

DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE
UNIVERSITÀ DI TRENTO

78

FINANZIAMENTO DELLE PMI: CRESCERE INNOVANDO

a cura di
FABRIZIO CAFAGGI e FRANCESCO VELLA



CEDAM

CASA EDITRICE DOTT. ANTONIO MILANI

2008

La pubblicazione è stata realizzata nell'ambito del progetto di ricerca sul tema «Modelli innovativi nella finanza delle piccole e medie imprese» (MIUR-PRIN 2005)

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

Copyright 2008 Wolters Kluwer Italia Srl

ISBN 978-88-13-28125-0

A norma della legge sul diritto d'autore e del codice civile è vietata la riproduzione di questo libro o parte di esso con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, per mezzo di fotocopie, microfilms, registrazioni o altro.

Stampato in Italia - Printed in Italy

Stampa: Grafiche TPM - Padova

INDICE

	Pag.
FABRIZIO CAFAGGI, FRANCESCO VELLA	
<i>Introduzione</i>	1
FABRIZIO CAFAGGI, CHIARA FERRARI, PAOLA IAMICELI	
<i>Modelli di finanziamento per le reti di imprese: problemi e prospettive</i>	17
CONCETTA BRESCIA MORRA	
<i>Il finanziamento delle attività economiche: profili evolutivi</i>	55
PAOLA MANES	
<i>Destinazione patrimoniale e trust in funzione di garanzia per finanziamenti all'impresa</i>	75
MARCO PALMIERI	
<i>Strumenti finanziari per le PMI italiane e condizioni contrattuali al prestito</i>	91
FLAVIO BAZZANA	
<i>Covenants e collaterale nei finanziamenti bancari alle PMI</i>	119
MAURIZIO RAGNO	
<i>Le garanzie nei rapporti banca-impresa: quali prospettive dopo "Basilea 2"?</i>	143
MAURIZIO SCIUTO	
<i>Organizzazione e merito di credito delle società a responsabilità limitata alla luce di "Basilea 2"</i>	179
GUSTAVO OLIVIERI	
<i>Conferimenti "assicurati" e capitale di rischio nelle società a responsabilità limitata</i>	201

STRUMENTI FINANZIARI PER LE PMI ITALIANE E CONDIZIONI CONTRATTUALI AL PRESTITO

Marco Palmieri

SOMMARIO: 1. Introduzione - 2. I motivi di interesse per l'analisi dei bond covenants - 3. Il possibile ambito di applicazione - 4. I covenants che fissano un limite all'indebitamento - 5. I covenants che impongono limiti ai pagamenti - 6. I covenants che introducono restrizioni al cambio di controllo - 7. I covenants che impongono obblighi informativi - 8. Conclusioni.

1. Introduzione

Il presente lavoro¹ propone una indagine dei potenziali vantaggi legati alla introduzione dei c.d. *bond covenants* all'interno del mercato nazionale degli strumenti finanziari emessi dalle società di capitali di dimensione medio-piccola. Il motivo dell'analisi si rinviene nella esigenza di contenere o, più semplicemente, di dare forma e trarre un pieno vantaggio dalla ampia autonomia permessa dal riformatore nella articolazione dei nuovi finanziamenti cartolari che possono essere adottati dalle imprese non accedenti ai mercati regolamentati.

A tal fine nella parte iniziale dello studio si fornirà una breve descrizione delle clausole di origine anglosassone che subordinano il corretto adempimento del contratto di finanziamento obbligazionario al soddisfacimento di alcune condizioni operative poste a vantaggio della sicurezza degli investitori, evidenziandone i benefici ed i costi avvertiti dalla ormai consolidata esperienza dei mercati finanziari esteri.²

¹ Lo scritto trae origine dal mio intervento "I bond covenants", tenuto al seminario *Finanziamento delle PMI: nuovi profili, nuovi strumenti*, Istituto Universitario Europeo, Firenze, 30 marzo 2007. Desidero ringraziare il Dott. Stefano Galeotti di Banca Immobiliare s.p.a. per l'aiuto nella ricerca dei possibili riscontri concreti alle ipotesi formulate. Le considerazioni svolte – come le eventuali inesattezze in esse contenute – sono da considerarsi soltanto mie.

² Fra i primi studi in tema, v. C. BRESCIA MORRA, *Finanziamento delle società di capitali e titoli di debito*, in *www.dircom.it*, 2003, II, 1, § 3 s. e nota 20; F. PAMMANO, *Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, I, 2005, p. 99.

Nella seconda parte della ricerca si tenterà un adattamento alla realtà economica italiana di alcuni fra i *covenants* maggiormente utilizzati, verificandone il contenuto alla luce delle peculiari esigenze derivanti dalle ristrette dimensioni della maggior parte delle imprese nazionali³ e della conseguente difficoltà di creare un immediato raccordo fra la domanda e l'offerta di denaro.

A conclusione dello scritto si tracciamo alcune considerazioni sulle eventuali positività per le PMI scaturite da una adozione della tecnica di finanziamento cartolare supportata dalle condizioni esaminate quale alternativa, o semplice evoluzione, al prestito bancario.

2. I motivi di interesse per l'analisi dei bond covenants

A prima vista non pare semplice tracciare un nesso fra i *bond covenants* e gli strumenti finanziari introdotti dalla recente riforma societaria per le piccole e medie imprese: lo sviluppo e l'uso di tali clausole appartengono infatti a consolidate realtà finanziarie estere quali, *in primis*, il mercato statunitense dei *corporate bonds* e, più in generale, l'esperienza commerciale anglosassone, che certamente non serbano molti punti di contatto con il quadro nazionale.

Come noto, queste economie si caratterizzano per l'esistenza di un legame diretto fra le imprese finanziate e gli investitori, siano essi professionali o semplici privati. Tale rapporto ha prodotto, e continua a produrre, un notevole flusso di emissioni obbligazionarie appartenenti a società che per numero e grandezza non trovano un corrispettivo nel panorama italiano: nel mercato nazionale si scorgono infatti poche emissioni non bancarie appartenenti ad una ristretta cerchia di s.p.a. che riescono – o, *rectius*, sono costrette – ad attingere al mercato obbligazionario.

La spiegazione del fenomeno si rinvia, oltre che nei limiti dimensionali scontati dalle aziende italiane e negli elevati costi opera-

³ Nel presente lavoro per PMI si farà riferimento alle imprese il cui fatturato è inferiore a 50 milioni di euro, riprendendo la definizione resa dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria della B.R.I. nella versione consolidata della regolamentazione *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, c.d. accordo "Basilea II".

tivi⁴, nell'equilibrio bancocentrico presente nel nostro Paese che sembra ostacolare l'instaurarsi di un collegamento più immediato fra gli investitori e le imprese⁵, relegando le emissioni di titoli di debito al ruolo di fonte di finanziamento del tutto secondaria. Una conferma a tale assunto⁶ sembra ritrovarsi anche in alcuni studi economici condotti all'indomani dei noti *crises* finanziari, che testimoniano come lo strumento obbligazionario appartenga tendenzialmente alle sole grandi s.p.a. aventi una posizione patrimoniale non del tutto solida⁷.

⁴ Cfr. sul punto E. PAGNONI, *Negoziazione e collocamento "riservato" come modelli alternativi di offerta dei prodotti finanziari*, in *Le Società*, II, 2005, p. 157 ss. Al contrario sembra non potersi più annoverare fra gli ostacoli alla diffusione del finanziamento obbligazionario – almeno per le s.p.a. aventi sia le azioni che i titoli di debito scambiati sui mercati regolamentati od oggetto di *private placements* – i limiti di emissione ancora previsti dall'art. 2412 c.c. Sul punto si permetta un rinvio a M. PALMERI, *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, pt. I, 2006, p. 293 ss.

⁵ Cfr. la significativa indagine condotta su un campione di 1.829 imprese da C. ZARA, E. FELTRINELLI, *PMI, rapporti con i finanziatori e complessità di impresa*, in *Banca impresa società*, II, 2006, p. 293 ss. Sul punto v. anche STANCA, *Imprese italiane e ricorso al mercato del debito: i corporate bond*, in C.M. PINARDI (a cura di), *Il mercato dei corporate bond in Italia*, Milano, 2003, p. 124 ss.

⁶ Talvolta addirittura anelante alla copertura dei prestiti concessi dagli istituti di credito, come la cronaca recente sembra aver dimostrato: v. sul punto le analisi del caso Parmalat avanzate da B. INZITARI, *L'inadeguata tutela civile del risparmio*, in E. PACIOTTI, G. SALVI (a cura di), *Enron e Parmalat. Due "sistemi-paese" a confronto*, San Cesario di Lecce, 2005, p. 56 ss., e da M.K. DI STRASO, *Il caso Parmalat*, in *Archivio CERAD*, 2004, p. 26 ss. Per un'indagine del mercato italiano precedente al default, cfr. C.M. PINARDI, *Dimensione delle imprese, Basilea II ed emissioni obbligazionarie in Italia*, e C. CESARI, A. RUSCONI, *Contesto internazionale, entranti in C.M. PINARDI (a cura di), op. cit.*, p. 22 ss. e 42 ss.; A. BIANCHI, F. DI PASQUALE, *Titoli di debito e riforma del diritto societario*, in *Analisi giuridica dell'economia*, II, 2003, p. 412 ss.

⁷ L'importanza del finanziamento cartolare privato per le imprese americane è sottolineata da S. KWAN, W.T. CARLETON, *Financial Contracting and the Choice between Private Placement and Publicly Offered Bonds, Federal Reserve Bank of San Francisco working paper n. 2004-20*, reperibile sul sito internet www.frb.org, p. 1 ss. Cfr. E. BARUCCI, V. FARALLI, *On the decision to issue corporate bonds: working paper presentato alla Giornata di studio sui corporate bonds*, Verona, 2 luglio 2004. Esaminando le emissioni effettuate nel quadriennio 1999-2004, gli A.A. hanno potuto evidenziare come «companies issuing corporate bonds have a leverage ratio higher than companies relying only on bank debt, the fraction of companies relying on corporate bonds under financial distress according to the Altman score is higher than the fraction of companies relying on bank debt. Also the capability of repaying debt (measured by the interest coverage ratio) is lower for companies issuing corporate bonds. It is confirmed that companies issuing bonds are characterized by a smaller state of the largest shareholders».

