

# INDICE SOMMARIO

pag.

## CAPITOLO I PREMESSE SISTEMATICHE E OBIETTIVI DELLA RICERCA

1. Oggetto e scopi della ricerca	2
1.1. I <i>covenants</i> come pattuizioni accessorie di contratti di finanziamento in funzione (generica) di “garanzia” ( <i>lato sensu</i> ) del credito	2
1.2. I molteplici profili di “rilevanza giuridica” dei <i>covenants</i> 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	6
1.3. Necessità di un ampliamento della prospettiva: utilità di un’indagine incentrata anche sui profili di disciplina <i>ex ante</i> e di una qualificazione dei <i>covenants</i> nel contesto di nozioni “prognostiche” dettate al servizio di discipline di “prevenzione” e/o di portata “organizzativa” (“ <i>Organisationsrecht</i> ”) e non solo con funzione di “tutela” (“ <i>Schutzrecht</i> ”): analisi dei <i>covenants</i> quali possibili presupposti di fattispecie di “influenza qualificata” o <i>lato sensu</i> “aggregative”	11
1.4. Gli scopi della ricerca; utilità e maggiore complessità di una stima ricostruttiva e qualificatoria riguardo a fattispecie che presuppongono valutazioni prognostiche <i>ex ante</i> . Utilità di un’analisi comparata con il sistema tedesco e con la dottrina tedesca sui rapporti tra <i>covenants</i> e gruppo (non solo di diritto, ma anche) di fatto (“ <i>faktischer Konzern</i> ”)	16
2. Alcune premesse sistematiche in tema di fattispecie <i>lato sensu</i> “aggregative”: relatività dei concetti, valenza funzionale delle nozioni ed ermeneutica orientata al problema	20
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”	20

	<i>pag.</i>
2.2. Carattere "relazionale" della nozione di "controllo"	23
2.3. ( <i>Segue</i> ) ... e della stessa nozione di "gruppo"	29
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	35
2.5. Il controllo esterno come fattispecie a geometria variabile in un plurimo senso: ( <i>i</i> ) per la sua non costante rilevanza (diversamente dal controllo interno) nel contesto delle diverse nozioni e/o fattispecie di controllo; ( <i>ii</i> ) per la sua non costante estensione pur nel contesto di singole nozioni e/o fattispecie nelle quali il controllo contrattuale assuma uno specifico rilievo; ( <i>iii</i> ) per la elasticità (sul piano degli esiti interpretativi/ricostruttivi) della fattispecie pur all'interno della medesima area concettuale/tipologica	39
3. I <i>covenants</i> come <i>genus</i> 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/tipologiche e/o delle diverse (sub-)fattispecie <i>lato sensu</i> "aggregative"	45
3.1. Necessità di una classificazione dei <i>covenants</i> con funzione non meramente descrittiva, ma strumentale alla più corretta collocazione delle singole clausole nelle diverse categorie e/o sub-fattispecie	45
3.2. (A) <i>Covenants</i> (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	47
3.2.1. (A-1) <i>Covenants</i> 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 <i>covenants</i> a più diretta incidenza gestionale	47
3.2.2. (A-2) <i>Covenants</i> recanti obblighi di "compliance" rispetto a norme di legge	52
3.2.3. (A-3) <i>Covenants</i> recanti l'imposizione di obblighi ulteriori rispetto a quelli derivanti dalle norme di legge applicabili	53
3.2.4. (A-4) <i>Negative pledge e pari passu</i>	55

