per incidere sull’assetto di competenze, di poteri e di conseguenti responsabilità all’interno della medesima» (L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., p. 161).

Sul punto v. successivamente una ancor più approfondita e completa analisi in L. MIOTTO, *op. cit.*, spec. p. 13 ss. e p. 137 ss., su cui v. *infra*, al Capitolo II, par. 2.5.1.

Per una approfondita disamina, distinguendo profili di diritto dei contratti e profili di

con riguardo al profilo della ricognizione della “competenza” all’adozione della decisione/deliberazione destinata a precedere la (valida ed efficace) assunzione dei relativi impegni, avendo riguardo a schemi ed assetti (legali e statutari) di allocazione/distribuzione di poteri e diritti endosocietari (a monte rispetto ai poteri di esternazione della volontà sociale e di sottoscrizione dei corrispondenti accordi negoziali) ed avendo riguardo al fatto che gli impegni (positivi e negativi) assunti attraverso molti tra i *covenants* più diffusi hanno un impatto (diretto o indiretto, ma in ogni caso giuridicamente rilevante) su aree funzionali riservate all’organo consiliare apicale collegiale (e non rimesse ai soli organi delegati) o, talora, all’assemblea dei soci (e non già all’organo amministrativo) o, talvolta ancora, ai soci *uti singuli* (ove ne risultino coinvolti “diritti individuali”, intangibili dalla stessa maggioranza assembleare)⁽⁹⁾; (iii) ed ancora, e soprattutto, sotto il profilo della possibile

più stretto diritto societario, v. poi P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, cit., p. 52 ss., cui si rinvia anche per un più completo quadro della dottrina in argomento; L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., p. 161 ss. e p. 164 s. per un raffronto con i sindacati di gestione.

⁽⁹⁾ Il tema è complesso ed esula dai confini del presente lavoro.

È qui allora sufficiente rammentare come, pur non mancando voci in favore della necessaria competenza assembleare allorquando il reperimento di risorse finanziarie, quand’anche sotto forma di capitale di debito, avvenga in forme tali da importare riflessi diretti sugli assetti organizzativi, come nel caso della emissione di strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti amministrativi ai sensi degli artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c. (v. infatti, tra gli altri, per la competenza dell’assemblea ordinaria, G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l’emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 168; e, per la competenza dell’assemblea straordinaria, M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 466, nota 82; L. STANGHELLINI, *Strumenti finanziari partecipativi*, nel *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, tomo II, Milano, 2022, p. 861), si tenda invece generalmente a riconoscere che la competenza in tema di *covenants* sia generalmente dell’organo amministrativo (M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, cit., p. 141 e nota 125, sul rilievo che si tratti comunque di atto gestorio e con l’ulteriore osservazione che lo stesso saranno sindacabile nelle forme e con i limiti della c.d. “*Business Judgement Rule*”; L. PICARDI, *op. cit.*, p. 183 s., testo e nota 72; e già diffusamente *ivi*, p. 54 ss.; M.P. PELUSO, *I covenant nei contratti di finanziamento. Profili introduttivi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, p. 132 s.; G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., p. 505). E ciò principalmente sul rilievo che si tratta di decisioni inerenti al reperimento di risorse finanziarie necessarie allo svolgimento dell’attività d’impresa, come tali da ricondurre, in linea di principio, nel novero degli atti funzionali al perseguimento dell’oggetto sociale.

Non manca, tuttavia, chi (ad esempio la stessa L. PICARDI, *op. cit.*, p. 186 s. e nota 77; P. ABBADESSA-A. MIRONE, *Le competenze dell’assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 315, nota 115) non esclude che possa ipotizzarsi un dovere degli amministratori di interpellare preventivamente i soci prima di accettare *covenants* negativi aventi ad oggetto condizionamenti rispetto a decisioni che sarebbero rimesse alla competenza dell’assemblea. Anche in tal caso, però, la soluzione è accompagnata da una serie di precisazioni, per le quali: (i) un siffatto dovere non discenderebbe dall’applicazione di criteri di riparto di competenze, ma da re-

responsabilità della banca per ipotesi di “illecito” esercizio dei poteri ad essa attribuiti mediante i *covenants* ⁽¹⁰⁾.

gole di condotta ricavabili dalle clausole generali di buona fede e correttezza (L. PICARDI, *op. cit.*, p. 186 s. e nota 77); (ii) non si tratterebbe di una vera e propria autorizzazione o di una sorta di ratifica, ma di un semplice «parere sul compimento di un atto di gestione che rimane di competenza degli amministratori» (L. PICARDI, *op. loc. ult. cit.*); (iii) in ogni caso, l'assemblea rimarrebbe sempre libera di deliberare anche in modo diverso da quanto pattuito con i *covenants* (L. PICARDI, *op. cit.*, p. 192 ss.).

Secondo A.D. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, cit., p. 11 ss., invece, fermo in ogni caso il potere (gestorio e di rappresentanza) degli amministratori per il fatto che si tratterebbe comunque di operazioni volte al reperimento di risorse finanziarie, nell'ambito delle quali essi ben potrebbero «assumere obblighi di non fare “in nome” della stessa, anche relativamente a decisioni che – anteriormente al momento esecutivo, di loro competenza – richiedono la delibera dell'assemblea dei soci», la questione si atterrebbe in modo diverso sotto il profilo delle “competenze interne all'organizzazione”: profilo che non riguarderebbe la validità dell'impegno di fare o di non fare come attualmente contratto dall'organo gestorio, anche perché rimarrebbe ferma la possibilità che, successivamente alla conclusione di un negative covenant, l'organizzazione societaria contraddica se stessa e adotti, nella sede assembleare, una decisione che essa, tramite l'organo amministrativo, si era impegnata a non assumere; e tuttavia, posto che ciò si tradurrebbe in un inadempimento contrattuale, con tutte le conseguenze pregiudizievoli, occorrerebbe «prendere atto della esistenza di un potenziale conflitto di competenze tra organi e muoversi su una direttrice che induca alla soluzione ex ante del conflitto», tale per cui la soluzione più appropriata sarebbe nel senso che, non solo gli amministratori potrebbero di propria iniziativa sottoporre all'approvazione assembleare determinate operazioni, ma che, addirittura, «la sottoposizione all'assemblea di operazioni gestorie che incidano sul valore della partecipazione sociale e sulle prerogative degli azionisti debba essere considerata doverosa e conforme all'obbligo di adempiere all'incarico di amministrare il patrimonio altrui secondo correttezza e buona fede» (*ivi*, p. 14 s.), e che «Oltretutto, rendendosi necessario consentire agli amministratori di impegnare la libertà di espressione dei soci risolvendo in via anticipata un possibile conflitto tra organi, non esiteremo a sostenere che una tale devoluzione dell'approvazione dell'operazione (almeno in parte qua) sia imposta dalla struttura corporativa dell'organizzazione e devoluto alla cognizione all'assemblea direttamente dalla legge, ai sensi dell'art. 2364, n. 5, 1° al., c.c.» (*ivi*, p. 15).

Per l'esame della medesima problematica nella dottrina tedesca cfr. M. KÄSTLE, *op. cit.*, p. 102 ss., dove anche una compiuta analisi delle clausole recanti restrizioni alla distribuzione dei dividendi (*ivi*, p. 103 ss.).

Molto discussa, in dottrina, è anche la questione – in qualche modo connessa, per quanto si esporrà nel corso del lavoro – del soggetto o dell'organo competente a decidere/deliberare la stipulazione di un contratto che possa dar luogo a controllo esterno: sul punto cfr., per tutti, E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 125 ss.