Le peculiarità del mercato dei capitali nazionale potrebbero quindi giustificare lo scetticismo circa un'utilità dello studio dei *bond covenants* a favore di un approfondimento dei canali finanziari tradizionali o dell'analisi di nuove forme di credito più congeniali alla realtà interna, così fortemente caratterizzata dalla radicata presenza di piccole e medie imprese normalmente rette da un *clan* familiare, spesso sviluppate all'interno di reti industriali territorialmente localizzate.⁹ In questa ottica potranno rivelarsi certamente utili la nascita del Mercato Alternativo del Capitale (MAC), che ricalca la fruttuosa esperienza dell'*Alternative Investment Market* (AIM) londinese,¹⁰ oltre alla diffusione delle c.d. obbligazioni di distretto¹¹ o all'adozione delle "azioni sviluppo" recentemente elaborate da Assolombarda e Borsa Italiana.¹²

Le profonde differenze descritte ed i conseguenti dubbi circa l'utilità del recepimento dei *bond covenants* sembrano però destinati a perdere gran parte del loro spessore se si guarda alle finalità assolute da tali clausole all'interno dei mercati anglosassoni: l'uso di questi *terms* svolge infatti la funzione di contenere il naturale conflitto di interessi che contrappone i soci ed i creditori delle società, un conflitto che appare comune ad ogni impresa dotata di una piena autonomia patrimoniale e che si rivela indipendente dai criteri dimensionale ed organizzativo.¹³

Una conferma in tal senso si ritrova nelle leggi economiche, che mostrano come, normalmente, i soci – attraverso l'opera degli amministratori – puntino al perseguimento del maggior utile possibile a mezzo di una riduzione dei costi operativo-finanziari e di una parallela massimizzazione dei ricavi, ponderando questi ultimi ad un livello di rischio che rappresenti il miglior coefficiente fra il risultato dell'attività economica e l'incertezza dello stesso. In determinate condizioni

⁹ Cf. F. VELLA, *Diritto societario e modelli di sviluppo delle PMI*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PRETTE, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 22 ss.

¹⁰ Per una descrizione del nuovo sistema di scambi organizzati gestito da Borsa Italiana s.p.a., v. il sito *Internet* www.mercatoalternativocapitale.it.

¹¹ Sul modello di cartolarizzazione dei crediti bancari attuato a mezzo di una società emittente costituita *ad hoc*, c.d. *special purpose vehicle*, v. D. GALLETTI, G. GIERRELLI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002, p. 35 ss.

¹² Per un'analisi di quest'ultimo strumento finanziario si veda un rinvio a M. PALMERI, *Le azioni sviluppo*, in *Giurprudenza commerciale*, in corso di pubblicazione.

¹³ Analoghe considerazioni possono essere fatte, a maggior ragione, anche per il socio di una s.p.a. o di una s.r.l. unipersonali.

l'interesse dei soci non appare tuttavia così lineare e costante: a fronte di un pericolo economico elevato gli *shareholders* appaiono spesso portati ad ottenere il massimo guadagno in un arco di tempo relativamente breve, imponendo operazioni altamente speculative che possono porre a scapito la solvibilità della società.¹⁴ Questa strategia, tipica delle emittenti c.d. *high yield*, si rivela ovviamente opposta a quella dei creditori, che, come noto, fanno affidamento nel vedere mantenuta una redditività della società finanziata, sufficiente quantomeno a pagare gli interessi e ad assicurare la restituzione del capitale alla scadenza del prestito.

Il conflitto trova una possibile soluzione nei *covenants*. L'inserimento delle clausole all'interno degli statuti di emissione delle *corporate bonds* opera come una garanzia per i possessori delle obbligazioni, permettendo agli stessi un controllo, o anche l'esercizio di un indirizzio, sulla gestione della società finanziata. Tale potere si fonda su un meccanismo di deterrenza: l'inadempimento da parte dell'emittente dell'obbligazione contrattuale prevista dal *covenant* realizza infatti la condizione per la quale la società sarà costretta a restituire il finanziamento prima della scadenza¹⁵ o, più frequentemente, la vedrà impegnata a corrispondere un maggiore interesse ai *bondholders*. Contemporaneamente il minor rischio così sofferto dai creditori costituisce un beneficio per la società debitrice, che ottiene un più facile accesso al mercato finanziario, garantendosi tassi di interesse più vantaggiosi.¹⁶

In altri termini, l'adozione dei *terms* assolve alla domanda di riduzione dell'alea del credito che è comune ad ogni contratto o

¹⁴ M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, IV, p. 305 ss., nella versione pubblicata sul sito *Internet* www.ssrn.com, p. 41. Nelle *public companies* un comportamento analogo può essere tenuto dagli amministratori e danno dei soci, su tali noti *agency costs* v. diffusamente ID., *op. cit.*, p. 10 ss. V. anche M.H. BRADLEY, M.R. ROBERTS, *Are Bond Covenants Priced?*, 2003, reperibile sul sito *Internet* www.ssrn.com, p. 7 ss.

¹⁵ Sovvente, nella prassi, il prezzo delle obbligazioni fissato per la restituzione anticipata è superiore al valore nominale al fine di scoraggiare l'ipotesi di un *default* provocato volontariamente dall'emittente allo scopo di una rinegoziazione del debito.

¹⁶ Cf. i risultati delle indagini condotte da M.H. BRADLEY, M.R. ROBERTS, *op. cit.*, 27 ss., e da S. CHAVA, P. KUMAR, A. WARGA, *Agency Costs and the Pricing of Bond Covenants*, *working paper* reperibile sul sito *Internet* www.ssrn.com, 2004, p. 1 ss. Su un campione di 9.149 prestiti obbligazionari effettuati nel periodo 1980-2003, gli ultimi AA. hanno potuto rilevare come che mean difference between the spread [...] of bonds including versus excluding investment restrictions is 386 basis points.

strumento finanziario che rinvenga sostanzialmente la propria causa nel mutuo, attraverso una implementazione della ingerenza dei creditori nella sfera patrimoniale del debitore. In questa peculiare funzione si può cogliere il motivo di interesse per un'indagine sui *bona covenants*: tali modelli di clausole potrebbero rappresentare una pietra di paragone utile per decifrare alcuni dei possibili confini "partecipativi" dei nuovi strumenti finanziari, confini che il legislatore nella recente riforma del diritto societario ha, per buona parte, lasciato volutamente indefiniti, favorendone una autonomia definizione ad opera del mercato¹⁷.

3. Il possibile ambito di applicazione

La libertà concessa dalla riforma nel campo dei finanziamenti societari ha trovato ampia espressione nella scarsa regolamentazione data ai titoli di debito delle s.r.l. dall'art. 2483 c.c.¹⁸ nonché, in tono solo parzialmente minore, nelle previsioni concernenti gli strumenti descritti dal sesto comma dell'art. 2346 c.c. ed in quelle aventi ad oggetto le emissioni effettuate in occasione della creazione dei patrimoni destinati ad uno specifico affare dettate dalla lett. e dell'art. 2447-ter c.c.

La scelta legislativa non è ovviamente casuale: la forma di finanziamento prevista per le s.r.l., pur esaurendosi nella disciplina di un solo articolo, appare infatti destinata esclusivamente alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza

¹⁷ Cfr. sul punto l'analisi condotta da F. CAFAGGI, *Complementarietà istituzionali ed evoluzione dei modelli organizzativi nella riforma del diritto societario*, in *Merito, concorrenza, regole*, I, 2002, p. 18; «In generale potrebbe ipotizzarsi una correlazione tra modalità di esercizio dell'autonomia statutaria e tasso di eterofinanziamento. Tanto più elevata la dipendenza dell'impresa dal credito, tanto maggiore il livello di rigidità della struttura organizzativa volta ad assicurare i creditori che non avverranno modificazioni della compagine sociale e delle regole statutarie dirette a rendere meno certa la posizione degli stessi, tra il momento di concessione del credito e quello della restituzione».

¹⁸ Sulla possibile natura di titoli di credito, quanto di documenti di legittimazione o di titoli impropri, v. O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in G. COTTINO (a cura di), *Trattato di diritto commerciale*, V, 1, Padova, 2007, p. 355; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, V, 2005, p. 998; in tema di strumenti finanziari ex art. 2447-ter c.c., v. L. SALAMONE, *Il finanziamento a «specifico affare»*, in *Giurisprudenza commerciale*, II, pt. I, 2006, p. 239 ss.

prudenziale¹⁹, non bisognevoli di una particolare tutela legislativa, in quanto capaci di negoziare con la società debitrice i termini del prestito su base "paritaria"²⁰.

Al contrario nessuna norma vieta espressamente che i nuovi valori mobiliari riservati alle s.p.a. possano essere sottoscritti anche da risparmiatori a fronte di emissioni in serie dei titoli. L'ipotesi trova anzi una diretta conferma negli artt. 2447-*series* e 2447-*octies* c.c., che ricalcano le previsioni normative dettate per le obbligazioni in materia di annotazione nei registri sociali e di formazione delle assemblee speciali dei possessori dei titoli emessi in occasione della costituzione di patrimoni destinati²¹.

Pur essendo il rinvio operato dal terzo comma dell'art. 2411 c.c. limitato ai soli titoli che condizionano i tempi e l'entità del rimborso al rischio di impresa, anche i restanti strumenti rientranti nell'ampia formula contenuta nell'ultimo comma dell'art. 2346 c.c. sembrano potersi avvalere *ex contractu* della maggior parte delle norme dettate in tema di obbligazioni – in particolare di quelle legate alla costituzione di una forma di rappresentanza comune, ove emessi in massa²² – rimanendo dubbia una applicazione della disciplina dei limiti d'emissione previsti dall'art. 2412 c.c. a carico delle s.p.a. non quotate, dovendosi forse escludere la necessità di protezione dei possessori dei titoli partecipativi al rischio sociale non solo per gli interessi, ma anche per l'intero rimborso dell'apporto²³.