	<i>pag.</i>
3.3. (B) <i>Covenants</i> con incidenza (talora anche forte) sul governo, ma a contenuto (positivo o negativo) predeterminato	56
3.3.1. (B-1) I c.d. <i>maintenance covenants</i> e le diverse sotto-categorie (tra gli altri: i <i>preservation of existence covenants</i> )	56
3.3.2. (B-2) I c.d. <i>financial covenants</i> e le diverse sotto-categorie (tra gli altri: i <i>dividend restrictions covenants</i> )	60
3.4. (C) <i>Covenants</i> la cui incidenza sul governo si realizza per il tramite di poteri di ingerenza attribuiti al finanziatore e rimessi al suo esercizio	63
3.4.1. (C-1) <i>Covenants</i> recanti previsioni esplicite in ordine a poteri a contenuto impositivo/conformativo (positivo) o a contenuto autorizzatorio/interdittivo (negativo)	63
3.4.2. (C-2) Rilettura in chiave sostanzialistica, e conseguente “riqualificazione”, di (potenzialmente) tutti i <i>covenants</i> ( <i>affirmative/negative</i> ) a contenuto predeterminato come <i>covenants</i> implicitamente (ma sostanzialmente) recanti anche poteri di ingerenza a contenuto autorizzatorio (negativo)	65
3.4.3. (C-3) Possibilità (ma solo in casi estremi) di una riqualificazione in termini di poteri di ingerenza a contenuto conformativo (positivo). “ <i>Trigger events</i> ” che innescano poteri di revoca o di risoluzione anticipata e/o poteri <i>lato sensu</i> 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	71
4. Sintesi e prime conclusioni utili per lo sviluppo dell’indagine successiva	73
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 <i>covenants</i> , dall’altro)	73
4.2. <i>Covenants</i> con incidenza sul governo e fattispecie aggregative	77
4.3. Anticipazione di parte delle future conclusioni	79

## CAPITOLO II

### I COVENANTS TRA COLLEGAMENTO, CONTROLLO E DOMINIO

1. Classificazione delle nozioni e/o delle fattispecie di controllo con specifico riguardo al controllo esterno	91
1.1. Due possibili approcci ricostruttivi e l’utilità di intrecciarne gli esiti: l’evoluzione diacronica e la ricostruzione sistematica	92
1.2. Il controllo esterno nel codice civile: analisi diacronica della dottrina sul tema	93

	<i>pag.</i>
1.2.1. Un primo periodo. La ritenuta illiceità dei contratti di dominio e il controllo contrattuale identificato nella condizione di marcata dipendenza economica di una delle parti di un contratto commerciale	95
1.2.2. Un secondo periodo. I primi dubbi sulla fondatezza della ricostruzione tramandata e le diverse ipotesi di soluzione: affiancamento o sostituzione delle fattispecie tradizionali con i contratti di dominazione e/o precisazione delle condizioni (ulteriori rispetto alla mera dipendenza economica) necessarie per l'integrazione degli estremi del controllo	99
1.2.3. Un terzo periodo. La riforma delle società di capitali e gli ulteriori possibili (ma controversi e tutt'altro che univoci) segnali della non illiceità <i>a priori</i> dei contratti di dominio	101
1.3. Una classificazione "attualizzata" e "contestualizzata" delle diverse ipotesi ricostruttive con criterio di tipo sistematico	105
1.3.1. A) Ipotesi ricostruttive che escludono (o escludevano) la rilevanza dei contratti di dominazione. La loro differenziazione	106
1.3.1.1. (A-i) La sudditanza/dipendenza economica come fulcro della fattispecie e i "particolari vincoli contrattuali" come mero indice rivelatore	106
1.3.1.2. (A-ii) I "particolari vincoli contrattuali" come fulcro della fattispecie in quanto generatori di uno stato di sudditanza/dipendenza economica	108
1.3.1.3. (A-iii) I (soli) rapporti contrattuali fondati su (o generatori di) uno stato di sudditanza/dipendenza economica connotato dal rischio di tradursi in una influenza capace di alimentare fenomeni "cooptativi" e "poteri privati"	113
1.3.1.4. (A-iv) Combinazione tra vincoli contrattuali e dipendenza economica	117
1.3.1.5. (A-v) L'estremo opposto: l'irrilevanza della condizione di sudditanza/dipendenza economica e il fulcro prettamente "negoziale" della fattispecie. Articolazione interna: (A-v-1) clausole contrattuali, potere di influenza, sua ricaduta sulle scelte gestionali della parte debole	118
1.3.1.6. (A-v-2) Una variante ancora più radicale: controllo esterno come potere di nominare e revocare la maggioranza degli amministratori	121