⁽¹⁰⁾ Particolarmente intensa è risultata, difatti, la riflessione dottrina sui *covenants* quali strumenti di esercizio di poteri di “governo” societario (e dunque, nuovamente, nella prospettiva propria della “*debt governance*” o “*lender governance*”), ovvero della influenza del finanziatore (o comunque dei c.d. creditori “forti”, con in testa le banche) nel governo delle società debtrici. Il riferimento è a tutte quelle ipotesi nelle quali i creditori forti siano in qualche modo investiti, mediante strumenti di tipo contrattuale, di poteri di monitoraggio o

Tale terzo profilo si inquadra, per molti aspetti, nel tema più generale delle molteplici possibili ipotesi di responsabilità di una banca: nella c.d. “concessione abusiva del credito”, così come nella condotta tenuta nella gestione del rapporto di finanziamento o, ancora, nella sua anticipata interruzione (o “rottura brutale”) e/o nella riscossione dei pagamenti su interessi e rimborsi e/o nella attribuzione o nell’escussione delle garanzie reali. Tutte ipotesi – sulle quali si tornerà nel corso del lavoro – che, tuttavia, si collocano sul terreno “concorsuale” e/o “negoziale” e che investono il finanziamento come tale, prima e più ancora che le clausole di garanzia generica che lo assistono.

Le più specifiche ipotesi di “responsabilità da *covenants*” (*rectius*, di responsabilità per abusivo o illecito esercizio dei poteri di ingerenza/influenza attribuiti con i *covenants*) trovano, invece, una più puntuale allocazione nel diritto societario, con al centro la disciplina sulle responsabilità conseguenti all’illecito esercizio di un’attività di direzione e coordinamento (art. 2497, comma 1, c.c.) e alle ipotesi, affini e collaterali, della responsabilità di chi «abbia preso parte al fatto lesivo» o ne abbia «consapevolmente tratto beneficio» (art. 2497, comma 2, c.c.); o, più in generale, alle fattispecie di corre-

finanche di ingerenza nella conduzione delle società debentrici, al punto tale che ne risulti una corrispondente limitazione della discrezionalità degli amministratori nello svolgimento ordinario dell’attività d’impresa (L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., p. 5; A.D. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, cit., p. 1 ss.) o – si potrebbe aggiungere – una qualche forma di condizionamento o di influenza sull’esercizio ordinario della propria discrezionalità gestoria. A tale riguardo, si è posta, in particolare, la questione della elaborazione di proposte ricostruttive in grado di rispondere in modo adeguato anche ai possibili abusi che possono verificarsi nell’esercizio di siffatti poteri di (partecipazione al e/o di influenza sul) governo della società (L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., p. 10).

In argomento v. più dettagliatamente (anche per più completi riferimenti dottrinari) *infra*, al Capitolo III, par. 2.2 e fin da ora, accanto alla dottrina citata nella nota precedente, nuovamente P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, cit., spec. p. 165 ss., dove gli abusi e gli illeciti eventualmente posti in essere in punto di esercizio del “controllo societario da credito” vengono analizzati con articolato riguardo ai diversi profili di disciplina, da quelli della eterogestione pura a quelli più tradizionali della “concessione abusiva” o, rispettivamente, della “rottura brutale” del credito; L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., p. 3; E. CODAZZI, *L’ingerenza nella gestione delle società di capitali: tra “atti” e “attività”*. *Profili in tema di responsabilità*, Milano, 2012, p. 14 ss., dove il tema è collocato nel quadro di un esame a tutto tondo delle diverse ipotesi di responsabilità conseguenti a fenomeni di ingerenza esterna nella gestione di una società di capitali; A. VICARI, *I finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, cit., p. 505 ss., del pari nel contesto di un esame congiunto dei diversi “rischi” di responsabilità che le banche corrono nella erogazione del credito, quali le responsabilità da concessione abusiva di credito, da interruzione abusiva del credito, da amministrazione di fatto, da induzione all’inadempimento e da attività di direzione e coordinamento; e diffusamente M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, cit., spec. p. 100 ss. e p. 143 ss. per la “rottura brutale” del credito.

sponsabilità di terzi assieme e in solido con gli organi sociali autori della condotta giudicata illecita e/o quali amministratori di fatto o indiretti⁽¹¹⁾ e/o a al più generale quadro delle responsabilità da “eterogestione” anche al di là del più delimitato ambito della “attività di direzione e coordinamento”⁽¹²⁾.

Ciò ha quindi indotto la dottrina ad approfondire, più di ogni altro, il tema della qualificazione dei *covenants* quali possibili fonti negoziali di un potere di “direzione e coordinamento”, con un taglio (ancorché non esclusivamente, tuttavia principalmente) orientato alla verifica delle possibili ricadute dell’esercizio dei poteri di controllo/orientamento in punto di possibili abusi di un’attività di “direzione e coordinamento”⁽¹³⁾ o in generale di “eterogestione”⁽¹⁴⁾. In tale prospettiva, pertanto, terreno privilegiato di osservazione è stato – come si vedrà diffusamente in appresso – il raffronto tra *covenants* e “contratti di dominio” (o “di dominazione”), in senso tipico o, rispettivamente, in senso allargato ed estensivo.

1.3. *Necessità di un ampliamento della prospettiva: utilità di un’indagine incentrata anche sui profili di disciplina ex ante e di una qualificazione dei covenants nel contesto di nozioni “prognostiche” dettate al servizio di discipline di “prevenzione” e/o di portata “organizzativa” (“Organisationsrecht”) e non solo con funzione di “tutela” (“Schutzrecht”): analisi dei covenants quali possibili presupposti di fattispecie di “influenza qualificata” o lato sensu “aggregative”*

Il contratto di dominazione, tuttavia, è fattispecie estrema e radicale, in cui l’oggetto specifico e la causa stessa del contratto – come si vedrà – sono

⁽¹¹⁾ Su quest’ultimo aspetto v. fin da ora, anche per gli ulteriori riferimenti, L. MIOTTO, *op. cit.*, p. 272 ss.

⁽¹²⁾ Profilo sul quale v. su tutti lo studio monografico di M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, cit., spec. p. 100 ss.

⁽¹³⁾ I riferimenti puntuali ai singoli contributi saranno fatti, di volta in volta, nel corso dell’esposizione. Ma v. anche, nella dottrina tedesca, M. KÄSTLE, *op. cit.*, p. 36 ss., che al centro delle diverse questioni giuridiche sollevate dai *covenants* colloca proprio quella delle responsabilità conseguenti al potere di influenza che essi attribuiscono alla banca finanziatrice, segnalando come un pervasivo potere di influenza del finanziatore su singole decisioni gestionali a fronte della violazione dei *covenants* potrebbe condurre a rischi di responsabilità dello stesso finanziatore («... kann eine weitgehende Einflußnahme des Kreditgebers auf einzelne geschäftliche Entscheidungen nach einer Verletzung von covenants jedoch zu erheblichen Haftungsrisiken des Kreditgebers führe»).

⁽¹⁴⁾ Ancora M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, cit., p. 100 ss.

ravvisabili proprio nell’attribuzione, da parte di una società, di un potere di eterodirezione ad altra società o ente. Ed è piuttosto intuitivo (ma nel corso dell’analisi se ne darà compiuta e doverosa evidenza) come la stessa possibilità di qualificare i *covenants* quali fattispecie negoziali riconducibili o assimilabili al contratto di dominio costituisca ipotesi inesorabilmente relegata a casi essi stessi estremi e radicali e, ancorché non del tutto inesistenti o impossibili, a dir poco marginali.

Rilievi in parte analoghi – come del pari si dirà – possono essere ripetuti anche con riguardo ai presupposti in presenza dei quali sarebbe ravvisabile nel finanziatore una posizione corrispondente a quella di un amministratore di fatto.