¹⁹ Sulla natura della garanzia cfr. F. DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, I, 2004, p. 13 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *op. cit.*, p. 1002 ss.; O. CAGNASSO, *op. cit.*, p. 352.

²⁰ Il secondo comma dell'art. 2483 c.c. investe i sottoscrittori di una funzione di tutela del mercato, esponendoli alla garanzia della solvenza dell'emittente a favore dei pretitori non qualificati. V. sul punto F. VIELLA, *Diritto e sviluppo delle piccole e medie imprese: la riforma delle società di capitali*, in *L'Industria*, II, 2005, p. 307 ss.

²¹ Cfr. F. DI SABATO, *op. cit.*, p. 26 ss.

²² Sul punto cfr. A. PISANI MASSAMORALE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, VI, 2003, p. 1278 ss., che, al contrario, esclude la possibilità di nomina del rappresentante comune nei casi non esplicitamente ricompresi dalla disciplina.

²³ I diritti patrimoniali degli ibridi possono assumere varie declinazioni: nulla infatti esclude che gli stessi possano mettere in gioco la restituzione dell'apporto in tutto o solo in parte, dando luogo – per una parte della dottrina – ad una categoria autonoma. Nel primo caso, non ricompreso nel richiamo effettuato dall'art. 2411 c.c., una esposizione totale del capitale al rischio di impresa non sembra giustificare la necessità di limiti d'emissione: in tal senso significativo pare l'esplicito parallelo con le c.d.

Tuttavia, prescindendo da quest'ultimo problema di raccordo della disciplina, è facile immaginare come – al pari dell'ipotesi di una emissione obbligatoria che realizza le condizioni fissate dall'ultimo comma dell'art. 2-bis Reg. Emittenti²⁴ – difficilmente le s.p.a. medio-piccole troveranno vantaggioso procedere ad una diffusione dei titoli fra il pubblico che soddisfi i criteri fissati dall'art. 33 Reg. Emittenti²⁵, dati gli elevati costi organizzativi ed oneri informativi connessi ad un *placement* che polverizzi un prestito di dimensione contenute fra un pubblico di risparmiatori²⁶. Al pari delle s.r.l., i nuovi titoli previsti per le s.p.a. – siano essi contenuti o meno all'interno di un patrimonio destinato – appaiono destinati ad essere emessi principalmente a favore

«azioni di industria» presenti in altri ordinamenti (sul punto v. G.B. PORTALE, *Profilo dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corriere giuridico*, XII, 2003, p. 1663 e 1666), svolto dalla relazione al dlgs. 17 gennaio 2003, n. 6, § 3.4 e § 7. In tal senso cfr. M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, V, 2003, p. 555 ss.; F. COSSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giurisprudenza commerciale*, IV, pt. I, 2003, p. 419; L. ENRIQUES, *Quantum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, II, 2005, p. 182; A. LOLL, *Commento agli artt. 2346-2354 c.c.*, *Sez. II Gli strumenti finanziari*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, I, 2005, p. 199. Contra A. AUDINO, *Commento all'art. 2411 c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *op. cit.*, II, p. 1237; cfr. anche A. GIANELLI, *Commento all'art. 2411 c.c.*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, II, 2006, p. 76 ss. Più complessa l'ipotesi di una compressione solo parziale del diritto alla restituzione, poiché in questo caso un rapporto fra capitale e debito cartolare potrebbe trovare ancora un fondamento logico: data la partecipatività pur frazionale del debito all'andamento dell'impresa sembra tuttavia iniquo dover applicare il rapporto "statico" fra ammontare emesso e somma duplicata del capitale e delle riserve, così come stabilito dal primo comma dell'art. 2412 c.c. Sul punto v. però M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione degli strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, V, 2003, p. 531 ss., e M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, 2003, p. 332 ss., che sottolineano come il limite ascrivibile alla funzione di equilibrare potere e rischio di impresa, imponendo un impegno economico degli azionisti. Tale scopo sembra però difficilmente raggiungibile, dato che la norma non pone un freno alle differenti fonti di indebitamento: sul punto cfr. C. BRUSCIA MORRA, *op. cit.*, § 3; M. PALMIERI, *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni*, *op. cit.*, p. 300 ss.

²⁴ Delibera Consob 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche.

²⁵ Non sembra difficile ipotizzare che, ai sensi delle lett. a, b, c e d del primo comma della suddetta norma, una emissione – superiore a 2.500.000 euro di valore complessivo – possa essere rivolta ad un numero inferiore a 100 destinatari, interessati a sottoscrivere strumenti del valore superiore ai 50.000 euro ciascuno.

²⁶ A. BANFI, F. DI PASQUALI, *op. cit.*, p. 412 ss.

degli investitori professionali su base ristretta²⁷, se non talora in unici esemplari ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 2346 c.c.²⁸. In quest'ultima ipotesi, di particolare interesse per gli strumenti che riconoscono un diritto nominale ex art. 2351 c.c., venendo meno l'applicabilità delle norme dettate in tema di organizzazione e di rappresentanza anche ai sensi dell'art. 2376 c.c., la libertà delle parti nella articolazione dei termini del prestito potrà trovare la massima estensione.

In un panorama legislativo così frastagliato l'adozione di *bond covenants* potrebbe rivelarsi utile, come anticipato, ad indirizzare l'autonomia contrattuale colmando le lacune legislative in ordine alla difesa degli investitori, sia per quanto attiene una tutela immediata dei loro diritti economici – ancorati o meno all'andamento di impresa – sia in ordine ad un loro più stretto controllo sulla amministrazione dell'impresa finanziaria.

²⁷ Sulla distinzione fra emissione in massa ed in serie, quest'ultima caratterizzante anche le cambiali finanziarie ex l. 13 gennaio 1994, n. 43, v. M. CALLEGARI, G. CORTINO, E. DIBIANA, G. SPATAZZA, *I titoli di credito*, in G. CORTINO (a cura di), *op. cit.*, VII, 2006, p. 529.

²⁸ Cfr. G. CARARARO, *Titoli di massa e nuovo diritto societario*, Padova, 2004, p. 136 ss.: l'A. sottolinea come la necessità di fissare statutariamente natura, modalità e condizioni di emissione dei titoli, costituisca «caratteristica dell'emissione in serie». Sul punto cfr. anche L. SALAMONE, *op. cit.*, p. 239: a margine dell'analisi degli strumenti di cui alla lett. e dell'art. 2447-ter c.c., l'A. afferma che la nozione di strumento finanziario «designa una tecnica di raccolta di finanziamenti incentrata sulla scomposizione di un investimento collettivo ad unità di misura eguali e costanti». La definizione sembra però scontrarsi con la previsione dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., ove si fa riferimento al possibile apporto di opere o servizi che, se caratterizzati dall'*infinitas personarum*, difficilmente potranno assumere le caratteristiche di un investimento "diffuso", pur potendo essere emessi solo in base ad una previsione statutaria. Inoltre escludendo l'ipotesi dell'emissione di un singolo titolo avente le caratteristiche dettate dall'art. 2346 c.c., si negherebbe la possibilità per il singolo investitore di poter nominare una delle figure contemplate dall'art. 2351 c.c., stante la apparente eccezionalità della norma che deroga al principio della nomina assembleare contenuto negli artt. 2364 e 2364-bis c.c. L'emissione di un singolo titolo di debito dovrebbe invece ritenersi esclusa per le s.r.l.: sul punto cfr. O. CAGNASSO, *op. cit.*, p. 354 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *op. cit.*, p. 997 ss.; F. FIMMANO, *op. cit.*, p. 101 e 110. Alla stessa conclusione sembra debba giungersi per gli strumenti finanziari previsti dall'art. 2447-ter c.c., apparendo inscindibile l'applicazione delle norme contenute negli artt. 2447-ter c.c. e 2447-octies c.c., che presuppongono l'emissione di molteplici titoli: sul parallelismo con l'organizzazione degli obbligazionisti v. F. COSSI, *op. cit.*, p. 418; A. DI SANI MASSAMORALE, *op. cit.*, p. 1286; A. MAFFEI ALBERTI, *Commento agli artt. 2447-bis e 2447-decies c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *op. cit.*, II, p. 1686 ss.

Al primo ambito appartengono le clausole che consentono ai creditori di incidere direttamente sulla sfera economica dell'impresa. I c.d. *financial covenants* possono infatti imporre all'emittente:

1. una soglia massima di indebitamento;
2. dei limiti ai pagamenti verso taluni soggetti;
3. un divieto alle operazioni di *lease-back*;
4. una limitazione alla vendita di beni aziendali.

Accanto a questo primo gruppo si affianca un secondo insieme di *terms*, i c.d. *non-financial covenants*, che pongono solo indirettamente dei vincoli all'assetto patrimoniale della società debitrice, incidendo, *latu sensu*, sulla gestione dell'impresa attraverso:

5. un divieto alle operazioni di fusione;
6. una restrizione al cambiamento della compagine sociale di controllo;
7. un obbligo di informazione specifica a favore dei *bondholders*;
8. una limitazione alla conclusione di transazioni a favore delle società controllanti o affiliate.

In tutti i casi elencati, l'adempimento delle obbligazioni rappresenta, come detto, la condizione necessaria affinché la società emittente non si veda costretta alla restituzione anticipata del capitale obbligazionario o, quantomeno, al pagamento di un interesse superiore a quello inizialmente concordato.

Rileggendo l'elenco si può facilmente notare come la maggior parte dei *covenants* siano costituiti da obbligazioni di non fare²⁹, mentre solo le clausole aventi ad oggetto un onere informativo impegnano la società ad un comportamento attivo. Oltre ad assicurare una maggior semplicità nella verifica dell'adempimento di una prestazione negativa e a garantire un tendenziale mantenimento dello *status quo* finanziario dell'emittente³⁰, il motivo principale della prevalenza risiede nell'evitare che il creditore possa essere ritenuto responsabile dei danni arrecati

²⁹ Sull'incidenza economica dei «monitoring costs» e delle «bonding expenditures» tesi al contenimento degli *agency costs* sostenuti dalla minoranza azionaria v. M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *op. cit.*, p. 10 ss.