	<i>pag.</i>
1.3.1.7. (A-v-3) Potere di influenza sulle scelte gestorie (e non generica dipendenza economica), ma anche in via di fatto (e, dunque, pur in assenza di regolamentazione negoziale espressa)	123
1.3.2. B) Ipotesi ricostruttive che includono (o includevano) anche (o solo) i contratti di dominazione	125
1.3.3. A) + B) Ipotesi ricostruttive che includono sia i contratti di dominazione sia clausole attributive di poteri di influenza di portata equivalente, pur inserite in contratti con causa diversa	127
1.4. I “contratti” di cui all’art. 2497- <i>septies</i> c.c.: cenni e rinvio	128
2. <i>Covenants</i> e controllo esterno	129
2.1. <i>Covenants</i> e “particolari vincoli contrattuali” diversi dal contratto di dominio	129
2.1.1. <i>Covenants</i> e dipendenza economica. Le ragioni che si oppongono a una ricostruzione del controllo esterno come fattispecie fondata sulla condizione di sudditanza/dipendenza economica di cui i particolari vincoli contrattuali costituirebbero mero indice segnaletico	130
2.1.1.1. ( <i>Segue</i> ) Ricadute sul piano dei rapporti tra <i>covenants</i> e controllo. Ulteriori spunti, in chiave problematica e applicativa, contro l’accoglimento delle concezioni tradizionali	138
2.1.2. <i>Covenants</i> e vincoli contrattuali generatori di dipendenza economica. Le ragioni che si oppongono alla ricostruzione del controllo esterno fondata sul binomio vincoli contrattuali/dipendenza economica	139
2.1.2.1. ( <i>Segue</i> ) Ricadute sul piano dei rapporti tra <i>covenants</i> e controllo e nuovi spunti contro la ricostruzione tradizionale, sia pure emendata e corretta	144
2.1.3. <i>Covenants</i> e vincoli contrattuali generatori di poteri privati o di natura cooptativa	146
2.1.3.1. ( <i>Segue</i> ) Ricadute sul piano dei rapporti tra <i>covenants</i> e controllo. Insufficienza, in chiave problematica e applicativa, del criterio così prospettato	148
2.1.4. <i>Covenants</i> e combinazione tra vincoli contrattuali e dipendenza economica	152
2.1.4.1. ( <i>Segue</i> ) Ricadute (e valutazioni critiche) sul piano dei rapporti tra <i>covenants</i> e controllo	153
2.1.5. <i>Covenants</i> e clausole contrattuali attributive di poteri di influenza sulle scelte gestionali della parte debole o del potere di nominare e revocare la maggioranza degli amministratori	155

	<i>pag.</i>
2.1.5.1. ( <i>Segue</i> ) Ricadute (e valutazioni critiche) sul piano dei rapporti tra <i>covenants</i> e controllo	157
2.2. <i>Covenants</i> e contratti di dominio	160
2.2.1. In favore dell'ammissibilità di contratti di dominio debole	160
2.2.2. Le tesi contrarie e le rispettive argomentazioni	160
2.2.2.1. Argomentazioni "tradizionali" (anche anteriori alla riforma del 2003): argomentazioni di tipo sistematico generale; argomentazioni basate sui dati normativi testuali tratti da nozioni speciali di controllo	161
2.2.2.2. Argomentazioni successive alla riforma del 2003: considerazioni legate alla valenza meramente "fattuale" della fattispecie; la tesi per la quale l'art. 2497- <i>septies</i> c.c. sarebbe riferito esclusivamente a gruppi paritetici/orizzontali; ulteriori argomentazioni di supporto	163
2.2.3. Argomentazioni a favore della liceità dei contratti di dominio debole	170
2.2.3.1. Contro le eccezioni "tradizionali"	170
2.2.3.2. ( <i>Segue</i> ) La prospettata distinzione tra contratti di dominio "forte" e "debole"	173
2.2.3.3. Dopo la riforma del 2003: argomentazioni di ordine "esegetico" e "storico"	175
2.2.3.4. ( <i>Segue</i> ) Argomentazioni di ordine "sistematico"	179
2.2.4. Ricadute sull'art. 2359 c.c. e proposta di rilettura evolutiva e sistematica della nozione di controllo esterno: i contratti di dominio debole come fattispecie "minima" di controllo esterno; il controllo esterno come esteso a tutte le previsioni negoziali attributive di poteri di ingerenza (con la dovuta estensione, intensità e stabilità). Conseguente (ri)lettura delle nozioni speciali di controllo esterno a portata "selettiva"	199
2.2.5. ( <i>Segue</i> ) Conferma in chiave esegetica, nonché in chiave teleologica e sistematica: l'opportunità, che la rilettura evolutiva prospettata offre, di evitare il rischio di aporie normative discendenti dal combinato disposto degli artt. 2359, comma 1, n. 3), 2497 e 2497- <i>sexies</i> c.c.	201
2.2.6. Ricadute sull'art. 2497- <i>septies</i> c.c. e sui rapporti con l'art. 2497- <i>sexies</i> c.c. Verifica ulteriore della tenuta sistematica della conclusione raggiunta e argomenti ad ulteriore supporto della riconducibilità del contratto di dominio debole tanto alla fattispecie del controllo contrattuale di cui all'art. 2359 c.c. quanto alla fattispecie legale tipica di direzione e coordinamento di cui all'art. 2497- <i>septies</i> c.c.	204