Ciononostante, se dalla eterodirezione in senso pieno e completo si allarga l’orizzonte di osservazione a tutti i possibili casi in cui un soggetto giuridico venga investito, anche per via negoziale, di poteri di “ingerenza” nel governo di una società e/o nell’esercizio della sua impresa, ci si avvede che la possibile rilevanza giuridica dei *covenants* in questa particolare prospettiva di analisi è assai più ampia e tutt’altro che meramente estrema, radicale e marginale.

Ed è proprio questa, pertanto, la prospettiva in cui ci si intende muovere. L’obiettivo dello studio è quello di analizzare la rilevanza giuridica dei *covenants* quali pattuizioni potenzialmente idonee a dar vita a fenomeni di collegamento (qui per il momento inteso in senso generico ed atecnico) tra la società finanziata e la banca finanziatrice a loro volta potenzialmente collocabili nel contesto delle diverse fattispecie *lato sensu* “aggregative” di “diritto comune” o di “diritto speciale” o “settoriale”⁽¹⁵⁾.

Le prerogative che con i *covenants* sono abitualmente attribuite alle banche finanziatrici si presentano con diverse possibili gradazioni, con riguardo tanto alla estensione, quanto alla intensità, quanto ancora alle condizioni (anche temporali) di esercizio dei “poteri di ingerenza” che ne discendono. E le stesse “fattispecie aggregative” note al sistema si distinguono tra loro per estensione, intensità e condizioni (anche di stabilità temporale) dei “poteri di influenza” da ciascuna di esse postulati, così distinguendosi fattispecie di “collegamento” (e/o di “influenza notevole” o in altro modo variamente qualificata), fattispecie di “controllo” (a loro volta quanto meno distinguibili tra controllo da “influenza dominante” e controllo da “influenza determi-

⁽¹⁵⁾ Si utilizzerà, di qui innanzi, la locuzione “fattispecie aggregative” come espressione convenzionale per intendere, con locuzione sintetica ed immediata, tutte le diverse ipotesi in cui la legge attribuisce rilevanza giuridica (facendole assurgere quindi a fattispecie) a situazioni nelle quali un soggetto goda di poteri di influenza variamente “qualificata” su una società.

nante”), fattispecie di “gruppo” (per lo più fondate sulla presenza di una “direzione unitaria” o di un’attività di “direzione e coordinamento” o talora anche semplicemente coincidenti col complessivo reticolo delle relazioni di controllo).

Ed anzi, il quadro complessivo è finanche assai più articolato, in quanto ciascuna di tali “fattispecie aggregative” si presenta in termini non assoluti, ma – come in dottrina si usa tradizionalmente affermare – “relazionali”⁽¹⁶⁾. E ciò non solo nel senso che si riscontrano diverse nozioni di collegamento, controllo e gruppo tra loro differenti quanto ai presupposti costitutivi delle fattispecie. Ma anche nel senso che nozioni tra loro pur testualmente identiche o simili possono (e si ritiene che debbano) essere interpretate e rico-

⁽¹⁶⁾E non solo, come si vedrà nei parr. 2.2 e 2.3, le nozioni di controllo e di gruppo, ma persino la nozione di collegamento si atteggia come “nozione di scopo” (o “*Zweckbegriff*”): cfr. D.U. SANTOSUOSSO, *Sul collegamento societario nell’ambito dei poteri di fatto di società su società*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 712 s., il quale, sia pure riferendosi alla disciplina vigente nel 2002, osservava come la fattispecie del collegamento assumesse rilievo nell’ambito di discipline diverse e disparate, osservando come le stesse fossero «sistemi rispondenti a finalità specifiche diverse, ora relative all’informativa contabile (norme codicistiche), ora alla concorrenza nell’editoria (l. n. 416/1981) e nel mercato televisivo pubblico e privato (l. n. 223/1990), ora alla concorrenza nel mercato dell’elettricità e del gas (l. n. 301/2001): non esiste dunque una fattispecie comune e una disciplina unitaria, né è consentito riconoscere una valenza generale ed esclusiva ad alcuna delle singole discipline sul collegamento» (*ivi*, p. 713). Da qui la conclusione secondo cui «In tale ordine di idee la norma contenuta nell’art. 2359, ult. comma, c.c., norma cui i vari interventi legislativi si limitano implicitamente a rinviare o ad apportare integrazioni, non esprime una nozione unica: essa reca invece una nozione generale e ad un tempo elastica, come ormai si usa dire “a geometria variabile”, che spetta all’interprete riempire di contenuto laddove di essa si renda necessaria una applicazione diretta o analogica, ancorché sempre funzionale alle finalità della disciplina speciale» (*ibidem*).

Più di recente, nella stessa linea, E. MARCHISIO, “*Collegamento societario*” e polisemie legislative, in *Riv. dir. priv.*, 2012, p. 91 ss., a p. 93 ss., il quale rileva come, nel sistema, il lemma “collegamento” presenti una pluralità di significati, tra loro profondamente differenti, il cui unico comun denominatore è costituito dalla «esistenza di una relazione tra le società “collegate” ed un conseguente affievolimento dello schermo societario – nel senso che le società tra loro collegate sono, ad alcuni fini, considerate come parte di una integrazione industriale; ad altri fini considerate unitariamente al fine della imputazione di una posizione di mercato; ad altri fini ancora, addirittura, come un’unica iniziativa economica fraudolentemente articolata in una pluralità di centri di imputazione» (*ivi*, p. 93). Significati che poi – prosegue l’Autore – possono essere funzionalmente raggruppati, al vertice, in tre classi, al cui variare sarebbe riscontrabile una variazione anche della struttura della nozione di “collegamento societario”, vale a dire: le sue caratteristiche di relazionalità (unilateralità o reciprocità), di durata (discontinuità o stabilità), di trasmissibilità (transitività o intransitività), di effettività (potenzialità o effettività in senso stretto). Anche nel saggio di Marchisio si riscontra una rassegna della disciplina (quella bilancistica, principalmente contenuta nel codice civile, e quella di diverse normative di settore).

struite in modi anche tra loro differenti a seconda del contesto specifico in cui trovano collocazione e applicazione, dovendosi sempre privilegiare soluzioni ermeneutiche teleologicamente orientate e, come tali, in primo luogo guidate dalla preminente considerazione dello sfondo assiologico di riferimento. Ed ancora, nel senso che la stessa graduazione tra le diverse manifestazioni di intensità dell’influenza presenta profili di complessità tale da aver indotto la dottrina a sollevare dubbi sull’efficienza stessa delle metodologie di approccio (normativo e/o interpretativo) al tema delle fattispecie aggregative⁽¹⁷⁾.

Inoltre, la rilevanza giuridica delle “fattispecie aggregative”, nella loro più generale dimensione e nella loro pluriforme manifestazione, non si esaurisce nei soli profili della responsabilità (connessa all’illecito esercizio dei diversi poteri che ne costituiscono l’ossatura), secondo la logica di una disciplina a carattere eminente “repressivo” e *a posteriori*, ma comprende una serie di conseguenze giuridiche proprie di una disciplina anche e soprattutto di tipo “preventivo” ed *a priori*. Per molti aspetti, poi, tali fattispecie incidono sullo statuto normativo applicabile alle società legate dal rapporto di influenza (e non solo a quella collocata sul lato passivo del rapporto), il quale sovente assume i connotati di un vero e proprio *Organisationsrecht*, di portata quindi non circoscritta al (mero) *Schutzrecht* proprio delle discipline repressive di illeciti ed abusi. Le stesse nozioni dettate dalla legge al servizio di quelle discipline assumono una valenza “prognostica” e sono volte ad intercettare fenomeni di influenza anche solo potenziale, non necessariamente subordinati al riscontro postumo e sostanziale dell’effettivo avvenuto esercizio dell’influenza medesima.