³⁰ «A positive relation between the inclusion of covenants and the maturity of the loans» e «between the inclusion of covenants and the prevailing credit spread» è evidenziata su un campione di 14.112 prestiti effettuati nel mercato nordamericano nel periodo 1990-2001 da M.H. BRADLEY, M.R. ROBERTS, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants, working paper*, 2004, reperibile sul sito internet www.ssrn.com, p. 4 ss.

al patrimonio sociale a fronte dell'ingerenza esercitata sulla gestione secondo i principi della *common law* nordamericana³¹.

Esaminando la lista dei *terms* elaborati dalla dottrina statunitense appare inoltre evidente come i meccanismi di garanzia approntati dai modelli di *covenants* non rappresentino delle novità assolute per il nostro ordinamento. Molti di essi hanno infatti già incontrato una concreta applicazione sotto forma di *loan covenants*³², data l'importanza centrale del credito bancario nel mercato finanziario nazionale; tuttavia occorre soprattutto rilevare come la maggior parte delle tutele offerte agli investitori dalla contrattualistica anglosassone siano già presenti sotto la forma di previsioni legislative. Un esempio si rinviene guardando al parallelo che esiste fra la clausola che impone un livello massimo di indebitamento ed il limite alle emissioni obbligazionarie previsto per le s.p.a. non quotate dal primo e dal quarto comma dell'art. 2412 c.c. In questo differente approccio alla comune domanda di difesa dei creditori sociali risiede una delle principali differenze fra il nostro mercato dei capitali e quelli anglosassoni: nell'ordinamento italiano la tutela trova principalmente fonte nella legge, mentre nei paesi di *common law* essa scaturisce per buona parte dai *covenants* prodotti dall'autonomia privata.

Pertanto, come già anticipato, lo studio delle clausole potrebbe trovare un possibile spazio applicativo laddove il riformatore italiano si è volutamente astenuto dal legiferare, lasciando alle parti la libera regolamentazione del rapporto finanziario. Un esempio concreto, utile anche alla comprensione del funzionamento dei *covenants* – seppur estraneo al mondo delle PMI societarie – sembra potersi articolare nell'ambito dei *corporate bonds* negoziati sui mercati regolamentati dalle s.p.a. quotate, che a differenza delle compagini “chuse” non

³¹ «Limited liability is the reason. Under US corporate law, when a creditor, acting in that capacity, exercises control power over the firm, it loses its limited liability status. If a managing creditor's business decisions work out badly, it can be held personally liable to other creditors or even to the stockholders: così W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and process*, in *European Business Organization Law Review*, 1, 2006, p. 39 ss., nella versione pubblicata sul sito internet www.ssrn.com, p. 9, testo e nota 33, ove riferimenti ai relativi *leading cases*. Pare significativo notare l'accostamento effettuato dall'A. dell'espressione “limited liability status” alla figura del *creditor*, un possibile “parallel” italiano del principio, pur limitato nell'operatività, sembra rinvenirsi nel secondo comma dell'art. 2497 c.c.

³² V. UNICREDIT BANCA MEDIOCREDITO-CENTRALE DEI BILANCI, *I covenant del bilancio nei finanziamenti a medio e lungo termine*, Roma, 2005, p. 38 ss.

scontano limiti alla emissione di obbligazioni ai sensi del terzo comma dell'art. 2412 c.c.

In tale ipotesi l'adozione di un vincolo convenzionale può apparire utile qualora si ritenga che gli oneri informativi ricadenti sulla emittente ed il giudizio del mercato formato sui dati resi da quest'ultima siano di per sé soli insufficienti a garantire un sostenibile livello di indebitamento della società. Inoltre l'imposizione di un *covenant* potrà essere di particolare interesse ove si consideri il rischio assunto dall'intermediario, che al fine di non dover sottostare all'obbligo di pubblicazione del prospetto ex art. 100 t.u.f., comma 1, lett. a, decida di trattenere gli strumenti sottoscritti a mezzo di un *private placement* per il c.d. *holding period* impostogli dal terzo comma dell'art. 100-bis t.u.f. in previsione di una loro successiva ridistribuzione al mercato *retail*, pena la nullità dell'operazione di ricollocazione sistematico effettuata nei confronti dei soggetti che agiscono per scopi estranei alla propria attività professionale o imprenditoriale. L'inserzione di una clausola di limitazione all'indebitamento per il primo anno di vita del titolo all'interno dello statuto d'emissione potrebbe agilmente contenere il pericolo che in questo relativamente breve periodo la società finanziata si indebiti ulteriormente. L'utilità della previsione contrattuale si rivelerebbe duplice: essa infatti non solo garantirebbe il primo sottoscrittore dei titoli da un repentino *default*, ma anche – e soprattutto – assicurerebbe l'intermediario dal rischio di assistere ad un deterioramento della situazione finanziaria della emittente e del vedere ridotto di riflesso il valore dei titoli transitoriamente posseduti, un rischio che, altrimenti, se non contenuto, potrebbe incidere negativamente sul già asfittico mercato nazionale dei *corporate bonds*³³.

4. I *covenants* che fissano un limite all'indebitamento

Come si è potuto dimostrare a conclusione del precedente paragrafo la tecnica dei *covenants* può apparire utile a colmare i vuoti legislativi se non, talora, a correggere alcuni "eccessi" normativi.

³³ Cfr. M. PELLEGRINI, *La circolazione dei prodotti finanziari*, in F. CARBIGNONE (a cura di), *La Nuova legge sul risparmio*, Padova, 2006, p. 358; M. PALAMERI, *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni*, op. cit., p. 319 ss.

Proseguendo lungo quest'orizzonte di ricerca, la seconda parte dello studio approfondirà i quattro modelli di clausola forse più significativi per il mondo delle imprese societarie di medio-piccola dimensione, ovvero i *terms* che limitano l'indebitamento dell'emittente, quelli che vietano taluni pagamenti, nonché i modelli che impongono un onere informativo a favore dei possessori degli strumenti finanziari od un limite al cambiamento della compagine di controllo³⁴. Si deve comunque sottolineare come l'auspicato recepimento della prassi contrattuale estera appaia destinato ai soli crediti cartolari – non necessariamente emessi dalle PMI di maggior dimensione – che raggiungano un volume tale da garantire che i vantaggi conseguenti alla inserzione dei *covenants* superino in valore i costi gestionali dell'emittente e le spese di *monitoring* sopportate dai possessori dei titoli³⁵.

Riprendendo l'esempio della clausola che pone una soglia all'indebitamento della s.p.a. quotata emittente obbligazioni, pare scontato rilevare come l'uso della stessa possa trovare un facile recepimento laddove il legislatore ha lasciato alla sola valutazione dell'investitore stabilire la soglia di indebitamento massimo raggiungibile dalla società. Sia gli strumenti previsti dall'art. 2346 c.c.³⁶, sia i titoli di debito emettabili dalle s.r.l., non subiscono infatti un limite d'emissione³⁷; la predeterminazione degli stessi ai portafogli degli investitori professionali – esplicita e ristretta ai soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale nel

³⁴ Cfr. i dati evidenziati da M.H. BRADLEY, M.R. ROBERTS, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, op. cit., p. 15; S. KWAN, W.T. CARLTON, op. cit., p. 5 e 28 ss.

³⁵ V. i significativi dati riportati *sub* nt. 15. Il campione di 535 *private placements* (effettuati nel periodo gennaio 1985-dicembre 1994 da 377 società nordamericane non succedenti ai mercati regolamentati) esaminato da S. KWAN, W.T. CARLTON, op. cit., p. 6 ss., presentava un volume d'emissione medio pari a 40 milioni di dollari ed una durata media del prestito eguale a dieci anni.

³⁶ Per i titoli dotati di «significativi diritti amministrativi» M. LAMANDINI, op. cit., p. 535, suggerisce di considerare applicabile *analogia legis* il limite contenuto nel secondo comma dell'art. 2351 c.c. «nesso che [quella] regola è espressione del principio generale di correlazione potere/rischio che deve presiedere all'allocazione di prerogative di governo sociale». La tesi non sembra del tutto condivisibile, poiché i limitati diritti di cui possono essere dotati gli strumenti non permettono di ottenere – *ut singuli* – il controllo della società.

³⁷ Cfr. P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, IV, 2003, p. 806, che suggerisce la previsione di limiti statuari.

caso delle s.r.l.³⁸, meno scontata, come detto, per le s.p.a. – sembra giustificare la soluzione legislativa. In questi casi appare evidente come spetti al sottoscrittore assumere autonomamente le tutele che altrove il legislatore, almeno parzialmente³⁹, ha modellato a salvaguardia di una massa indistinta di finanziatori.

Oltre a porre un freno all'esposizione debitoria – normalmente considerevole rispetto ai mezzi propri delle PMI italiane⁴⁰ – i possessori dei titoli potrebbero trarre beneficio dall'adozione della variante del *covenant*, radicata nella prassi finanziaria estera, che impone alla società debitrice il mantenimento di un'equazione fra l'*Ebit* o l'*Ebitda* e l'ammontare delle passività accumulate nel singolo esercizio, prendendo talora a riferimento il debito complessivo, oppure la sola somma degli interessi accumulati nel corso dell'anno sociale⁴¹. Rispetto all'equilibrio "statico" imposto dall'art. 2412 c.c. il *financial covenant* elaborato dal mercato finanziario statunitense a seguito dell'ormai risalente abbandono dell'istituto del capitale sociale⁴², appare un

³⁸ Cf. M. STELLA RICHTER R., *op. cit.*, p. 1009; A. LOLL, *Commento all'art. 2483 c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *op. cit.*, IV, p. 2138.

³⁹ V. *supra* nt. 23.