	<i>pag.</i>
2.2.7. Rapporti con l'art. 2359, comma 1, n. 3), c.c.: le diverse proposte dottrinarie. Contro le tesi per le quali i contratti cui si fa riferimento nell'art. 2497- <i>septies</i> c.c. ( <i>i</i> ) coinciderebbero senza residui con le fattispecie ricondotte al controllo contrattuale secondo le concezioni tradizionali, ( <i>ii</i> ) comprenderebbero queste e i contratti di dominio o ( <i>iii</i> ) si esaurirebbero nei soli contratti relativi a gruppi orizzontali	205
2.2.8. ( <i>Segue</i> ) Contro la tesi [ <i>sub (iv)</i> ] per cui vi rientrerebbero i contratti di dominio forte ove consentiti dalla legge applicabile, le ipotesi di "direzione comune" e i contratti relativi a gruppi orizzontali o a gruppi verticali, purché non di dominio forte	208
2.2.9. ( <i>Segue</i> ) In favore della soluzione [ <i>sub (v)</i> ] per la quale nell'art. 2497- <i>septies</i> c.c. rientrano i soli contratti di dominio e nell'art. 2359, comma 1, n. 3), c.c. le ulteriori ipotesi di attribuzione negazione di poteri di ingerenza tali da attribuire una posizione di influenza dominante esterna quali clausole accessorie di contratti aventi causa e oggetto diversi dal contratto di dominio. Rilevanza anche dei contratti di dominio nulli, in una prospettiva sostanzialistica coerente con la <i>ratio</i> sottesa alla distribuzione delle fattispecie	210
2.2.10. La distribuzione delle fattispecie tra gli artt. 2497- <i>sexies</i> e 2497- <i>septies</i> c.c.: la più corretta ricostruzione in chiave teleologica e sistematica	213
2.3. I <i>covenants</i> attributivi di "poteri di ingerenza forte" come (salvo casi estremi) <i>tertium genus</i> (tra le concezioni "tradizionali", ma qui non condivise, del controllo esterno e i contratti di dominio in senso stretto) o possibili fattispecie di controllo esterno su base contrattuale esplicita, come tali rilevanti ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 3), c.c. e delle nozioni ad esse affini, nonché ai sensi dell'art. 2497- <i>sexies</i> c.c., ma non anche dell'art. 2497- <i>septies</i> c.c.	225
2.3.1. Conferma della non riconducibilità dei <i>covenants</i> al controllo esterno come tradizionalmente inteso e neanche al contratto di dominio, ma piuttosto al controllo esterno inteso come influenza dominante generata da pattuizioni direttamente attributive di poteri di ingerenza	225
2.3.2. ( <i>Segue</i> ) La dottrina tedesca sulla potenziale rilevanza dei <i>covenants</i> quali contratti di dominio (" <i>beherrschungsvertragliche Dimension</i> ") ovvero sia su un possibile fenomeno di raggruppamento mediante contratti di finanziamento (" <i>Konzernierung durch Darlehensverträge</i> "). Esclusione dei tratti del contratto di dominio tipico	229