⁽¹⁷⁾ Cfr., al riguardo, V. CARIELLO, *Tra non controllo e controllo: sul mimetismo e sull’occultamento del controllo c.d. di fatto*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, p. 13 ss. (ed ora ID., *Paradigmi e linguaggi interpretativi. Il diritto societario tra interpretazione e applicazione: saggi di ermeneutica giuridica*, Torino, 2022, p. 232 ss.), dove si mette in risalto la «complicazione tassonomica delle influenze qualificate identificabili come controllo e di quelle tradizionalmente classificate non di controllo, però a esso prossime e contigue» (*ivi*, p. 16), alludendosi a «quelle influenze qualificate, variamente denominate – in sede normativa e/o interpretativa –, per *differentiam* rispetto all’influenza qualificata di controllo e caratterizzanti il potere di soci o azionisti non di controllo: il socio o l’azionista *di riferimento*, il socio o l’azionista *di influenza significativa*, il socio o l’azionista *di influenza notevole*, il socio o l’azionista *di maggioranza relativa*, il socio o l’azionista *rilevante*, il socio o l’azionista *strategico*, il socio o l’azionista *di orientamento*»: tutti «“tipi” di soci o azionisti» che – rileva l’Autore – presentano il “tratto comune” di non sono considerati (o di aspirare a non essere considerati) quali soci di controllo (*ivi*, p. 18), essendo quindi sono sottoposti a discipline che pongono «in capo al loro titolare conseguenze ed effetti giuridici (più o meno) attenuati (in tema di obblighi e doveri) rispetto a quelli che derivano dall’imputazione di un’influenza qualificata di controllo» (*ivi*, p. 19).

Infine, fattispecie *lato sensu* aggregative giuridicamente rilevanti non sono solo quelle che si manifestano nelle nozioni e nella disciplina del collegamento, del controllo e del gruppo, ma si estendono fino ad includere anche fattispecie nominalmente ed apparentemente eterogenee e tuttavia con esse intimamente connesse, come quelle dei “patti parasociali” e del “concerto”. Non è un caso che – come si vedrà nel dettaglio in appresso – i più recenti tentativi di ricostruzione dottrina di una nozione (e di una fattispecie) generale di patto parasociale hanno trovato, proprio con riguardo al caso di confine del patto tra o con soggetti “esterni” alla società, momenti di intreccio concettuale e sistematico tra natura del negozio e connotazione dell’influenza sul governo⁽¹⁸⁾. E non è un caso – come del pari si documenterà nel seguito – che nella disciplina delle “presunzioni di concerto” ai fini dell’OPA obbligatoria il legislatore abbia attribuito analoga rilevanza *iuris et de iure* ai legami parasociali e alle relazioni di controllo⁽¹⁹⁾.

Proprio per tutte queste ragioni si è quindi ritenuto che fosse utile un allargamento dell’orizzonte di osservazione che andasse al di là di quello – fin qui prevalentemente battuto in dottrina – della responsabilità e fosse esteso invece a tutti i profili di possibile rilevanza dei *covenants* come strumenti negoziali costitutivi di potenziali “fattispecie aggregative”⁽²⁰⁾.

Viepiù, in ragione, da un lato, della vastità dei possibili “poteri di ingerenza” originati dai *covenants* e, dall’altro, del carattere variegato dei “poteri di influenza” su cui sono costruite le diverse fattispecie, ulteriormente amplificato dalla loro varietà (estrinseca) e dal loro carattere “relazionale” (anche intrinseco), si è reputato di dover orientare il fulcro della ricerca in modo da pervenire alla elaborazione di criteri dotati di una valenza generale e che possano essere poi utilizzati quali “chiavi di lettura” per la soluzione delle questioni qualificatorie e applicative che di volta in volta le singole pattuizioni pongono all’interprete nei singoli contesti (in dipendenza, cioè, dei

⁽¹⁸⁾ V. DONATIVI, *Patti parasociali*, nel *Tratt. dir. comm.* fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, Torino, 2022, spec. p. 46 ss. e p. 96 ss.; e più sinteticamente ID., *I patti parasociali*, nel *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, tomo I, Milano, 2022, p. 256 ss.

⁽¹⁹⁾ Cfr. *infra*, al Capitolo III, par. 4.

⁽²⁰⁾ Un approccio solo in parte analogo è quello proposto, nella dottrina tedesca, da M. KÄSTLE, *op. cit.*, p. 83 ss., la quale articola il suo studio in una “analisi statica” e una “analisi dinamica”: quest’ultima è riferita proprio alle responsabilità che possono discendere, in capo alla banca, in conseguenza di un esercizio per diversi aspetti eventualmente illecito o abusivo delle proprie prerogative; la prima è dedicata alle clausole contrattuali come tali e alle loro potenzialità “in prospettiva”. Poi però la valutazione della possibile rilevanza delle clausole medesime nel contesto delle diverse fattispecie aggregative viene svolta nel contesto dell’analisi dinamica (*ivi*, p. 113 ss.), in ciò differenziandosi dall’approccio che sarà invece seguito in questa sede.

contenuti specifici dei singoli contratti, da un lato, e della disciplina applicabile alla società finanziata, dall'altro, avendo riguardo al tipo societario, all'oggetto sociale, alla quotazione delle sue azioni e ad ogni altro presupposto rilevante ai fini della ricostruzione del suo specifico regime normativo) (21).

1.4. *Gli scopi della ricerca; utilità e maggiore complessità di una stima ricostruttiva e qualificatoria riguardo a fattispecie che presuppongono valutazioni prognostiche ex ante. Utilità di un'analisi comparata con il sistema tedesco e con la dottrina tedesca sui rapporti tra covenants e gruppo (non solo di diritto, ma anche) di fatto ("faktischer Konzern")*

In questo senso, occorrerà pertanto analizzare la possibile rilevanza dei *covenants* quali strumenti capaci di innescare i presupposti di fattispecie incentrate sulle diverse gradazioni dell'influenza che un soggetto è in condizione di esercitare sul governo di una società.

Il tema, in questa più specifica angolatura, non è del tutto inesplorato, ma non ha fin qui formato oggetto di approfondimenti monografici (22).

Il taglio prescelto, per sua stessa indole, presenta profili di complessità

(21) Per limitarsi qui anche solo a un cenno relativo al "tipo sociale", si vedrà come la questione della individuazione degli estremi del "controllo" si presenti in termini peculiari ove si abbia riguardo alle società a responsabilità limitata, nelle quali finanche la disponibilità di oltre la metà dei voti esercitabili nelle assemblee (e, in generale, nelle "decisioni dei soci") potrebbe non essere sufficiente ad assicurare una posizione di influenza dominante, a fronte, ad esempio, di una regolamentazione statutaria che preveda *quorum* "rinforzati" per le deliberazioni di nomina e revoca degli amministratori o che istituisca sistemi di amministrazione disgiuntiva o congiuntiva o, ancora, per la presenza di clausole attributive a un singolo socio di "diritti particolari" (ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2468, comma 3, c.c.) aventi ad oggetto la nomina delle totalità o della maggioranza degli amministratori se non addirittura l'investitura quale amministratore unico della società. Tanto che non è mancata, in dottrina, una sollecitazione sia a un intervento normativo riformatore, sia ad ipotesi di rilettura critica contro una estensione *tout court* della nozione di controllo di cui all'art. 2359 c.c. anche a tale tipo societario: R. WEIGMANN, *Verso una definizione di s.r.l. controllata*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, I, p. 30 ss.; nonché da ultimo, per un cenno, anche M. LAMANDINI, *Società controllate e collegate, Società controllate e collegate*, Sezione I, *Nozione*, nel *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, tomo II, Milano, 2022, p. 1086 s.