⁴⁰ Il capitale rappresenta idealmente circa il 30,7% del passivo delle s.p.a. italiane di media capitalizzazione, mentre esso si attesta al 47,6% per le società spagnole, al 40,4% per le francesi ed al 45,2% per le tedesche. I dati sono ripresi dalla brochure introduttiva al nuovo Mercato Alternativo del Capitale, rinvenibile sul sito *internet* www.mercatoalternativocapitale.it.

⁴¹ Per un esempio v. S. KWAN, W. T. CARLTON, *op. cit.*, p. 29 ss.

⁴² Per una analisi storica della evoluzione dell'istituto nel diritto nordamericano fino al suo abbandono ad opera del *New Jersey Corporate Code* del 1888, v. W. W. BRATTON, *op. cit.*, p. 2 ss. All'interno del dibattito per la abolizione del capitale sociale anche nel quadro europeo continentale, l'A. ricorda come si sia evidenziando la possibilità di supplire alla assenza di difesa dei creditori grazie all'adozione di *covenants*. Una critica sull'uso delle clausole, quale causa di impoverimento societario dovuto alla ristretta libertà dei *managers*, è sollevata da M. C. JENSEN, W. H. MECKLING, *op. cit.*, p. 45 ss. Dopo un periodo di declino durato fino agli anni '90, l'uno dei *bond covenants* è significativamente ripreso: sul punto cfr. R. NASH, J. NETTER, A. POUlsen, *Determinants of Contractual Relations between Shareholders and Bondholders: Investment Opportunities and Restrictive Covenants*, in *Journal of Corporate Finance*, IX, 2003, p. 219. Per uno sguardo sul dibattito italiano circa l'utilità del ruolo del capitale sociale nella difesa dei creditori, v. L. ENRIQUES, J. MACERY, *Raccolta del capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Rivista delle società*, I, 2002, p. 78 ss.; F. DENZOA, *A che serve il capitale (piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macery, Creditors versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules)*, in *Giurisprudenza commerciale*, V, pt. I, 2002, p. 585 ss.; L. ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e*

criterio di valutazione più attento alle dinamiche d'azienda, soprattutto per le imprese di dimensione inferiore, legandosi ai valori di *cash flow* prodotti dalle stesse.

All'opposto non sembra poter riservare una grande utilità la variante del *covenant* che impone alla società il mantenimento di un *rating* minimo, benché lo stesso si caratterizzi per il vantaggio di una immediata percepibilità da parte degli investitori. Il giudizio reso da analisti finanziari indipendenti appare infatti ancora poco sviluppato nel mercato italiano per il limitato accesso al capitale diffuso e quasi del tutto assente nel mondo delle società caratterizzate dalle dimensioni più ristrette⁴³.

Un più concreto motivo di interesse alla analisi della contrattualistica estera potrebbe, invece, rinvenirsi nella valutazione delle soluzioni correttive alla rigidità del *covenant*, adottate al fine di favorire l'operatività delle s.p.a. o delle s.r.l. emittenti nonché, in ultimo, l'interesse degli stessi creditori. Le clausole sviluppate nei mercati finanziari esteri ammettono infatti sovente sconti finanziari temporanei al livello massimo di indebitamento, predeterminati sia per quanto attiene il loro importo, sia per quanto riguarda il loro impiego⁴⁴.

Una frequente eccezione si riscontra nel permettere all'emittente di contrarre nuovo debito, purché questo sia postergato rispetto a quello detenuto dai creditori garantiti dal *covenant*, oppure perché assunto al fine di reperire quelle risorse finanziarie necessarie a rimborsare il capitale in scadenza, attraverso una classica operazione di allungamento del debito: un meccanismo simile governa anche il c.d. *negative pledge covenant*, che impegna il debitore a non costituire

sistema del netto: una risposta a Francesco Denzola, in *Giurisprudenza commerciale*, V, pt. I, 2005, p. 607 ss.

⁴³ V. sul punto l'analisi condotta da C.M. PINARDI, *Imprese italiane e rating: peculiarità e prospettive*, in C.M. PINARDI (a cura di), *op. cit.*, p. 147 ss. Sottolinea «il limitato contenuto informativo degli interventi delle agenzie, sebbene non si possa escludere che con riferimento a talune *rating actions* (segnatamente, declassamenti e *witch negativ*) il *rating* abbia un contenuto segnalatorio» N. LINCANO, *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, in *Banca Impresa società*, II, 2004, p. 289. Un incentivo allo sviluppo del *rating* anche per le PMI potrà venire dal recepimento del metodo di calcolo standardizzato dei requisiti patrimoniali delle banche tracciato da "Basilea II", che affida ai giudizi rilasciati dalle agenzie di valutazione esterna la determinazione del grado di ponderazione del rischio di credito variato dagli istituti bancari. Sul punto v. nt. 67.

⁴⁴ W. W. BRATTON, *op. cit.*, p. 10.

pegni o ipoteche sui beni aziendali per debiti differenti se una garanzia di eguale natura non viene costituita a favore del credito segreto dal *term.* Infine va ricordato come nella prassi contrattuale statunitense vengano sovente escluse dal computo del limite le spese sostenute per la ricerca e lo sviluppo, o per l'ammodernamento o l'ampliamento delle strutture aziendali⁴⁵.

La clausola di contenimento dell'indebitamento potrebbe essere forse proficuamente introdotta anche nello statuto d'emissione degli strumenti finanziari partecipativi previsti dalla lett. e dell'art. 2447-ter c.c. per la costituzione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare, benché gli stessi subiscano indirettamente una soglia d'emissione a mezzo del limite massimo di specializzazione del patrimonio complessivo, fissato in un decimo dello stesso dal secondo comma dell'art. 2447-bis c.c. A mezzo del *covenant* i possessori dei titoli potrebbero abbassare contrattualmente la soglia di reperimento di finanziamenti esterni, imponendo alla società debitrice un maggiore coinvolgimento economico nel perseguimento dell'affare.

5. I covenants che impongono limiti ai pagamenti

Un secondo esempio di *bond covenants* utile per tentare di definire il possibile contenuto dei nuovi strumenti finanziari dedicati alle piccole e medie imprese italiane si può rinvenire nella clausola finanziaria che impone alla società debitrice dei vincoli ai pagamenti verso taluni soggetti predeterminati⁴⁶. Completando la previsione di un blocco all'assunzione di nuovo debito⁴⁷, la condizione potrebbe rivelarsi particolarmente efficace per condurre le imprese ad una pianificazione finanziaria che spesso, anche a causa delle ristrette dimensioni medie delle imprese nazionali, cede il passo ad un indebitamento di corto termine⁴⁸.

⁴⁵ Cf. R. NASH, J. NETTER, A. POULSEN, *op. cit.*, p. 204.

⁴⁶ Il contenuto dei covenants verte normalmente su «the maximum amount, frequency and recipients of the dividends, in addition to sometimes conditioning the payments on measures of credit worthiness, such as credit ratings and financial ratios»: così M.H. BRADLEY, M.R. ROBERTS, *Are Bond Covenants Priced?*, *op. cit.*, p. 18.

⁴⁷ Il rapporto fra i covenants è evidenziato anche dal campione di 486 bonds emessi nel 1989 e nel 1996, analizzato da R. NASH, J. NETTER, A. POULSEN, *op. cit.*, p. 217.

⁴⁸ Si vedano a tal proposito i significativi dati riportati da E. SCARCI, *E più pesante il debito a breve termine*, in *Isolde24ore* del 17 settembre 2007, p. 15, ove si denota che

Al pari dei *covenants* esaminati nel precedente paragrafo, anche la natura di questa tutela delle ragioni creditorie non risulta sconosciuta al nostro ordinamento, trovando infatti vari paralleli legislativi: nel limite di distribuzione di dividendi non supportati da un attivo di bilancio imposto dal secondo comma dell'art. 2433 c.c., nel divieto di concedere prestiti finalizzati alla sottoscrizione di azioni ai sensi dell'art. 2358 c.c., nelle restrizioni fissate dall'art. 2467 c.c. al rimborso dei prestiti concessi dai quotisti nelle s.r.l.

In particolare, la non limpida disciplina predisposta dal legislatore nell'ultima norma potrebbe facilmente condurre l'investitore professionale a pretendere una predeterminazione dei casi⁴⁹ e dei vincoli quantitativi del rimborso effettuabile⁵⁰ a favore dei quotisti per la durata del prestito⁵¹. A differenza delle limitazioni disciplinate dal quarto comma dell'art. 2468 c.c., aventi ad oggetto i diritti economici legati alle quote, in questa ipotesi non si renderebbe necessario ottenere il consenso di tutti i soci, essendo sufficiente quello dei soli amministratori ad assumere l'impegno di non procedere ad un finanziamento "interno"⁵².

se il rapporto debito/patrimonio della media delle imprese italiane (242,4%) è in linea con quello delle corrispettive tedesche e francesi (rispettivamente 245% e 240,3%), appare invece sensibilmente differente il rapporto fra debito a lunga scadenza e debito totale: in Italia esso è del solo 26,7%, in Francia sale al 36,9%, mentre in Germania si attesta al 39,2%. Per una analisi del periodo 1987-2002, che conferma il trend descritto in precedenza v. UNICREDIT BANCA MEDIOCREDITO-CENTRALE DEI BILANCI, *op. cit.*, 18 ss.

⁴⁹ Interessante notare il rapporto positivo fra l'uso delle previsioni contrattuali e la permissività del diritto societario di alcuni degli Stati della confederazione americana evidenziato da Y. Qi, J. WALD, *State Laws and Debt Covenants, working paper*, 2006, reperibile sul sito internet www.fina.org, p. 16, in base all'analisi di un campione di 5.514 prestiti effettuati nel periodo 1987-2004.

⁵⁰ Cf. M. IREKKA, *La nuova disciplina dei «prestiti» dei soci alla società*, in S. AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, p. 140 ss.