- 2.3.3. (*Segue*) La (astratta) potenziale (ri-)qualificazione del contratto di finanziamento assistito da *covenants* come contratto di dominio atipico. L'apertura dottrinarica a possibili *atypische Gestaltungen* del *Beherrschungsvertrag*. Le condizioni minime essenziali giustificative di una possibile riqualificazione: l'*estensione* delle prerogative rispetto alle aree vitali o strategiche dell'impresa 233
- 2.3.4. (*Segue*) La *tipologia* (e dunque il contenuto e l'intensità) dei poteri di ingerenza: la ritenuta insufficienza di poteri a contenuto negativo/interdittivo (autorizzatori o di veto) e la necessità che, pur a fronte della riconosciuta flessibilità dei concetti di *Weisung* (e *Weisungsrecht*) e di *Leitung* (e *Leitungsmacht*), gli stessi presentino connotazioni tali per cui l'impresa dominante abbia il potere di imporre (in termini positivi e non solo negativi) comportamenti che l'impresa dominata sia tenuta ad osservare 236
- 2.3.5. (*Segue*) L'irrelevanza, a fini (ri-)qualificatori, dei *financial covenants* e degli *affirmative covenants* (tanto assoluti quanto con previsione di possibile superamento mediante autorizzazione del finanziatore), per l'assenza dei connotati di un *Weisungsrecht* e di una *Leitungsmacht* a carattere permanente e a contenuto aperto e (im)positivo 239
- 2.3.6. Valenza in astratto ai fini del controllo esterno: irrilevanza della causa mutuatizia del contratto principale e della funzione di garanzia delle clausole accessorie; rilevanza dell'oggetto come tale, a condizione che rechi un'allocatione negoziale di porzioni di sovranità generatrice di una posizione di influenza rilevante sul governo della società finanziata 242
- 2.3.7. Valenza in concreto: i connotati dell'influenza dominante 243
- 2.3.7.1. Stabilità 244
- 2.3.7.2. Estensione 245
- 2.3.7.3. Intensità 248
- 2.3.7.4. (*Segue*) Le opinioni inclini a negare che "dominante" e "determinante" siano connotazioni di influenza differenziate in ragione della diversa "intensità" dell'ingerenza nel governo della controllata 249
- 2.3.7.5. Le ragioni che spingono a condividere la soluzione prevalente per cui dominante e determinante sarebbero manifestazioni dell'influenza a contenuto "positivo" (controllo come potere di imporre la propria linea) o rispettivamente "negativo" (controllo come potere a contenuto anche solo interdittivo) 250



pag.

- 2.3.7.6. (*Segue*) L'influenza determinante nella definizione del "controllo analogo" nel sistema degli affidamenti diretti alle società c.d. "*in house*": le indicazioni apparentemente contraddittorie rivenienti dall'art. 2, lett. c), TUSPP; la possibilità, per contro, di ricavarne ulteriori spunti a riprova del significato più corretto, con ricadute sistematiche anche di ordine generale 254
- 2.3.7.7. (*Segue*) Ulteriori spunti sistematici in favore della differenziazione tra influenza dominante e determinante: la nozione di controllo (pubblico) nell'art. 2, lett. b), del TUSPP 257
- 2.3.8. Conseguenze applicative sul piano dei *covenants*: contenuto prevalentemente "negativo" dei poteri di influenza assicurati dai *covenants*: conseguente rilevanza "selettiva" a seconda che il fulcro della nozione di controllo sia nell'influenza dominante o in quella determinante 264
- 2.3.9. Conferme, ancora una volta da una analisi comparatistica col sistema tedesco, delle conclusioni raggiunte sulla irrilevanza in sé delle situazioni di dipendenza economica e sulla tendenziale irrilevanza di poteri a contenuto interdittivo 268
- 2.3.9.1. La dottrina tedesca in tema di rapporti tra *covenants* e "gruppi di fatto": cornice normativa e premesse 268
- 2.3.9.2. (*Segue*) La fattispecie del "*faktischer Konzern*" e la tesi prevalente tendente ad escludere la rilevanza di relazioni di dipendenza/dominio non fondate su strumenti di diritto societario e, dunque, che non diano luogo ad una «*gesellschaftsrechtlich vermittelte Einflussmöglichkeit*». Conseguente irrilevanza dei contratti di finanziamento assistiti da *covenants* per l'assenza di una relazione di dipendenza "qualificata" (ovverosia basata su relazioni "di diritto societario") 269
- 2.3.9.3. (*Segue*) Le tesi (minoritarie, ma con consenso crescente) per le quali anche una relazione di dipendenza su base contrattuale assumerebbe rilevanza ove attribuisca al finanziatore poteri assimilabili a quelli di un socio maggioritario, collocandolo in una posizione di "*Quasi-Gesellschafter*". Conseguente potenziale rilevanza "in astratto" dei *covenants* 272