(22) Anche la monografia di P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, cit., è circoscritta, per professione dello stesso Autore, a «solo i casi nei quali il controllo societario sia acquistato da creditori che lo esercitino effettivamente, influenzando l'attività d'impresa al fine di guidare il tentativo di soluzione stragiudiziale o concordata della crisi» (ivi, p. 6 s.), escludendo espressamente un'analisi delle «ipotesi in cui il controllo creditorio si manifesti in forma meramente potenziale, come fenomeno astrattamente connesso alla acquisizione dei soli titoli giuridici legittimanti il potere» (ivi, p. 7).

diversi ed ulteriori rispetto a quelli pur sottesi a un'analisi della disciplina della responsabilità.

E difatti, altro è verificare se il finanziatore, nell'esercizio delle prerogative attribuitegli tramite i *covenants*, ne abbia fatto un uso tale da configurare un illecito ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2497 c.c.: ciò che presuppone principalmente una valutazione riferita all'avvenuto rispetto o alla stimata violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale della società finanziata oggetto dell'ingerenza ed all'aver arrecato o meno un pregiudizio alla redditività ed al valore della partecipazione sociale (in danno dei soci) o una lesione all'integrità del patrimonio della società (in danno dei creditori) non bilanciato da vantaggi di natura compensativa (normalmente riferiti alle sinergie di gruppo e ad altri benefici rivenienti dall'appartenenza al gruppo e qui da rileggere alla luce del diverso contesto dei rapporti intercorrenti col finanziatore, ancorché ingeritosi in forme analoghe a quella della più classica "direzione unitaria" di gruppo). Ed altro, ancora, è giudicare se, anche al di fuori di ipotesi di direzione e coordinamento e nel contesto di fenomeni diversi di "eterogestione", siano stati violati i doveri fiduciari che si ritengano connessi all'esercizio di una siffatta attività⁽²³⁾. Si tratta, invero, di valutazioni che postulano indagini tipicamente *a posteriori*, nel cui contesto diventa per certi versi persino più agevole accertare la presenza del presupposto primario della ridetta responsabilità, costituito dall'avvenuto esercizio di un'attività qualificabile, appunto, come "direzione e coordinamento". Considerando che – nei termini e con le precisazioni che si avrà modo di esporre meglio nel prosieguo – detta attività è solo "presunta" in presenza di relazioni qualificate di controllo o di fonti negoziali (contrattuali o statutarie) attributive e/o regolatrici di poteri di direzione e coordinamento, ma può ben prescindervi; e considerando, difatti, che l'attività di direzione e coordinamento quale presupposto della disciplina di cui all'art. 2497 c.c. è fattispecie di indole "sostanzialistica" e "fattuale" (o "effettuale"): ne discende che la valenza dei *covenants* quali potenziali strumenti di eterodirezione si misura in termini essi stessi prevalentemente sostanziali/fattuali (o effettuali), con indagini eminentemente casistica e inesorabilmente "fenomenologica", prima ancora che "tipologica" e/o "concettuale"⁽²⁴⁾.

Di taglio rovesciato, invece, è il tema della relazione tipologico/concettuale (come si vedrà nel corso dell'analisi) che lega la fenomenologia negoziale in esame con nozioni a carattere "prognostico" e discipline (anche) "di prevenzione", dove la natura e la stessa struttura normativa delle nozioni, as-

⁽²³⁾ Così, ad esempio, seguendo l'impostazione di M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, cit., p. 100 ss.

⁽²⁴⁾ Sul punto v. in part. *infra*, al Capitolo III, par. 2.2.

sieme alla *ratio* e alla portata della disciplina al cui servizio esse sono poste, si atteggiavano in guisa tale da consentire (ed anzi da postulare) una ricostruzione sistematica essa stessa informata alla predeterminazione astratta degli strumenti tipologici e/o concettuali di riferimento.

In questa diversa prospettiva, i *covenants* assumono (o quanto meno possono assumere) una rilevanza giuridica assai più estesa e pervasiva di quanto non lo siano nelle ipotesi (pur di fondamentale importanza) patologiche di abusivo ed illecito esercizio dei correlativi poteri. Essi difatti diventano (o possono diventare, ma con una frequenza ben più serrata) fenomeni negoziali che devono in ogni caso essere messi a confronto, in via del tutto fisiologica e preventiva, con le caselle sistematiche in cui sono allocate le diverse (e variegata) fattispecie *lato sensu* “aggregative”. Il carattere meramente astratto e “potenziale” dell’influenza che le connota ne rende compiutamente ragione e permette di cogliere con la massima evidenza la maggiore estensione (sistematica e applicativa) del raggio di rilevanza giuridica “societaria” di tali pattuizioni⁽²⁵⁾.

Per vero, si vedrà, nel corso dell’analisi, che con riguardo al “controllo esterno”, che è la fattispecie di primario riferimento per i *covenants* attributivi di poteri di ingerenza forte sul governo, si discute se i caratteri di “potenzialità” dell’influenza, propri della nozione generale di controllo e pacifi-

⁽²⁵⁾ Un esempio particolarmente significativo si coglie nella questione recentemente posta da M. MIOLA, *Le operazioni societarie riorganizzative negli strumenti di regolazione della crisi e dell’insolvenza delle imprese e dei gruppi di imprese*, nel *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, tomo I, Milano, 2022, p. 708 s., con riguardo alla eventualità che una “proposta concorrente” nel concordato preventivo ai sensi dell’art. 90 del Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza, là dove – rileva l’Autore – «Non è escluso che la proposta concorrente presenti i connotati del concordato di gruppo anche dal punto di vista del terzo che la presenta», ciò dipendendo «dalla possibilità di configurare i creditori, che formulano la proposta concorrente, alla stregua di soggetti esercenti una direzione e coordinamento di matrice contrattuale, in quanto discendente da *covenants* finanziari»: il che costituirebbe questione di non poco conto, giacché si prospetterebbe «la possibilità di considerare ogni impresa destinataria di finanziamenti assistiti da *covenants* quale soggetto sottoposto a direzione e coordinamento dell’impresa finanziatrice, situazione la cui rilevanza si presta ad emergere in specie in situazioni di crisi». Ferme le implicazioni della individuazione dell’attività di direzione e coordinamento scaturenti in via di principio dal c.d. “controllo societario da credito”, si porrebbe in ogni caso la questione della delimitazione dei soggetti legittimati a presentare una proposta concorrente, essendo questa preclusa, ai sensi del terzo comma dell’art. 90 CCII, a creditori che siano configurabili come “parti correlate” e considerando che «tra queste ultime, in particolare, ai sensi del reg. Consob n. 17221/2010 in materia di operazioni con parti correlate, appositamente richiamato dall’art. 2, lett. l), c.c.i.i., rientrano i soggetti legati da vincoli contrattuali, nei quali potrebbero proprio ricomprendersi i finanziatori assistiti da *covenants*, laddove la presenza di questi ultimi sia ricondotta ad una direzione e coordinamento di fonte contrattuale».

camente sottesi alle sub-nozioni di controllo “interno”, non debbano cedere il passo a una connotazione di “effettività”. Ma si avrà del pari modo di argomentare come la discussione sia spesso frutto di un equivoco e come la presunta “effettività” del controllo esterno attenga piuttosto alla necessità, predicata dalla dottrina specialistica sul tema, che la verifica circa la presenza di una influenza dominante su base contrattuale sia condotta con il massimo rigore, in modo tale che l’influenza (pur sempre endemicamente potenziale) risulti “effettivamente” suscettibile di concreto esercizio (non già che l’esercizio sia necessariamente in concreto avvenuto) e lo sia con una estensione, un’intensità e un orizzonte temporale sufficienti a riconoscere una “effettiva” (nel senso, dunque, di rigorosa e concreta) potenzialità di dominio esterno sul governo della società (che sia assunta) controllata⁽²⁶⁾.