⁵¹ «There is a significant positive correlation between dividend restrictions and factors that proxy for higher default risk: larger treasury spreads, smaller size, higher leverage, and operating inefficiency»: così S. CHANVA, P. KUMAR, A. WARGA, *op. cit.*, p. 14, in base all'analisi dei risultati raccolti. In questo senso anche S. KWAN, W.T. CABLETON, *op. cit.*, p. 26.

⁵² Sul potere dei boards of directors statunitensi di imporre vincoli *ex contractu* alla gestione societaria, esercitato in particolare a mezzo di *bond covenants*, cfr. S.M. BAINBRIDGE, *Dead Hand and Ho Hand Pills: Precommitment Strategies in Corporate Law*, *UCLA Law of School, working paper* n. 02-02, reperibile sul sito internet www.ssrn.com, p. 28 ss.

Più problematica appare l'imposizione di un *covenant* che congeli i diritti economici dei soci di una s.r.l. o di una s.p.a. dato il permanere del potere di decidere la distribuzione degli utili in capo ai partecipanti delle società, rispettivamente ex art. 2479, comma 2, n. 1, e 2433, comma 1, c.c. Una efficace soluzione per bloccare il pagamento dei dividendi potrebbe essere rappresentata dalla costituzione di una riserva indisponibile in cui far confluire in parte, o *in toto*, gli attivi netti risultanti dal bilancio per la durata residua del prestito collegato.⁵³

In modo del tutto simile una compressione, anche parziale, dei diritti di taluni creditori della s.p.a. e della s.r.l. (detentori o meno di strumenti finanziari⁵⁴) a favore dei possessori degli strumenti supportati dal *covenant* richiederebbe un preventivo assenso dei primi alla rinegoziazione delle condizioni del debito pena – evidentemente – l'inadempimento della società debitrice nei loro confronti. Un possibile *escamotage*, almeno nell'ambito delle s.p.a., potrebbe rinvenirsi nell'uso degli strumenti finanziari destinati al finanziamento di un patrimonio separato grazie alla pubblicità legale derivante dall'iscrizione della delibera di segregazione di parte del patrimonio presso il registro delle imprese ed il conseguente meccanismo di silenzio-assenso previsto a carico dei terzi creditori dall'art. 2447-quater c.c. allo scadere del sessantesimo giorno dall'adempimento. La soluzione offerta dalla norma appare tuttavia esposta a due condizioni che ne contengono sensibilmente l'ambito operativo: l'enucleabilità di un determinato affare a cui il finanziamento cartolare deve necessariamente riferirsi e l'esistenza del veduto limite massimo d'emissione dei titoli – pari al decimo del patrimonio sociale – posto indirettamente dal secondo comma dell'art. 2447-bis c.c.

⁵³ Ai fini della validità della delibera di costituzione della riserva e della destinazione dei dividendi sarebbe richiesta l'accettazione esplicita dei possessori delle azioni speciali ai sensi dell'art. 2376 c.c.; nell'ambito delle imprese societarie di medio-piccola dimensione tale ipotesi appare comunque di importanza marginale, poiché il fenomeno della diversificazione delle classi azionarie appartiene prevalentemente alle compagini caratterizzate da una notevole capitalizzazione.

⁵⁴ Il codice civile, al primo comma dell'art. 2376 c.c., si limita a disciplinare espressamente la modifica dei diritti dei possessori degli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi, imponendo come condizione di efficacia della delibera l'assenso degli stessi espresso con metodo assembleare, mentre per gli strumenti partecipativi al rischio di impresa per quanto attiene tempi ed entità del rimborso occorre rifarsi alla disciplina della assemblea degli obbligazionari ai sensi del terzo comma dell'art. 2411 c.c. Come specificato in precedenza, entrambe le discipline sembrano applicabili unicamente qualora gli strumenti siano emessi in massa: sul punto v. *supra* par. 3.

Un'ulteriore area applicativa per la clausola di limitazione al pagamento verso taluni soggetti si potrebbe rinvenire nella variante c.d. *me first clause*, ovvero il divieto al rimborso anticipato del debito subordinato, anche se appare evidente che una strutturazione complessa dei livelli di debito – al pari della veduta segmentazione patrimoniale – difficilmente potrà essere sfruttata dalle società di minore dimensione.

6. I covenants che introducono restrizioni al cambio di controllo

Come alcuni studi comparatistici hanno potuto dimostrare, nel quadro di numerose nazioni un ruolo centrale nella gestione delle imprese societarie di medio-piccola dimensione è sovente ricoperto dal fondatore o dal suo *clan*⁵⁵. Questo dato appare forse ancora più importante per le aziende italiane, normalmente contraddistinte da una dimensione inferiore⁵⁶, all'interno delle quali l'importanza del contributo personale del socio imprenditore e dei suoi familiari è tale che le modifiche agli assetti proprietari – anche a seguito dei semplici ricambi generazionali – assorbono l'attenzione anche degli investitori esterni e dei creditori.

Una conferma sembra essere offerta dalle citate "azioni sviluppo", nate da una proposta congiunta di Borsa Italiana e Assolombarda rivolta al mondo delle s.p.a. di medio-piccola dimensione. I nuovi titoli, normalmente quasi del tutto privi del diritto di voto, oltre ad essere privilegiati per quanto attiene la distribuzione dei dividendi, sono caratterizzati da un diritto alla conversione in azioni ordinarie qualora si realizzi un cambio di controllo, che tutela gli investitori dall'ipotesi di una modifica non gradita della maggioranza.

Nell'ottica di una pianificazione finanziaria di lungo termine, il rischio di una perdita della capacità produttiva della società

⁵⁵ Cf. R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES, A. SHELTER, R. W. VISHNY, *Investor Protection and Corporate Governance*, 1999, reperibile sul sito internet www.ssrn.com, p. 15, i quali sottolineano «the relative irrelevance of the Bette and Means corporation in most countries in the world and the centrality of family control» ove «the managers appear to be kept on a tighter leash than what Bette and Means describe».

⁵⁶ Cf. i dati riportati da OSSERVATORIO SULLE PMI EUROPEE 2002, *Obiettivo PMI - I principali risultati dell'Osservatorio sulle PMI Europee 2002*, 4.

conseguente ad un mutamento dei vertici aziendali⁵⁷ potrebbe essere similmente contenuto dai possessori dei finanziamenti cartolari a mezzo della previsione di un *covenant* che adatti le condizioni del prestito al maggior rischio sofferto dagli investitori, o provochi, nei casi ritenuti più gravi, l'immediata restituzione della somma⁵⁸.

Le difficoltà nel porre validamente in essere un simile meccanismo di tutela non sono però di semplice soluzione. Prescindendo dalle successioni *moris canna* – che ovviamente non potranno essere prese in considerazione se non per i prestiti di breve scadenza, pena la certezza di un avveramento della condizione – occorre esaminare le ipotesi di cessione occulta della quota di controllo, oltre ai casi di ingerenza esercitata da terzi che possono deviare la normale amministrazione sociale.

All'interno del primo insieme debbono essere racchiuse le varie ipotesi di una vendita che non venga esplicitata a mezzo della pubblicità presso il registro delle imprese prevista per le s.p.a. non quotate e per le s.r.l. rispettivamente dai secondi commi degli artt. 2435 c.c. e 2478-bis c.c., dedicati all'iscrizione dell'elenco dei soci e dei soggetti diversi titolari o beneficiari di vincoli su frazioni del capitale sociale⁵⁹.

Ancora più sfumato appare il secondo campo di applicazione ove dovrebbero essere ricompresi i vincoli contrattuali capaci di indirizzare la direzione dell'impresa. Anche in questa ipotesi l'ordinamento si occupa di dettare una disciplina parziale, avente ad oggetto le ipotesi

⁵⁷ A cui sono rivolte anche le clausole che pongono dei limiti alle operazioni di fusione: per un approfondimento sul possibile recepimento di questo modello di *covenant*, si rimanda a M. PALMIERI, *I bond covenant*, op. cit., p. 269 ss.

⁵⁸ Pare interessante notare inoltre che a seguito del recepimento della direttiva 2004/25/CE in materia di o.p.a., ai sensi del nuovo art. 123-bis t.u.f. introdotto dall'art. 4 del d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229, la relazione sulla gestione rilasciata dalle società con azioni quotate aumenterà il proprio contenuto, con una sezione che prevede, fra l'altro, la comunicazione di «d) gli accordi significativi dei quali la società o sue controllate siano parti e che acquisiscano efficacia, sono modificati o si estinguono in caso di cambiamento di controllo della società, e i loro effetti, tranne quando sono di natura tale per cui la loro divulgazione arrechierebbe grave pregiudizio alla società». La pubblicità di tali vincoli potrebbe rendersi necessaria anche per le società non afferenti ai mercati regolamentati a mezzo di un *covenant* informativo, alla cui analisi è dedicato il successivo paragrafo.

⁵⁹ V. M. GATTI, *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il d.lgs. n. 6 del 2003*, in *Rivista di diritto commerciale*, I-II, 2003, p. 3 ss. e 44 ss. Si noti che nel caso della s.r.l. e della s.p.a. che non abbia emesso i titoli azionari, la mancata iscrizione della cessione non produrrà effetti nei confronti della società ai sensi dei commi iniziali degli artt. 2335 e 2470 c.c. V. però l'art. 33 del d.l. 51644 del 26 settembre 2007, che punta ad eliminare il libro dei soci della s.r.l., prevedendo una semplificazione degli obblighi pubblicitari per la s.r.l.

ritenute più rilevanti per una tutela degli investitori, lasciando alla autonomia delle parti il compito di monitorare e contrastare la formazione di rapporti di dipendenza nelle compagnie ristrette. In questo ambito l'applicazione del *term* potrebbe trovare espressione, ad esempio, espandendo anche alle s.p.a. "chiusa" o alle s.r.l. l'obbligo di comunicazione dei patti parasociali eventualmente conclusi, oppure per tentare di contenere le ingerenze esercitate da terzi nei confronti delle emittenti non sottoposte alla direzione o al coordinamento di un'altra società *ex art.* 2497, terzo comma, c.c.

