



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI “G. d’Annunzio” Chieti-Pescara

DOTTORATO DI RICERCA IN *BUSINESS, INSTITUTIONS, MARKETS*

CICLO XXXVII

***I covenants* con funzione di garanzia**

al vaglio dei principi di proporzionalità e meritevolezza degli interessi

Dipartimento di Scienze giuridiche e sociali

Settore Scientifico Disciplinare IUS/01

Dottoranda

Dott.ssa Roberta Massarelli

Coordinatore

Prof. Marco Angelone

Tutor

Prof. Marco Angelone

Anni Accademici 2021/2024

Indice

**La centralità dei *covenants* nel panorama contrattuale moderno:
un'analisi introduttiva.**

**1. I *covenants* con funzione di garanzia. Radici storiche, configurazioni
evolutive e sfide interpretative.**

- 1.1. Origini e funzioni dell'istituto.
- 1.2. Mappatura delle tipologie di *covenants*: un'analisi sistematica delle diverse
declinazioni dell'istituto.
 - 1.2.1. I *covenants* informativi e il problema dell'asimmetria di informazioni.
 - 1.2.2. I *covenants* positivi.
 - 1.2.3. I *covenants* negativi.
 - 1.2.4. I *covenants* che coinvolgono terze parti.
- 1.3. La qualificazione giuridica dei *covenants*.

2. I *covenants* nel contesto contemporaneo: risposte alle sfide globali.

- 2.1. *Covenants* ESG. Strumenti di regolazione per una una finanza sostenibile.
- 2.2. *Covenants* e *privacy*. Alcuni rilievi critici.
- 2.3. *Covenants* e Covid-19. Clausola *Waiver* e obbligo di rinegoziazione.
 - 2.3.1. Il vuoto normativo: l'assenza di un obbligo di rinegoziazione.
 - 2.3.2. Il *Waiver* come soluzione temporanea.

3. Validità dei *covenants*. Profili di nullità e giudizio di meritevolezza.

- 3.1. La dialettica tra autonomia e controllo nei *covenants*.
- 3.2. Proporzionalità e meritevolezza: il fondamento della giustizia contrattuale.
- 3.3. Il giudizio di validità.
- 3.4. L'inadempimento: proporzionalità e meritevolezza nell'applicazione dei rimedi.

Conclusioni.

Bibliografia.

**La centralità dei *covenants* nel panorama contrattuale moderno:
un'analisi introduttiva.**

L'evoluzione profonda che hanno subito i mercati finanziari negli ultimi anni, e con essa la trasformazione delle relazioni tra imprese e finanziatori, costringe ad interrogarsi oggi sull'adeguatezza degli strumenti giuridici tradizionali di tutela del credito. In questo contesto gli istituti giuridici concepiti a garanzia del credito (c.d. *causa cavendi*) si alimentano e si ispirano sempre di più alla prassi applicativa ed alle esigenze di un mercato creditizio in continua evoluzione. In particolare, il settore delle garanzie è stato interessato da un ampliamento del ruolo dell'autonomia negoziale, consacrata dall'art. 1322 c.c., con una inevitabile "rimeditazione" delle garanzie classiche, avvertita soprattutto nel commercio internazionale e nel mercato del credito¹. L'esigenza degli operatori economici è sempre quella di individuare strumenti di garanzie che non debbano soggiacere ad eccessivi formalismi, che sappiano intercettare tempestivamente i sintomi dell'insolvenza e che in ultimo riescano ad emanciparsi dal rischio della immobilizzazione della ricchezza. Partendo da queste premesse, la dottrina che si è interessata allo studio delle garanzie ha innanzitutto registrato un'evoluzione dei caratteri tipici della fideiussione, indubbiamente ancora oggi la garanzia personale più diffusa sul mercato del credito, in cui da sempre l'accessorietà rispetto all'obbligazione principale è stata considerata un elemento indefettibile del negozio di garanzia. Al contrario, nelle moderne forme di garanzia, sempre più si registra, naturalmente con