2.3.9.4. (Segue) Le condizioni stringenti per una possibile rilevanza "in concreto" dei <i>covenants</i> ai fini della disciplina dei gruppi di fatto, pur nel contesto delle tesi revisioniste. La necessità (quale condizione minima) che i <i>covenants</i> conferiscano poteri di conformazione attiva (a contenuto positivo), esercitabili in modo permanente (e non solo al verificarsi di determinati eventi o condizioni). Esclusione della rilevanza di (meri) poteri interdittivi e loro non assimilabilità ai poteri normalmente propri di una c.d. "minoranza di blocco" ("Sperrminorität").	277
2.3.9.5. (Segue) Sintesi degli spunti forniti dalla dottrina tedesca su <i>covenants</i> e gruppi di fatto	280
2.4. <i>Covenants</i> e "collegamento"	281
2.4.1. La nozione di collegamento e il collegamento "contrattuale", oltre che "partecipativo"	281
2.4.2. (Segue) Risvolti applicativi sui <i>covenants</i> : complessità e aleatorietà del giudizio prognostico sul grado di intensità "notevole" dell'influenza; maggiore semplicità (e quasi automatismo) della qualificazione come (quantomeno) "notevole" dell'influenza derivante da <i>covenants</i> sufficienti a dar luogo a una influenza "determinante" (rilettura del "controllo" da influenza determinante come fattispecie minima di "collegamento" e articolazione delle rispettive sfere di rilevanza normativa)	284
2.4.3. (Segue) Cenni all'eventuale ipotizzabilità di una relazione di collegamento "indiretto" con le società controllate o collegate dalla società finanziata sulla quale sia ravvisabile una "influenza notevole"	288
2.5. Alcune conclusioni integrative, corollari dei risultati raggiunti e precisazioni di ulteriore messa a punto	292
2.5.1. Validità in linea di principio dei <i>covenants</i> e tendenziale irrilevanza della loro validità/invalidità ai fini delle fattispecie di influenza e delle relazioni <i>lato sensu</i> aggregative e/o eterodirezionali	292
2.5.2. La questione del possibile cumulo tra posizioni di controllo interno e controllo esterno. La compatibilità del concorso quantomeno nei casi di controllo da influenza determinante. Irrilevanza della risposta ai fini della configurazione del controllo esterno da <i>covenants</i> . Il cumulo come fattispecie non di "controllo congiunto", ma di "controllo plurimo eterogeneo" (o "disgiunto"), ad imputazione individuale concorrente	296

2.5.3. Le diverse possibili fattispecie di controllo esterno (da <i>covenants</i> ) “congiunto” o “concorrente”. Il controllo <i>ad imputazione congiunta</i> ( <i>sintetica</i> o <i>indifferenziata</i> ) a un <i>pool</i> di finanziatori investiti di poteri interdittivi esercitabili secondo le regole contrattuali del <i>pool</i> e le diverse sub-fattispecie a seconda che sia o meno possibile individuare gli estremi di una <i>influenza determinante ad imputazione individuale plurima o concorrente</i> . Il controllo <i>ad imputazione plurima disgiunta individuale</i> a diversi finanziatori ciascuno titolare di analoghi poteri interdittivi, ma sulla scorta di contratti tra loro non collegati	300
2.5.4. ( <i>Segue</i> ) Fattispecie (più rare ed estreme) di possibile imputazione congiunta o concorrente di un’attività di “direzione e coordinamento”	305
2.5.5. I requisiti di “effettività” vs. “potenzialità” del controllo esterno. Il dibattito in dottrina e la soluzione preferibile, coerente con la connotazione “prognostica” della nozione di controllo. L’effettività nel senso che la (potenzialità dell’)influenza formi oggetto di una ricognizione/valutazione, improntata al massimo rigore, di tutte le circostanze che consentano di ravvisare una elevata probabilità che ne scaturisca una influenza anche solo potenzialmente esercitabile (non anche nel senso della necessità di un accertamento in fatto dell’avvenuto concreto esercizio)	307
2.5.6. ( <i>Segue</i> ) Un argomento apparentemente contrario, da cui trarre per contro conferma dell’assunto, solo da conciliare con il carattere necessariamente “relazionale” della nozione di controllo (anche esterno)	311
2.5.7. ( <i>Segue</i> ) Ricadute sulle eventuali fattispecie di controllo esterno da <i>covenants</i>	314

### CAPITOLO III PROFILI APPLICATIVI

1. Necessità di un ultimo supplemento di indagine, volto ad indagare taluni profili applicativi ulteriori rispetto a quelli già oggetto d’esame	319
2. Profili applicativi relativamente alla disciplina in tema di direzione e coordinamento	320
2.1. I <i>covenants</i> e le fattispecie presuntive (art. 2497- <i>sexies</i> c.c.) o legali tipiche (art. 2497- <i>septies</i> c.c.) di direzione e coordinamento	320
	<i>pag.</i>