7. I covenant che impongono obblighi informativi

Collegato alla clausola esaminata nel precedente paragrafo appare l'ultimo modello di *covenant* rilevante per l'articolazione dei prestiti alle imprese italiane di media dimensione, ovvero la condizione che pone in capo all'emittente precisi obblighi di informazione a favore dei creditori.

Escludendo l'ambito delle s.p.a. aventi anche solo obbligazioni scambiate nel mercato borsistico – stante gli importi normalmente elevati delle operazioni e a causa del consistente flusso di informazioni posto a carico delle società (e degli eventuali azionisti di riferimento) dall'art. 114 del t.u.f. e dagli artt. 65-bis ss. del Reg. Emittenti, solo in parte ridimensionato rispetto alle s.p.a. quotate⁶⁰ – un primo ipotetico utilizzo si potrebbe avere guardando alle s.p.a. con soli strumenti obbligazionari diffusi fra il pubblico in maniera rilevante come definiti dal quarto comma dell'art. 2-bis del Reg. Emittenti⁶¹, quali potrebbero

⁶⁰ Le società emittenti solitamente obbligazioni negoziate in borsa potrebbero infatti contare, sulla disciplina delle comunicazioni di eventi e circostanze rilevanti *ex art.* 65-bis ss. del Reg. Emittenti, sulla informazione circa le operazioni straordinarie intraprese dalla società che potrebbero incidere sul loro diritto di credito – compresa la costituzione di patrimoni destinati – ai sensi dell'art. 75 del Reg. Emittenti, su una parziale informazione periodica legata all'approvazione del bilancio *ex art.* 77 del Reg. Emittenti, sulla maggior parte delle informazioni previste dagli artt. 84 ss. L'impianto normativo è sostanzialmente richiamato per le s.p.a. aventi solo obbligazioni quotate sui mercati regolamentati non borsistici dagli artt. 104 ss. del Reg. Emittenti.

⁶¹ Ovvero le s.p.a. italiane dotate di un patrimonio netto non inferiore a 5.000.000 di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a 200.

essere le società "chiuse" di media dimensione che operassero per un modello di finanziamento cartolare tradizionale.⁶²

Qualora poi l'emissione non realizzi le condizioni fissate dall'art. 2-bis del Reg. Emittenti, il flusso informativo previsto dalla normativa speciale si inattende quasi completamente, non essendo la società tenuta ad ottemperare alcun specifico obbligo di informazione: sembra pertanto del tutto plausibile che a fronte di un dovere informativo ridotto al solo deposito del bilancio e del registro dei soci presso il registro delle imprese – qualora non si voglia giungere a forme di controllo "interno" quali la nomina di un sindaco, di un amministratore indipendente o di un consigliere di sorveglianza ai sensi dell'art. 2351 c.c. – l'autonomia privata possa voler supplire alle previsioni di legge attraverso l'imposizione di un *covenant*.⁶³

Alla medesima conclusione si può giungere per i titoli emessi dalle s.r.l., il profilo finanziario delle quali è ricavabile esclusivamente dal bilancio depositato ai sensi del richiamo effettuato dall'art. 2478 c.c. alla corrispondente disciplina tracciata dal codice civile per le s.p.a. Se quest'ultima scelta legislativa pare giustificarsi a fronte della preesistente degli strumenti della s.r.l. a favore di un pubblico di soli investitori professionali, tuttavia, non sembra potersi escludere *a priori* l'ipotesi che i sottoscrittori vogliano potersi garantire un più ampio diritto all'informazione, di cui possa beneficiare anche l'eventuale successivo acquirente, a tutto vantaggio della cedibilità del titolo di

debito (e della stessa azienda finanziata, che potrà assicurarsi un più facile accesso al mercato finanziario).⁶⁴

8. Conclusioni

Guardando alle peculiarità dell'economia italiana, l'effettivo recepimento delle clausole finora descritte appare strettamente legato all'iniziativa degli istituti di credito ovvero dei soggetti che, per ragioni storiche e a causa delle limitate dimensioni medie delle imprese, appaiono essere al momento i campioni del mercato nazionale dei finanziamenti rivolti all'industria. Finché – come è stato auspicato – le banche «non muoveranno da un approccio di *corporate lending* ad un approccio di *corporate finance*»,⁶⁵ sembra tuttavia poco probabile che i nuovi strumenti finanziari ed i *covenants* ad essi collegati riescano facilmente a trovare uno spazio applicativo.⁶⁶

Un impulso in questa direzione potrebbe però venire dal prendere in esame proprio l'eventuale circolazione del credito.

Gli istituti potrebbero infatti rinvenire un concreto vantaggio nel vedere incorporati nei nuovi strumenti i finanziamenti (di importo, come detto, non modesto) concessi a favore delle iniziative imprenditoriali meno sicure quali, ad esempio, quelli non supportati da una garanzia ipotecaria o privi di un piano di rapido ammortamento:

⁶² Cfr. C. D'AMROSIO, *I titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Le società*, X, 2003, p. 1345, che suggerisce in alternativa alla garanzia degli investitori professionali l'obbligo di adozione di un prospetto informativo e la critica sollevata sul punto da F. FINAMANO, *op. cit.*, p. 111, testo e nota 66. Sulla ritrosia alla disclosure dimostrata dagli emittenti italiani e sulla facilità di ripetere le risorse finanziarie a mezzo del credito bancario, v. C.M. PINARDI, *Dimensione delle imprese, Basilica II ed emissioni obbligazionarie in Italia*, *op. cit.*, p. 25; R. CORRIJANO, *Banca e impresa in Italia: caratteri evolutivi del relationship lending e sostegno dello sviluppo*, in *Banca impresa società*, I, 2007, p. 50 s. Sottolineano però come «con tutte le PMI sono opache e che non tutte rispondono al problema dell'opacità informativa sviluppando un rapporto bancario di tipo relazionale» C. ZARA, E. FELTRINELLI, *op. cit.*, p. 303.

⁶³ G. BERTINELLI, *L'esame del caso italiano*, in A. BERTON (a cura di), *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano*, Milano, 2000, p. 61. Giungono alle medesime conclusioni anche C.M. PINARDI, *Dimensione delle imprese. Basilica II ed emissioni obbligazionarie in Italia*, *op. cit.*, p. 20 e 24 ss., e R. CORRIJANO, *op. cit.*, p. 27 ss.

⁶⁴ Cfr. sul punto A. BIANCHI, F. DI PASQUALE, *op. cit.*, p. 418 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *op. cit.*, p. 988 ss.

⁶⁵ In quest'ultimo ambito la specifica *disclosure* imposta ex lege a favore degli investitori si fonda – oltre che sulla pubblicazione del bilancio e della relazione della società di revisione ex art. 2435 c.c., nonché degli eventuali patiti patrimoniali ex art. 2341-ter c.c. – sulla comunicazione a mezzo stampa di alcune delle circostanze rilevanti previste dall'art. 66 del Reg. Emittenti, oltre che sulle informazioni necessarie all'esercizio dei diritti connessi agli strumenti, la cui diffusione è imposta dall'art. del Reg. Emittenti. A queste ultime si aggiungono, ai sensi del nuovo art. 111 Reg. Emittenti, le informazioni imposte in tema di distribuzione di strumenti finanziari a favore dei dipendenti, amministratori o collaboratori dell'art. 84-bis, recentemente introdotto dalla delibera Consob 3 maggio 2007, n. 15815, che appaiono particolarmente interessanti perché, almeno in parte, coprono l'area di applicabilità dei *covenants* che limita i pagamenti verso taluni soggetti, imponendo la *disclosure* su una parte delle operazioni che potrebbero impoverire il patrimonio sociale a scapito dei creditori.

⁶⁶ Cfr. l'analisi condotta sul punto da L. CANOVA, A. GRASSO, V. VENTURELLI, *Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI innovative in Italia*, in *Banca impresa società*, II, 2007, p. 312 ss.

nella prospettiva di non voler negare l'erogazione del credito, ma, al tempo stesso, di non volerlo portare a scadenza, sopportando gli oneri patrimoniali connessi all'esposizione assunta⁶⁷, gli istituti di credito potrebbero decidere di affiancare l'impresa curando l'iniziale strutturazione e sottoscrizione dell'operazione di finanziamento cartolare al fine di cedere nel breve termine la posizione a mezzo di una *traditio* dei titoli detenuti a favore di investitori professionali⁶⁸.

Anche questi ultimi potrebbero ottenere notevoli vantaggi dall'acquisire i titoli di credito supportati dalle condizioni al prestito. *In primis*, essi guadagnerebbero un sicuro accesso⁶⁹ ad un redditizio segmento del mercato del credito, normalmente loro precluso a causa delle ristrette dimensioni delle imprese e del rapporto pressoché univoco che lega le PMI alle banche, condizioni che rendono difficoltoso, se non antieconomico nell'ottica di una pura operazione di finanziamento l'instaurarsi di un dialogo diretto con le aziende⁷⁰. Rispetto

⁶⁷ Si noti che la regolamentazione *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, approvata dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria della B.R.I. (c.d. "Basilea II"), §§ 66 e 68, fissa a 100% il coefficiente di ponderazione dei crediti verso le imprese prive di rating secondo il metodo standardizzato di calcolo dei requisiti patrimoniali degli istituti: coefficiente che viene tenuto fermo qualora non si decida di utilizzare la valutazione resa dalle agenzie. Cfr. le *Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia*, tit. IV, cap. II, sez. II, § 2.1.

⁶⁸ Le banche verrebbero ad assumere un ruolo più attivo quali mediatori dei finanziamenti, sulla falsariga delle figure dello *«sponsor»* e dello *«specialista»* previste quali promotori del Mercato Alternativo del Capitale: v. *supra* nt. 10. Tenendo presente che nella esperienza finanziaria americana «no one knows what an optimal debt contract looks like. Any good bond lawyer knows how to draft a state of the art set of protections based on the past record of opportunistic debtor behaviour» (così W.W. BRATTON, *op. cit.*, p. 5) appare evidente che il rapporto spesso consolidato fra le banche italiane e le società finanziate possa costituire un vantaggio nella fase di strutturazione del titolo, a tutto vantaggio del cessionario. Inoltre occorre considerare che sullo sviluppo della pratica contrattuale potranno incidere anche fattori esterni: «The number of covenants per loan is significantly greater for debt issued during the recessionary years [...] These macroeconomic effects are particularly interesting in that they suggest an important mechanism by which banks and other lending institutions can affect the flow of credit by adjusting their covenant restrictions», così M.H. BRADLEY, M.R. ROBERTS, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, *op. cit.*, p. 21.