¹ Sul punto si v. G. LAURINI, *Nuove garanzie atipiche tra diritto, prassi e meritevolezza degli interessi*, Napoli, 2020, 93 ss.

intensità diverse, l'attenuazione del requisito dell'accessorietà rispetto al rapporto garantito. Il venir meno di questo carattere, costringe quindi l'interprete ad interrogarsi sulla meritevolezza degli interessi sottesi alle nuove forme di garanzie appunto perché non tipicamente accessorie. Quello che sta prendendo corpo è cioè una nuova visione del contratto di garanzia, che non solo cessa di essere accessorio rispetto al negozio principale, ma diventa esso stesso il contratto principale senza il quale l'intero schema negoziale non sopravvivrebbe. È in questo nuovo scenario evolutivo del sistema delle garanzie che ha cominciato a prendere piede, a livello europeo ed extraeuropeo e, gradualmente, anche in ambito nazionale, l'istituto dei *covenants* con funzione di garanzia, nati inizialmente come meccanismi di semplice mitigazione del rischio insito nelle transazioni finanziarie. I *covenants*, infatti, atteggiandosi a garanzie comportamentali (con lo scopo cioè di imporre al soggetto finanziato obblighi di comportamento atti a minimizzare il rischio di insolvenza) si sganciano sempre più, nella prassi applicativa, dagli schemi tradizionali della garanzia ed in particolare prescindono dall'esistenza di un bene o di un patrimonio da garantire. In questo senso sono espressione del processo di "dematerializzazione" (o de-oggettivazione) dei tradizionali strumenti di garanzia². I *covenants* finiscono così per essere non solo strumenti di tutela del credito (*rectius*, delle prospettive recuperatorie del credito), ma diventano anche meccanismi di incentivazione di comportamenti virtuosi e responsabili da parte dell'impresa finanziata. Si parla, in questo caso, di strumenti mercatorii che, attraverso l'imposizione di obblighi comportamentali di varia natura, si propongono di creare un contesto favorevole alla

² V. M. ANGELONE, *Nuove forme di garanzia e «legalità costituzionale»*, in *Giust. civ.*, 2019, p. 925.

sostenibilità economica dell'impresa, favorendo pratiche di gestione che mitigano il rischio della mancata restituzione del finanziamento³. I *covenants* rappresentano oggi a buon diritto una delle evoluzioni più significative nell'ambito delle negoziazioni giuridiche sul mercato del credito, ed in particolare si collocano come protagonisti del settore del prestito bancario e del *private equity*⁴. Ma vi è anche un'altra funzione a cui assolvono i *covenants* – più propriamente interna alla dinamica del rapporto contrattuale – che è quella di ridurre l'eventuale asimmetria informativa del rapporto e limitare il rischio di comportamenti opportunistici anche da parte dell'impresa finanziata (il c.d. *moral hazard*⁵). In questo senso, operano ad esempio i *covenants* che vincolano il debitore al rispetto di determinati parametri economico-finanziari nella gestione d'impresa, obbligandolo anche a tenere aggiornato il creditore sul rispetto di quei parametri⁶. Grazie a questo tipo di *covenants* (di cui si parlerà meglio nella parte di questo lavoro relativo alle tipologie di *covenants*) il finanziatore è posto nelle condizioni di monitorare l'andamento dell'impresa finanziata, intervenendo tempestivamente in presenza di *allert* di deterioramento della sua posizione finanziaria. Così concepiti, i *covenants* più che imporre semplici vincoli patrimoniali o operativi, a carico del debitore, assolvono anche ad una funzione proattiva, che è quella di preservare il valore dell'investimento e minimizzare il rischio *default*. Così operando, finiscono per dare origine ad un rapporto

³ Si v. U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 601 ss.

⁴ V. ampiamente, V. STUPPIA, *I covenants nei finanziamenti a medio e lungo termine*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2011, XI.

⁵ Cfr. D. GALLETI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, 2008, s.d., in *www.unitn.it*.