Si tratta, dunque, di valutazioni concettuali e sistematiche e che, anche sul terreno più strettamente pratico ed applicativo, devono essere condotte senza la possibilità di avvalersi delle evidenze empiriche fornite dal modo in cui i poteri siano stati in concreto esercitati. L’indagine si conferma quindi prevalentemente riferita a nozioni e segmenti normativi di taglio “preventivo”, “prognostico”, *ex ante*, dove al centro si pongono ragioni di protezione di interessi che reclamano una disciplina al cui servizio siano collocate “fattispecie di pericolo” e non necessariamente “di abuso” o “di illecito” e che, come anticipato, raccoglie frammenti di un complessivo statuto “organizzativo” della società che si assume sottoposta all’influenza esterna (oltre che della stessa società investita dei correlativi poteri).

Anche la dottrina tedesca ha messo correttamente in rilievo la duplice valenza dei *covenants*, i quali toccano sia il diritto delle obbligazioni che il diritto societario, essendo inseriti in contratti di scambio con causa mutuataria, ma con un impatto rilevante sull’organizzazione e sul funzionamento della società mutuataria⁽²⁷⁾. Anche in quel contesto l’attenzione è stata attratta soprattutto dalla questione della riconducibilità o meno dei *covenants* alla fattispecie del “contratto di dominio”. E tuttavia, come si vedrà, anche in ragione del peculiare assetto normativo del diritto azionario tedesco, non è mancato un approfondimento anche della rilevanza dei *covenants* quali

⁽²⁶⁾ *Infra*, Capitolo II, par. 2.5.5.

⁽²⁷⁾ Cfr., ad es., S. HEINRICH, *Covenants al Alternative zum institutionellem Gläubigerschutz*, cit., p. 372, là dove osserva che essi si differenziano dai normali contratti di scambio per il loro scopo, che è quello di indirizzare e impegnare l’organizzazione interna e la politica gestionale del debitore agli interessi del creditore, collocandosi quindi in posizione intermedia tra un puro contratto di scambio e un contratto organizzativo societario («*Von normalen Austauschverträgen unterscheiden sie sich dennoch durch ihr Ziel, die interne Organisation und Geschäftspolitik des Schuldners auf das Gläubigerinteresse auszurichten und zu verpflichten. Sie stehen daher zwischen reinem Austauschvertrag und gesellschaftsvertraglicher Organisation*»).

strumenti idonei ad innescare la fattispecie del "gruppo di fatto" ("*faktischer Konzern*"), quale ipotesi subordinata, ma sul piano concreto più plausibile, rispetto al "gruppo di diritto" originato da un "contratto di dominio" ("*Beherrschungsvertrag*") in senso proprio⁽²⁸⁾. E, come del pari si avrà occasione di argomentare, dall'osservazione della disciplina e della dottrina tedesche in tema di gruppo di fatto possono trarsi spunti di grande rilevanza anche in termini di possibile raffronto con la fattispecie del "controllo esterno", quanto meno nella ricostruzione che si avrà qui modo di proporre anche in alternativa rispetto alla concezione tramandata dalla dottrina prevalente.

L'esame delle considerazioni svolte in Germania sul profilo che ci occupa risulta dunque di particolare interesse sia perché, al di là degli aspetti enunciativi, se ne possono ricavare spunti riferibili al più ampio insieme delle fattispecie qui definite come *lato sensu* "aggregative" (e non circoscritte alla sola eterodirezione in senso stretto ed estremo); sia in ragione della lunga tradizione (normativa e scientifica) maturata in quel sistema sulle nozioni di controllo e gruppo e che ne fatto un riferimento privilegiato, se non ineludibile, anche nel contesto di elaborazioni scientifiche ad orizzonte domestico⁽²⁹⁾.

2. *Alcune premesse sistematiche in tema di fattispecie lato sensu "aggregative": relatività dei concetti, valenza funzionale delle nozioni ed ermeneutica orientata al problema*

2.1. *"Fattispecie aggregative" e loro declinazioni: dalla tradizionale tripartizione tra gruppo, controllo e collegamento a possibili ulteriori "riclassificazioni", come quella basata sulla presenza o meno di un soggetto economico unitario o, in caso negativo, sulla presenza o meno di forme di concertazione e/o sulla gradazione dell'influenza esercitabile dal soggetto "esterno"*

L'area di quelle che qui convenzionalmente si è assunto di contrassegnare come "fattispecie aggregative" è molto ampia e variegata. E ciò sia perché vi

⁽²⁸⁾ Cfr. *infra*, al Capitolo II, rispettivamente parr. 2.3.2 e seguenti e 2.3.9.

⁽²⁹⁾ Non è certo casuale il fatto che la migliore dottrina italiana abbia da sempre dedicato un'ampia analisi comparatistica al sistema tedesco, anche con riguardo al profilo specifico, qui in considerazione, del c.d. controllo contrattuale: sul punto v. le indicazioni che saranno riportate in appresso, ma fin da ora A. PIRAS, *I gruppi di società nel diritto tedesco e brasiliano*, in AA.VV., *I gruppi di società. Ricerche per uno studio critico*, a cura di A. Pavone La Rosa, Bologna, 1982, p. 239 ss., spec. p. 243 ss.; N. RONDINONE, *I gruppi di imprese fra diritto comune e diritto speciale*, Milano, 1999, p. 287 ss., ove ampi richiami.

Per un'analisi comparata estesa anche ai sistemi statunitense ed inglese v. in ogni caso P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, cit., rispettivamente alle p. 75 ss. e p. 86 ss.

si comprendono figure giuridiche tra loro distinte e quindi collocabili in differenti caselle concettuali, cui corrispondono differenti “nozioni” (il che dà luogo a una variabilità concettuale per così dire “esterna”, ovvero ad una differenziazione tra nozioni diverse pur all’interno di una comune area sistematica comprensiva dei fenomeni *lato sensu* “aggregativi”); sia perché ciascuna di queste caselle concettuali si presenta non in termini monocordi ed assoluti, ma con connotazioni e/o sfumature che arricchiscono e caratterizzano le singole nozioni raggruppate in ciascuna casella, tanto sul piano della identificazione normativa dei relativi presupposti, tanto sul piano della necessità di un’interpretazione che (in quanto teleologicamente orientata) valorizzi specificità correlate con il quadro assiologico sottostante (il che dà luogo a una variabilità concettuale per così dire “interna” alle singole nozioni e rende ragione del diffuso riconoscimento di un carattere di c.d. “relazionalità” ad esse endemico e connaturale).