⁶⁹ Derivate dalla incorporazione del credito nel titolo e dalla conseguente insensibilità della obbligazione pecuniaria alle eccezioni opponibili alla banca *ex art.* 1993 c.c.

⁷⁰ I costi informativi sarebbero infatti minimi, poiché il contenuto dei titoli verrebbe modulato dall'intermediario bancario in base alle caratteristiche, già conosciute, della società finanziata. Tale soluzione abbatterebbe i costi del controllo per l'investitore finale, che sarebbero comunque contenuti per l'intermediario bancario dato che gli

all'investimento azionario, l'assunzione del debito cartolare, pur scontando l'assenza di un *capital gain*, potrebbe inoltre assicurare una soluzione di investimento caratterizzata da una durata predeterminata e da una remunerazione periodica fissa.

A fronte dell'inserzione dei *covenants* i possessori dei titoli verrebbero a beneficiare di un più diretto ed efficace controllo sulla emittente (in parte simile a quello goduto dai soci finanziatori del *private equity*), potendosi eventualmente avvalere anche delle figure previste per le s.p.a. dal quinto comma dell'art. 2351 c.c.) ad un costo sostanzialmente contenuto. Il potere di *monitoring* si rivelerebbe utile anche al fine di negoziare il credito qualora il debitore versi nella situazione di un imminente *default*: a differenza delle emissioni degli *high yield bonds*, le revisioni dei termini dei prestiti cartolari emessi su base ristretta offerebbero una maggior probabilità di successo, non scontando i costi derivanti dal difficile coordinamento di una massa di *bondholders*⁷¹.

Infine si deve considerare che i possessori degli strumenti finanziari si troverebbero ad un livello sovraordinato nella eventuale distribuzione del residuo attivo di liquidazione rispetto ai partecipanti al capitale, una posizione che, nell'ipotesi di una insolvenza conclamata dell'emittente, potrebbe essere sfruttata al fine di una cessione dei titoli a favore degli operatori nella gestione dei prestiti in sofferenza.

L'adozione dello strumento di finanziamento cartolare sembra presentare molteplici positività anche dal punto di vista delle società finanziate. È noto come, guardando ai c.d. *small & mid cap funds*

istituti (astrutturali) i benefici delle economie di scala realizzate nello svolgimento delle operazioni di *screening* e di *monitoring*: così R. CORIGLIANO, *op. cit.*, p. 33.

⁷¹ Emblematica pare la rinegoziazione del debito della Repubblica argentina, ove anche la mancanza di coordinamento fra i detentori dei c.d. *tango bonds* ha permesso allo Stato sudamericano un vantaggioso scambio dei vecchi titoli con nuove obbligazioni del valore fortemente decurto. Il costo di una rinegoziazione di un *publicly held bond* è evidenziato, *ex multis*, da Y. AMRUD, K. GARABADE, M. KAHAN, *An Institutional Innovation to Reduce the Agency Costs of Public Corporate Bonds*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, I, 2000, p. 114 ss., nella versione pubblicata sul sito internet www.sirn.com, p. 2 ss. e 10 ss.: gli A.A. propongono di implementare la libertà di rinegoziazione delle strutture rappresentative degli obbligazionisti attraverso la creazione di un c.d. *Supertrustee*. Per una breve analisi della tesi si permetta un rinvio a M. PALMIERI, *I bond covenants*, *op. cit.*, p. 278 ss., testo e note. Sul punto cfr. W.W. BRATTON, *op. cit.*, p. 21 e 29 ss.; K.M. SCHWARTZ, *The Economics of Covenants as a Means of Efficient Creditor Protection*, in *European Business Organization Law Review*, I, 2006, p. 93 ss.

europei, il peso delle società italiane in tali panieri di investimento azionario appaia tutto sommato modesto: la più immediata spiegazione è data dal limite dimensionale scontato dalla maggior parte delle società nazionali, a cui si accompagna tuttavia una marcata reticenza degli imprenditori italiani ad una apertura al mercato dei capitali.⁷² Di fronte alla diffusa volontà dei soci di controllo di mantenere le redini dell'impresa⁷³ – spesso all'interno di un perimetro familiare⁷⁴ – non sembra irragionevole pensare che un uso dei nuovi strumenti non azionari possa essere accolto favorevolmente anche dalle società, quale alternativa non solo all'emissione di capitale, ma anche al canale creditizio bancario.⁷⁵ Acconsentendo a sottoporre il prestito a delle condizioni gestionali, le imprese potrebbero infatti ampliare il proprio bacino di credito ottenendo migliori tassi di interesse in conseguenza del minor rischio subito dagli investitori, con l'ulteriore vantaggio di una predefinita terminazione del potere di controllo esterno, altrimenti spesso esercitato *de facto* dai creditori forti.⁷⁶

Una analoga limitazione dell'ingerenza degli investitori esterni nella direzione dell'impresa si pone anche alla base delle già citate "azioni sviluppo". Normalmente privi di diritti di amministrazione, anche i nuovi titoli, come accennato, contengono una sorta di controllo fondato su un *covenant*, consentendo al possessore la conversione in azioni ordinarie qualora la società non raggiunga determinati parametri di redditività fissati al momento dell'emissione. Questo meccanismo di garanzia sembra indirizzare gli strumenti soprattutto al mondo del

⁷² Interessante l'analisi condotta da FONDAZIONE NORD EST, *Il rapporto banca-impresa*, Quaderno n. 57, 6 giugno 2007, su un campione di 113 aziende del Triangolo con più di cinquanta dipendenti, solo il 3% circa degli imprenditori si dichiara disposto a cedere al mercato più della metà del capitale, mentre una opzione inferiore suscita l'interesse solo del 28% del campione.

⁷³ Cfr. A. PENATI, *Governo societario, tutela degli investitori ed efficienza del mercato dei capitali*, in *Banca impresa società*, III, 2004, p. 473 ss.

⁷⁴ Si noti che nel mercato statunitense dei *corporate bonds* l'esistenza di *cliquet institutional share-ownership* generally increases bond prices while the presence of *blockholders* generally decreases them, anche se «the presence of blockholders has no significant influence on covenant inclusion, at the margin»: S. CHAVVA, P. KUMAR, A. WARGA, *op. cit.*, p. 23 ss.

⁷⁵ Fondamentale sarà anche l'opera delle associazioni imprenditoriali, in un'ottica di armonizzazione non solo interna, ma anche fra i diversi ordinamenti: per una analisi del punto v. F. CARACCI, *Una "governance" per il diritto europeo dei contratti?*, in *Politica del diritto*, III, 2003, p. 382 ss.

⁷⁶ Cfr. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, p. 17.

private equity, potendo garantire agli investitori l'acquisizione del controllo della s.p.a. qualora il socio di riferimento non sia in grado di raggiungere gli obiettivi promessi. Permangono tuttavia il dubbio che, se l'imprenditoria italiana è sempre apparsa retta ad aprirsi al mercato dei capitali, potrebbe forse mal sopportare il rischio della perdita del controllo che la nuova categoria azionaria pone a carico dell'azionista di maggioranza al mancato raggiungimento del *target* economico. In aggiunta, dal punto di vista dell'investitore, occorre considerare che, oltre a richiedere un diretto impegno nella gestione, l'estromissione dalla gestione del socio imprenditore – spesso figura chiave del ciclo produttivo delle PMI – potrebbe comportare anche una perdita netta del valore dell'azienda.⁷⁷

A fronte anche di queste considerazioni, la soluzione offerta dai titoli di credito muniti di *covenants* sembrerebbe pertanto destinato a costituire per le imprese italiane di medio-piccola dimensione un modello di finanziamento "partecipativo" meno invasivo rispetto al credito bancario o alle forme classiche della *mezzanine finance* quali le obbligazioni convertibili,⁷⁸ soprattutto qualora, grazie allo sviluppo di operatori specializzati nel settore ed alla creazione delle opportune economie di scala, accanto al *private equity* potesse nascere un attivo mercato nazionale del "private debt".⁷⁹

⁷⁷ Cfr. F. CARACCI, *Riforma del diritto societario: il ruolo delle "clausole generali"*, in *Stato e mercato*, LXXI, 2001, p. 49.

⁷⁸ Cfr. G. BUI, *Nuovo diritto societario e "private equity": spunti di riflessione alla luce della riforma*, in *Le società*, IX, 2004, p. 1073, che sottolinea come il nuovo limite d'emissione obbligazionaria fissato dall'art. 2412 c.c. nel doppio del capitale e delle riserve possa essere raggiunto anche a mezzo di una emissione di titoli convertibili, sottoscritti in blocco da un unico investitore che voglia acquisire nel tempo il controllo della società. Cfr. S. KWAN, W.T. CARLSTON, *op. cit.*, p. 5 ss. La sostanziale assenza di poteri amministrativi potrebbe giustificare la preferenza degli investitori per le obbligazioni convertibili, data la sicurezza del pagamento di interessi periodici e la precedenza nella restituzione del capitale rispetto agli azionisti, ancorché privilegiati, oltre alla determinatezza temporale dell'investimento, sul rischio di ingerenza o perdita del controllo avvertito dai soci di riferimento, cfr. W.W. BRATTON, *Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control*, in *Michigan Law Review*, III, 2002, p. 915 ss.

⁷⁹ Al fine di abbattere i costi operativi di *monitoring* gli operatori potrebbero sfruttare la geografia dell'imprenditoria italiana concentrando, almeno inizialmente, la loro attività all'interno dei distretti produttivi o su base regionale.