⁶ Cfr. J. KÖNDGEN, *Financial Covenants – “Symbiotische” Finanzierungsverträge im Spannungsfeld von Vertrags, Gesellschafts und Insolvenzrecht*, in *Insolvenzrecht*, Colonia, 1997, 128.

sinallagmatico – nuovo ed ulteriore – che si affianca al rapporto principale e che non ha direttamente ad oggetto l’obbligo di restituzione della somma finanziata. Si tratta di una vera e propria obbligazione supplementare – o meglio complementare – che integra e supporta l’obbligo di restituzione del finanziamento e dunque coinvolge gli stessi soggetti del rapporto principale: il debitore (o *principal*) e il creditore (o *agent*).

Nati per soddisfare l’esigenza di stabilità delle transazioni sui mercati finanziari internazionali, i *covenants* hanno poi preso piede anche nel nostro ordinamento, soprattutto nel mercato del credito *corporate*⁷, atteggiandosi essenzialmente – come detto – a “garanzie comportamentali” a cui è tenuta l’impresa finanziata. Su queste premesse stanno assumendo sempre più un ruolo da protagonisti sul palcoscenico delle garanzie, nel mercato del credito. Il successo dell’istituto nella pratica creditizia si spiega innanzitutto con l’estrema duttilità che li caratterizza. Non solo infatti servono a confinare il rischio di comportamenti opportunistici dei soci connessi al *moral hazard*, ma rispondono ad esigenze più complesse e diversificate, considerando ad esempio il tema attualissimo dei rischi derivanti dall’instabilità ambientale. I cambiamenti climatici ad esempio rappresentano, oggi, una sfida inevitabile per le imprese e per il sistema finanziario, dal momento che disastri naturali e crisi ambientali destabilizzano l’economia ed innestano scenari di crisi con inevitabili ripercussioni sulla capacità del sistema imprese di onorare i debiti. In particolare, i cambiamenti climatici hanno in qualche modo ridefinito insieme agli assetti di mercato, la percezione e la gestione del rischio nel settore finanziario. Come evidenziato in

⁷ Si v. BANCA MEDIOCREDITO, *I covenants di bilancio dei finanziamenti a medio e lungo termine*, Roma, 2003, 11.

dottrina⁸ il fenomeno dei cambiamenti climatici rappresenta a tutti gli effetti uno “*skándalon*” per lo sviluppo economico, dal momento che introduce fattori di rischio sul mercato imprevedibili e di ampia portata, capaci di minare la stabilità finanziaria di intere filiere industriali. I dissesti ambientali influiscono direttamente sulla stabilità dei mercati e quindi sulla solvibilità delle imprese, con inevitabili ripercussioni sulla capacità di rimborso del credito. In questo scenario, i *covenants* si prestano a svolgere una duplice funzione: per un verso, mirano a limitare il rischio connesso alla erogazione del credito e, per altro verso, si propongono di incentivare le politiche ambientali e il conseguente investimento in misure preventive. I c.dd. *covenants* ambientali infatti normalmente comportano obblighi a carico dell’azienda finanziata di conformarsi a determinati *standard* ambientali e conseguentemente le impongono di implementare infrastrutture più resilienti ad esempio agli effetti dei mutamenti climatici. Questo tipo di *covenants* impongono ad esempio all’impresa l’adozione di tecnologie ecocompatibili che riducano le emissioni di carbonio ed inducano l’azienda ad investire in infrastrutture sostenibili. Si tratta di obblighi comportamentali che hanno riflessi positivi in termini di sostenibilità sull’intero sistema economico, in linea peraltro con i principi di sviluppo sostenibile dei mercati, elaborati a livello internazionale. Alla fine, come si vedrà nel corso dell’analisi, finiscono per premiare l’impresa che si riveli, in tal senso, più virtuosa.