Partendo dalla “variabilità esterna”, i fenomeni di influenza qualificata o di tipo *lato sensu* aggregativo cui l’ordinamento attribuisce rilevanza:

(i) da un lato (per quanto già precedentemente osservato e stando alla comune classificazione) possono essere distinti e classificati in base alla loro riconducibilità alle aree ($i-1$) del gruppo, ($i-2$) del controllo e ($i-3$) del collegamento (o altre fattispecie di influenza notevole o comunque variamente qualificata, ma di intensità inferiore a quella posta alla base del controllo⁽³⁰⁾). Ciascuna di tali aree, come detto, presenta proprie articolazioni interne e può sovrapporsi, in tutto o in parte, con ulteriori nozioni del pari appartenenti alla macroarea dei fenomeni “aggregativi”, come quella di “patto parasociale” o di “concerto”, che tuttavia non vanno collocate accanto o in aggiunta alle prime tre, ma piuttosto in posizione “trasversale”, essendo (per gli aspetti che qui rilevano) ad esse attigue e/o talora con esse intersecanti;

(ii) dall’altro, ed avendo riguardo a criteri sistematici che possono essere i più vari, possono essere “riclassificati”, ovvero rimescolati e nuovamente raggruppati (oltreché ulteriormente raffinati e modulati), in funzione degli obiettivi che si ci prefigge e delle esigenze di qualificazione/sistemazione che ne discendono. Così, ad esempio, accanto ai diversi possibili criteri sistematici proposti in dottrina, ed ai fini specifici dell’indagine che ci si propone di svolgere, particolarmente utile appare un parametro distintivo/qualificatorio che indurrebbe a distinguere: ($ii-1$) fenomeni aggregativi che individuano soggetti giuridici formalmente distinti ma riconducibili a un soggetto economico sostanzialmente unitario; ($ii-2$) fenomeni aggregativi che uniscono soggetti distinti sia formalmente (diversi soggetti giuridici) che sostanzial-

⁽³⁰⁾ Sulle quali v. nuovamente V. CARIELLO, *Tra non controllo e controllo: sul mimetismo e sull’occultamento del controllo c.d. di fatto*, cit., p. 18.

mente (dietro i quali non c'è un soggetto economico unitario, ma soggetti economici diversi) e che tuttavia agiscono in modo (di fatto) coordinato o (negozialmente) concertato, tanto da determinare la soggezione della società ad un centro di potere unitario o rispettivamente a una guida coordinata o comune; (*ii-3*) e fenomeni aggregativi che racchiudono soggetti giuridici distinti che fanno capo a soggetti economici essi stessi distinti e che non agiscono in modo concertato, dove tuttavia uno o più di questi soggetti è sottoposto ad un'influenza qualificata di uno o più altri di essi.

Tra i fenomeni *sub* (*ii-1*) possono farsi rientrare tutte le ipotesi di controllo interno totalitario e di diritto, ma anche quelle di controllo interno di fatto da influenza dominante nonché (ove a dette relazioni corrisponda l'esercizio effettivo di una direzione unitaria) i corrispondenti fenomeni di gruppo.

Tra i fenomeni *sub* (*ii-2*), a loro volta, possono farsi rientrare i gruppi di tipo orizzontale o paritetico; i gruppi di tipo verticale fondati su contratti di dominio (forte o debole, valido o invalido), intercorrenti (come è meno frequente e tuttavia pacificamente potrebbe accadere) tra soggetti non legati da relazioni di controllo; i casi di controllo congiunto; i casi di controllo concorrente o plurimo disgiunto (da influenza determinante plurima, ma in assenza di concertazione).

I fenomeni *sub* (*ii-3*), infine, sono quelli più variegati. L'influenza che vi si pone alla base può difatti manifestarsi con una intensità variabile, tanto da poter essere qualificata come notevole, determinante o dominante; può presentare un ambito di estensione differente, a seconda delle aree coperte dall'influenza stessa; e può discendere da situazioni meramente fattuali, quand'anche fondate su rapporti di tipo negoziale, ma nelle quali l'influenza è solo effetto indiretto e riflesso della situazione sottostante oppure può essere in qualche modo spinta o agevolata attraverso "pratiche facilitanti" che, a loro volta, possono essere anche frutto di condotte di natura negoziale, quali alcune clausole inserite nell'ambito di contratti commerciali o finanziari. In ogni caso vi si possono fare rientrare i fenomeni di collegamento o di influenza variamente qualificata ma di grado inferiore a quella generatrice di fattispecie di controllo; quelli di controllo solitario da influenza determinante; quelli di controllo da influenza dominante ma di tipo c.d. "esterno".

Come si vedrà nel corso dell'esposizione, i fenomeni *lato sensu* aggregativi cui potrebbero dare luogo i *covenants* sono collocabili all'interno delle aree qui collocate *sub* (*ii-2*) e (*ii-3*), a seconda dei contenuti specifici delle singole pattuizioni e, quindi e soprattutto, della intensità, della estensione e delle condizioni di esercizio (anche sul piano della proiezione temporale) dei poteri di ingerenza attribuiti al finanziatore. La non riconducibilità della società finanziata e del finanziatore a un soggetto economico unico o sostanzialmente unitario non costituisce, invero, ostacolo al potenziale riconoscimento

della presenza di altro fenomeno *lato sensu* (e convenzionalmente) “aggregativo” o, in ogni caso, di manifestazioni di influenza (potenziale o effettiva, secondo i casi) sufficienti ad integrare i presupposti di nozioni rientranti in singole aree concettuali nelle quali i fenomeni *lato sensu* “aggregativi” sono collocabili.

La distinzione così proposta servirà, pertanto, a meglio maneggiare gli strumenti dell’analisi e dovrebbe, negli auspici, consentire di cogliere ed esporre con maggiore consapevolezza ed efficacia gli strumenti concettuali utilizzati e gli approdi cui si riterrà di pervenire.

2.2. Carattere “relazionale” della nozione di “controllo”

Ulteriori spunti a conferma della premessa circa il carattere aperto e variegato dei fenomeni *lato sensu* “aggregativi” si traggono dalla natura c.d. “relazionale” delle diverse nozioni nelle quali ciascuno di detti fenomeni è riconducibile e classificabile: il che vale, dunque, tanto per il controllo, quanto per il gruppo e per lo stesso collegamento⁽³¹⁾.

La natura relazionale (propria di “nozioni di scopo” o “*Zweckbegriff*”) è diffusamente predicata con riguardo alla nozione di controllo, dove essa ha trovato la sua prima e principale affermazione vuoi per l’assenza di definizioni (per lo meno testualmente esplicite) di gruppo, vuoi per la sempre più marcata diffusione di definizioni speciali di controllo, ognuna contrassegnata da proprie connotazioni specifiche e dalla ricchezza (e spesso eterogeneità) delle finalità di politica legislativa perseguite con la disciplina al cui servizio ciascuna di esse è concepita.

Già sul piano linguistico – si osserva – il vocabolo “controllo” è *polisenso* sia nel suo significato comune che nella terminologia tecnico-giuridica, sicché il *parametro* per identificarne, di volta in volta, il più corretto significato

⁽³¹⁾Cfr., oltre alla dottrina che sarà citata nelle note a seguire, E. MARCHISIO, “*Collegamento societario*” e *polisemie legislative*, in *Riv. dir. priv.*, 2012, p. 91 ss., il quale, premesso che «L’ordinamento conosce numerosi casi di polisemia o polivalenza semantica; casi, in altri termini, in cui una stessa parola viene utilizzata, in diversi contesti, come referente di significati differenti – talvolta *profondamente differenti*» (*ivi*, p. 91), rileva che «Il problema delle polisemie è ben noto alla giurisprudenza teorica e pratica, che correttamente ritengono che l’omonimia (l’utilizzo della stessa parola) presente in disposizioni differenti non faccia conseguire per ciò solo la sinonimia normativa – cioè la persistenza semantica nei diversi usi che della medesima parola fa il legislatore» (*ivi*, p. 93). Da ciò l’osservazione, metodologica, per cui «l’interpretazione del contenuto della fattispecie segue, e non precede, l’interpretazione della disciplina che vi si applica, donde l’uguaglianza di significato di parole eguali in contesti diversi è tutta da dimostrare, sulla base delle funzioni di tali parole rispetto alle discipline conseguentemente applicabili» (*ibidem*).

è ravvisabile nel rapporto tra ciascuna definizione e la specifica disciplina ad essa “agganciata”⁽³²⁾. Da qui anche l’asserito vantaggio (di ordine “pratico”) di interpretare i presupposti della disciplina da applicare, non già attraverso il “filtro” di astratti concetti dogmatici, bensì attraverso le scelte della disciplina stessa e le sue concrete necessità applicative⁽³³⁾ e la conseguente affermazione secondo cui il canone ermeneutico più convincente sarebbe quello di farsi «orientare da un nesso di *coerenza* tra i vari significati (o proposizioni) plausibili in relazione a quell’enunciato e le specifiche *finalità* e *caratteristiche* della corrispondente disciplina», attribuendo alla parola “controllo” un significato «pensando non *al* sistema, ma *ai* sistemi del controllo stesso»⁽³⁴⁾.