2.1.1. Premessa: il carattere solo <i>iuris tantum</i> della presunzione di cui all'art. 2497- <i>sexies</i> c.c.	320
2.1.2. ( <i>Segue</i> ) Possibili equivoci e necessarie precisazioni sulla portata della presunzione e sul diverso modo di operare della stessa nel controllo di fatto e tanto più nel controllo esterno	325
2.1.3. ( <i>Segue</i> ) La prova contraria in senso lato e in senso stretto cui potrebbe attingere il finanziatore investito di poteri di influenza da <i>covenants</i>	333
2.1.4. Rilevanza anche applicativa di una più precisa qualificazione dei casi (ancorché estremi) in cui dai <i>covenants</i> scaturiscano poteri di ingerenza attiva e (im)positiva sul governo della società finanziata e di una loro collocazione nel quadro delle fattispecie solo "presuntive" o anche "legali tipiche"	334
2.1.5. Ulteriori conferme, in chiave sistematica, della validità della conclusione raggiunta: possibili equivoci e corretta ricostruzione delle differenze tra le nozioni di <i>influenza dominante</i> e di <i>direzione e coordinamento</i>	338
2.1.6. ( <i>Segue</i> ) Ricadute e conferme sulla più corretta interpretazione del concetto di controllo esterno nella sua valenza dicotomica: i rapporti contrattuali generatori di (mera) influenza dominante vs. i rapporti contrattuali sulla cui "base" origini un diritto/potere di direzione e coordinamento	342
2.2. L'ipotesi (opposta e rovesciata): astratta configurabilità di una responsabilità da eterodirezione <i>ex art. 2497 c.c.</i> anche in assenza di una relazione di controllo per difetto del carattere dominante dell'influenza e pur in presenza di un'influenza solo determinante. Valutazioni caso per caso di clausole attributive di diritti di designazione vincolante e/o di fenomeni di <i>interlocking directorates</i> e/o di poteri di veto	345
2.2.1. ... con riguardo all'attività di direzione e coordinamento in senso stretto	345
2.2.1.1. Ricadute sul piano della fattispecie	350
2.2.2. ... e con riguardo a una attività di "eterogestione" in senso più ampio	360
2.2.2.1. Ricadute sul piano della fattispecie	363
2.3. ( <i>Segue</i> ) Sintesi e schematizzazione delle diverse ipotesi di ricaduta sui <i>covenants</i> : ( <i>i</i> ) fattispecie presuntive; ( <i>ii</i> ) fattispecie legali tipiche; ( <i>iii</i> ) manifestazioni di influenza atipiche	364
	<i>pag.</i>

2.4. <i>Covenants</i> , fattispecie presuntive o legali tipiche e regime informativo/pubblicitario in materia di eterodirezione <i>ex art. 2497-bis c.c.</i> : le tesi inclini a reputare che, con riguardo alla disciplina “pubblicitaria”, le presunzioni (pur testualmente “relative”) di cui all’art. 2497- <i>sexies c.c.</i> si tradurrebbero in presunzioni, di fatto, assolute	366
2.5. ( <i>Segue</i> ) Argomentazioni contrarie. Conferma del carattere <i>iuris tantum</i> delle presunzioni e ricostruzione del più corretto modo di atteggiarsi della presunzione con riguardo agli incombenti informativi/pubblicitari	371
2.6. ( <i>Segue</i> ) L’art. 2497- <i>bis c.c.</i> in rapporto alle diverse tipologie di <i>covenants</i>	376
2.7. ( <i>Segue</i> ) <i>Covenants</i> e disciplina in tema di motivazione delle decisioni (art. 2497- <i>ter c.c.</i> )	377
2.8. ( <i>Segue</i> ) <i>Covenants</i> e diritto di recesso (art. 2497- <i>quater c.c.</i> )	380
2.9. ( <i>Segue</i> ) <i>Covenants</i> e finanziamenti nell’attività di direzione e coordinamento (art. 2497- <i>quinquies c.c.</i> )	385
3. Profili applicativi con riguardo alle nozioni di controllo esterne al codice civile	394
3.1. Articolazione delle diverse nozioni avendo riguardo <i>A)</i> al rapporto in cui si pongono con l’art. 2359 c.c. e <i>B)</i> all’intensità dell’influenza postulata	394
3.2. La conseguente (più ampia o più angusta) area di rilevanza dei <i>covenants</i> a seconda della nozione di volta in volta applicabile	401
4. Profili applicativi in punto di possibile riconduzione dei <i>covenants</i> alla fattispecie generale (e alle sub-fattispecie speciali) di “patto parasociale” e alla nozione di “concerto” ai fini della disciplina in tema di OPA obbligatoria	404
4.1. I più recenti approdi dottrinari sulla nozione (e la fattispecie) generale di patto parasociale	405
4.2. Condizioni e limiti per una qualificazione parasociale dei <i>covenants</i> : esclusione della natura parasociale dei <i>covenants</i> i cui impegni non siano assunti personalmente anche dai soci; compatibilità con la natura parasociale dei <i>covenants</i> recanti impegni relativi all’esercizio del diritto di voto e al trasferimento delle partecipazioni	412
4.3. ( <i>Segue</i> ) Carattere decisivo, ai fini della eventuale qualificazione parasociale dei <i>covenants</i> , del profilo afferente alla causa. Spunti sistematici (e conseguenze applicative) dalla nozione di “concerto” ai fini dell’OPA obbligatoria	414
4.4. ( <i>Segue</i> ) Ulteriori spunti ermeneutici: la necessità di una lettura che salvaguardi l’intrinseca coerenza (e non le ponga in reciproca contraddizione) tra le presunzioni di concerto pattizio parasociale e quelle di concerto tra soggetti legati da relazioni di controllo	419
	<i>pag.</i>