⁸ Si veda sul punto di recente G. DE DONNO, *Tutela del credito e mutamento climatico. Ruolo dell’interprete e rilettura degli istituti*, in *Rivista di diritto dell’impresa*, 1, 2024. Come sottolinea Gianluca De Donno, il cambiamento climatico comporta un rischio strutturale per il sistema finanziario, in quanto espone le imprese a scenari di crisi derivanti da eventi ambientali catastrofici o da normative climatiche stringenti, che possono alterare significativamente la loro capacità di rimborso. Questo fenomeno impone una rilettura delle categorie giuridiche tradizionali alla luce delle nuove sfide ambientali.

Partendo dalla genesi dell'istituto, di matrice extraeuropea, per arrivare alle sue applicazioni nell'ordinamento interno, questa ricerca si propone di evidenziare le potenzialità dello strumento negoziale, in termini di positivo impatto sia sugli andamenti della singola impresa che del mercato in genere, senza perdere d'occhio il rispetto dei principi di proporzionalità e meritevolezza degli interessi in gioco nell'esercizio dell'autonomia negoziale. Verranno a tal fine innanzitutto analizzate le principali tipologie di *covenants*, per come si sono diffuse nella pratica del mercato del credito, per poi individuarne, con approccio critico, la qualificazione giuridica e gli effetti dei *covenants* sull'equilibrio contrattuale. L'analisi verrà condotta conseguentemente interrogandosi sulla tenuta giuridica di questi strumenti atipici di garanzia, in relazione ai principi cardine del nostro ordinamento interno. Il passo successivo sarà quello di vagliare i profili di meritevolezza di questa forma atipica di garanzia (anche se, come si vedrà, non è nemmeno pacifica la loro qualificazione in questo senso), partendo dalla premessa che i *covenants* – in assenza di una disciplina specifica nel nostro ordinamento interno e come parto esclusivo dell'autonomia negoziale – potrebbero raggiungere livelli molto invasivi nella gestione dell'impresa, intaccando talvolta anche i processi di *decision making*. Nell'ambito della variegata tipologia di *covenants*, si cercherà quindi di verificare, di volta in volta, sempre alla luce dei principi cardine del nostro ordinamento, anche in ambito costituzionale, l'esistenza o meno di un equo bilanciamento tra gli interessi contrapposti: e cioè da una parte, l'interesse del finanziatore ad essere garantito nella restituzione del capitale e, dall'altro, l'interesse dell'impresa finanziata a mantenere il controllo della gestione e la libertà di iniziativa economica. Verranno poi affrontati, nel corso del secondo capitolo di questo lavoro, aspetti peculiari che caratterizzano la loro

applicazione pratica, come le implicazioni in ambito ESG, i riflessi sulla *privacy* e le problematiche emerse durante la pandemia da Covid-19. Infine, l'analisi si concentrerà sui profili civilistici, interrogandosi sulla validità e meritevolezza di queste garanzie atipiche e sul loro impatto sull'equilibrio contrattuale, con particolare attenzione ai limiti che potrebbero emergere rispetto alla libertà di iniziativa economica dell'impresa finanziata. Particolare attenzione sarà dedicata, nel corso del terzo capitolo, ai profili civilistici, con riferimento sia ai problemi di validità dell'istituto, sia all'ipotesi di inadempimento degli stessi da parte dell'impresa finanziata. In questa prospettiva, si analizzerà come l'eventuale nullità di determinate clausole possa configurarsi come una nullità di protezione, finalizzata a tutelare l'impresa finanziata da pattuizioni particolarmente gravose o squilibrate. In relazione alla validità dei *covenants*, un aspetto che verrà analizzato è la possibilità di configurare la nullità di alcune clausole come una nullità di protezione, volta a tutelare l'impresa finanziata da obblighi sproporzionati o lesivi dei principi di meritevolezza e buona fede. Tale nullità, ispirata alla tutela della parte contrattuale più debole, non comprometterebbe l'intero contratto di finanziamento, ma si limiterebbe a eliminare le clausole che incidono in modo eccessivo sulla libertà di iniziativa economica del debitore o che alterano significativamente l'equilibrio contrattuale. Tuttavia, come si vedrà, non tutti i *covenants* possono essere oggetto di tale nullità: la loro funzione principale rimane quella di preservare il credito e incentivare comportamenti virtuosi nell'impresa. Pertanto, l'analisi si concentrerà sull'individuazione di quei *covenants* che, per la loro struttura o applicazione, rischiano di creare uno squilibrio contrattuale non giustificato, bilanciando la necessità di tutela del finanziatore con il rispetto dell'autonomia gestionale del debitore. Inoltre, saranno