In tale contesto, si è finanche messa in discussione la posizione di presun-

⁽³²⁾ Per tutti, L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, 1997, rispettivamente p. 18 ss. e p. 20; ma già, tra i primi, B. LIBONATI, *Responsabilità della capogruppo per impegni assunti dalle società controllate*, in *Scritti giuridici*, vol. I, Milano, 2013, p. 747 ss.

⁽³³⁾ L. SCHIUMA, *op. cit.*, p. 20, la quale segnalava come «Emblematica è la vicenda dei molti richiami all’art. 2359 cod. civ. da parte di norme speciali che risultano non sempre compatibili con lo spirito della definizione richiamata, richiami che talora inducono l’interprete a ricostruire, come antecedente di quella data disciplina speciale, una fattispecie assai diversa da quella ricostruita per quel medesimo “enunciato” nel contesto del codice civile» (*ivi*, p. 20 s.).

⁽³⁴⁾ L. SCHIUMA, *op. cit.*, p. 22.

Ma sulla natura “relazionale” delle nozioni di controllo, (al pari di quella di “gruppo”), ciascuna funzionale alle finalità proprie della disciplina al cui servizio è posta, cfr. poi, *ex multis*, M. BIANCHINI, *La nozione di controllo congiunto nelle cosiddette società pubbliche*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, p. 24 ss., a p. 56 s., ove ampi ulteriori richiami; V. DONATIVI, *Impresa e gruppo nella legge antitrust*, Milano, 1996, p. 112; ID., *I “confini” del controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1996, I, p. 554; ID., *“Società a controllo pubblico” e società a partecipazione pubblica maggioritaria*, in *Giur. comm.*, 2018, I, spec. p. 760 ss.; ID., *Sulla nozione di società a controllo pubblico*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, I, p. 52 ss.; E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, cit., p. 20; N. RONDINONE, *op. cit.*, p. 94 ss. (il quale, nella peculiare prospettiva della sua indagine, sottolineava in particolare la presenza di numerosissime definizioni di controllo, nei più diversi ambiti, e la contestuale assenza di una definizione di “gruppo” o di “direzione unitaria”: *ivi*, p. 96); U. TOMBARI, *Il gruppo di società*, Torino, 1997, p. 75; ed autorevolmente, tra i primi, P.G. JAEGER, *I “gruppi” tra diritto interno e prospettive comunitarie*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 924; P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1 ss., il quale, a p. 4 ss., si chiedeva altresì se le diverse nozioni non potessero essere aggregate in “microsistemi” avendo riguardo alla omogeneità dei fini perseguiti e in modo tale da consentire poi il ricorso a una interpretazione analogica all’interno di ciascun “micro-“ o “sotto-sistema”, per concludere nel senso che «gli stessi microsistemi da assemblaggio di norme speciali sono tutt’altro che facili da costruire» e che la stessa «circolazione analogica, quand’anche possibile nel microsistema, diventa ardua allorché le nozioni speciali contengano elementi di incompatibilità reciproca» (*ivi*, p. 5); B. LIBONATI, *Il gruppo insolvente*, Firenze, 1981, p. 61; e già ID., *Holding e investment trust*, Milano, 1959, p. 151.

ta “centralità sistematica” della stessa nozione codicistica di controllo, come delineata nell’art. 2359 c.c. Ed a questo più specifico riguardo, si registrano posizioni piuttosto variegata, finanche più articolate rispetto a quanto non vengano abitualmente rappresentate. E difatti: (i) secondo alcuni, anche la nozione codicistica di controllo avrebbe natura relazionale, esattamente allo stesso modo delle nozioni contenute nelle leggi speciali⁽³⁵⁾; (ii) stando a una diversa opinione, per alcuni aspetti intermedia, la nozione codicistica avrebbe carattere “centrale” (per via della ricorrenza statistica del rinvio ad essa operato dalle leggi speciali), mentre avrebbe carattere “generale” limitatamente alla sola disciplina di “diritto societario”, tale dovendo intendersi quella contenuta nello stesso codice civile e quella dettata dalla legislazione speciale in materia di società quotate⁽³⁶⁾, ferma restando, anche rispetto ai

⁽³⁵⁾ L. SCHIUMA, *op. cit.*, p. 26 s., secondo cui, a fronte della enorme mole di definizioni di controllo, per diversi profili oltretutto eterogenee, l’art. 2359 c.c. avrebbe «scarso valore indicativo» e per di più, ruotando attorno alla nozione di “influenza dominante”, postulerebbe che si dimostrasse la centralità sistematica di quest’ultima nozione anche rispetto alle definizioni speciali, le quali invece mostrano di divergere tra loro anche in relazione a tale specifico profilo; e già *ivi*, p. 22 s., dove si sollevava il dubbio «che la *relatività* così segnalata tra ciascuna definizione e la propria disciplina non finisca per relativizzare tutto, e magari rendere “speciale” – nel senso di “relativa” – anche la nozione del codice civile rispetto ad altra nozione speciale»; ed ancora *ivi*, p. 15 ss., dove si sostiene che sarebbe «scientificamente più rigoroso, infatti, accostarsi a questa materia, non più pensando unitariamente al controllo, ma pluralisticamente alle sue fattispecie, se non addirittura ai suoi diversi sistemi» (*ivi*, p. 15) e che ogni tentativo di *reductio ad unum* in chiave tanto “concettuale” quanto “tipologica” sarebbe metodologicamente inappropriato, in quanto nel caso del controllo si assisterebbe piuttosto a una sorta di frantumazione del sistema, che si presterebbe pertanto «ad essere esplorato più adeguatamente secondo una prospettiva per così dire “atomistica”, che pensi cioè *ciascuna disciplina* come una sorta di (micro)sistema a sé stante, piuttosto che come un frammento di un unico (macro)sistema» (*ivi*, p. 16 s.); N. RONDINONE, *op. cit.*, p. 93 ss. (e p. 97 per ulteriori richiami), p. 109 ss., che trae argomento dal fatto che la nozione di controllo, nel nostro ordinamento, non presenterebbe più alcuna «stabilità semantica, né un nucleo concettuale comune a tutte le definizioni», posto che la stessa nozione di influenza dominante, che pure avrebbe potuto svolgere tale ruolo, avrebbe perso univocità per la presenza di nozioni che attribuiscono rilievo alla diversa situazione di influenza “determinante”, come quella di cui all’art. 7 della legge *antitrust*; nonché *ivi*, p. 118, secondo cui la nozione di cui all’art. 2359 c.c. vale esclusivamente ai fini della disciplina codicistica, sicché di fronte a norme speciali che non diano una propria autonoma definizione di controllo, l’unica guida dovrebbe essere l’interpretazione teleologica, rimanendo semmai aperto il tema di come valutare il valore dei richiami espressi all’art. 2359 c.c., atteso che la pluriformità delle definizioni di controllo non consente di identificare un significato *standard* nella più specifica fattispecie del “dominio” (*ivi*, p. 120); G. FIGÀ TALAMANCA, *Direzione e “proprietà transitiva” del controllo di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1993, II, p. 359; nonché, con riguardo per lo meno alle figure di controllo contrattuale, E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, cit., p. 108.

⁽³⁶⁾ Ma la tesi, che fa capo a M. NOTARI, *La nozione di «controllo» nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, p. 217 ss., si colloca in un’epoca anteriore non solo alla riforma del 2003,