- 4.5. (*Segue*) Ulteriori indicazioni sistematiche ricavabili dalla inclusione dei patti parasociali nel computo delle partecipazioni rilevanti nella disciplina sui c.d. "golden powers" del Governo in presenza di acquisizioni relative a società esercenti attività o detentrici di attivi nei settori di rilevanza strategica 420
- 4.6. (*Segue*) Una possibile obiezione e il suo superamento: il richiamo cumulativo alle nozioni di controllo di cui al codice civile e al TUF nella disciplina sui golden powers. Apparente volontà di attribuire rilevanza anche a forme di controllo esterno più blande. Carattere dirimente della condizione dell'«insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo» 424
- 4.7. (*Segue*) Sintesi delle conclusioni e delle differenze tra la soluzione proposta e quelle fin qui sostenute in dottrina 427
5. Ulteriori profili applicativi in tema di possibile riconducibilità a un comune centro di interessi nella disciplina sulle acquisizioni rilevanti per l'esercizio dei c.d. "golden powers" da parte del Governo nei settori di rilevanza strategica 428
- 5.1. La locuzione "soggetti altrimenti collegati" utilizzata ai fini del consolidamento delle partecipazioni di cui tener conto nelle acquisizioni di partecipazioni nei settori della difesa e della sicurezza nazionale 429
- 5.2. Considerazioni applicative con riguardo ai poteri di ingerenza conferiti mediante covenants: l'(eccezionale) apertura della norma ad ipotesi lato sensu aggregative estese a tutte le possibili accezioni del controllo, comprensive di fattispecie di "direzione comune" e senza preclusione a priori finanche di fattispecie di influenza (puramente) "determinante" 432
6. Valutazioni complessive e di sintesi, anche in chiave problematica e teleologica/assiologica 433
- 6.1. Vantaggi e benefici derivanti dalla presenza dei covenants e dalla c.d. "lender governance" nelle analisi in chiave di "analisi economica del diritto" 433
- 6.2. (*Segue*) I conflitti di agenzia tra debitore e creditore. I rischi contrapposti: dall'opportunismo del debitore e dei soci della società finanziata a un esercizio abusivo dei poteri di ingerenza in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale della società finanziata 438
- 6.3. (*Segue*) Spunti applicativi sui limiti di validità dei covenants e di liceità del loro esercizio e sul conseguente potere-dovere degli amministratori della società finanziata di disapplicarli e/o di disattendere le istruzioni ricevute, in caso di illiceità. In particolare: covenants incompatibili con i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale a fronte di situazioni di crisi o di "pre-crisi" 442

CAPITOLO IV  
CONCLUSIONI

1. Riepilogo (e qualche definitiva puntualizzazione) delle conclusioni raggiunte circa i rapporti tra i *covenants* e le diverse possibili gradazioni dell'influenza (dominante, determinante e notevole) e sulla possibile rilevanza dei *covenants* nel contesto delle discipline in tema di eterodirezione, controllo e collegamento 453

*Indice degli autori* 461