esaminati i rimedi applicabili in caso di inadempimento, valutandone la proporzionalità e la meritevolezza alla luce dei principi generali dell'ordinamento e del rispetto del sinallagma contrattuale. Infine, si considererà il problema della possibile responsabilità del finanziatore per attività di direzione e coordinamento, analizzando le conseguenze giuridiche di eventuali abusi o ingerenze indebite nel processo decisionale dell'impresa finanziata. L'obiettivo complessivo è quello di verificare, alla luce dei principi del nostro ordinamento, l'equilibrio tra la tutela del credito e la libertà di iniziativa economica, per comprendere se e in che misura i *covenants* possano rappresentare una soluzione giuridicamente sostenibile alle sfide poste dall'attuale scenario economico, finanziario e sociale.

CAPITOLO 1.

I *covenants* con funzione di garanzia. Radici storiche, configurazioni evolutive e sfide interpretative.

1.1. Origini e funzioni dell'istituto.

In linea generale, un *covenant* può essere definito come una clausola, o un sistema di clausole, – normalmente inserite nei contratti di finanziamento⁹ a medio e lungo termine¹⁰ (l'istituto è maggiormente utilizzato a sostegno delle linee di credito di durata

⁹ Ci si riferisce in questa sede non ad un contratto di finanziamento specifico, bensì all'intero *genus* contrattuale, ovvero a tutti quei contratti caratterizzati dal “trasferimento della proprietà di una determinata quantità di denaro (...) a favore del sovvenuto (...) e dall'obbligazione di costui di restituirne il *tantundem*”, così A. LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici – Contratti di alienazione, di godimento, di credito*, in G. IUDICA e P. ZATTI (a cura di), *Trattato di diritto Privato*, vol. I, Milano, 1995, p. 675. Si v. anche, sulla nozione giuridica di “finanziamento”, R. CLARIZIA, *La causa di finanziamento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 1982, pp. 580 ss. e A. GALASSO, *Credito (contratti di)*, in *Dig. disc. priv., Sez. civ.*, V, Torino, 1989, pp. 25 ss.

¹⁰ V. ampiamente V. STUPPIA, *I covenants nei finanziamenti a medio e lungo termine*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2011, XI. Va precisato, che In Italia, il finanziamento a medio e lungo termine ha avuto uno sviluppo inferiore rispetto al resto dell'Europa, soprattutto per ragioni di carattere storico. Fino alla liberalizzazione del settore bancario intervenuta negli anni '90, a seguito del recepimento della direttiva CEE sul coordinamento bancario, questa forma di finanziamento era soggetta a una disciplina normativa particolarmente restrittiva, riservata esclusivamente agli istituti di credito speciali. L'entrata in vigore del Testo Unico Bancario nel 1993 ha segnato una svolta decisiva nel sistema creditizio consentendo a tutti gli istituti di credito che rispettino le regolamentazioni dell'autorità di vigilanza di operare sul mercato, favorendo così la nascita di istituti di credito di grandi dimensioni. Se alla fine degli anni '80 il numero i c.dd. “istituti di credito speciali”, inclusi i microcrediti, non superava le 85 unità, già nel 1995 gli istituti erano scesi a 36, di cui almeno 18 appartenenti a gruppi creditizi facenti capo a banche (v. sul punto V. DESARIO, *Dalla legge bancaria del 1936 al testo unico: profili operativi*, in *Atti del convegno “Il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia: esperienze e prospettive”*, ABI, Roma). Un ulteriore fattore che ha determinato in Italia la minor diffusione dei finanziamenti a medio e lungo termine riguarda la particolare struttura del sistema imprenditoriale nazionale, dominato da piccole imprese altamente specializzate e con livelli di indebitamento più elevati. Queste aziende tendono a mostrare scarso interesse per tali le linee di credito a

oscillante dai tre ai sei anni¹¹) che impone obblighi comportamentali specifici a una delle parti del contratto (generalmente il debitore)¹², per così dire diversi dagli obblighi tradizionali che si sostanziano nell'adempimento dell'obbligazione principale di restituzione della somma ricevuta e di corresponsione dei relativi interessi¹³.

I *covenants* sono normalmente utilizzati sia sul mercato dei tradizionali finanziamenti alle imprese (c.dd. *private loans*), in cui il finanziatore è normalmente un istituto di credito, sia sul mercato dei c.dd. prestiti collettivi, tipici delle emissioni obbligazionarie¹⁴.

medio e a lungo termine. Al contrario le grandi aziende spesso sono meno inclini a concedere garanzie reali (come ipoteche o pegni) o garanzie personali (come fidejussioni) per ottenere un finanziamento. Di conseguenza queste aziende, che tipicamente dispongono già di una certa solidità economica, preferiscono soluzioni di credito "scoperto", cioè finanziamenti che non richiedono la costituzione di garanzie specifiche. In questo contesto, i *covenants* rappresentano un'ottima alternativa alla concessione di garanzie reali. V. A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, op. cit., 1100.

¹¹ V. A. DAVOLA, op. ult. cit., 1100.

¹² Il *Webster's New World Finance and Investment Dictionary* li definisce come "*restrictions that are put on a borrower by the bank or other entity that granted the loan*". Si v. il *Webster's New World Finance and Investment Dictionary*, Indianapolis, 2003.

¹³ G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, in Oss. dir. civ. e comm., 2, 2021, pp. 347 ss.

¹⁴ D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, cit. Nei prestiti privati, le clausole tendono ad essere più articolate e stringenti rispetto ai c.dd. prestiti collettivi. Quest'ultimi presentano infatti due principali difficoltà nella ideazione dei *covenants*: da una parte, la natura frammentata e "dispersa" del pubblico degli investitori rende complesso il coordinamento dell'azione collettiva, ostacolando la possibilità di rinegoziare le condizioni (mentre in un prestito privato c'è solo un finanziatore – ad esempio una banca – che può sedersi al tavolo con il debitore per discutere nuove condizioni, nei prestiti collettivi è difficile trovare un accordo perché i titolari delle obbligazioni solitamente sono numerosi e hanno interessi diversi); dall'altra, nei c.dd. prestiti collettivi, si registra un elevato rischio di comportamenti opportunistici da parte dei finanziatori, spesso poco preoccupati delle conseguenze reputazionali di iniziative per così dire "non etiche", anche a causa della mancanza di coordinamento tra i vari sottoscrittori. A ben vedere però, anche nei finanziamenti tradizionali, la dottrina economica segnala il rischio di comportamenti opportunistici da parte delle banche nei confronti dei soggetti finanziati, specialmente quando la relazione è di tipo "specifico", ovvero caratterizzata da una conoscenza approfondita del cliente e del suo contesto. Il tema è stato approfondito da diversi autori, tra cui si v. S. SHARPE, *Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: a stylized model of customer relationship*, in *Journal of finance*, 1990, pp. 1069 ss. e A. PADILLA, M. PAGANO, *Endogenous communication among lenders and entrepreneurial incentives*, in *Rev. fin. studies*, 1997, 10, pp. 205 ss., i quali hanno studiato il potenziale abuso da parte delle banche che possiedono più informazioni rispetto ai clienti.

La tipologia di *covenants* adottati volta per volta sul mercato creditizio è strettamente legata alla finalità per cui il finanziamento è stato concepito: per esempio nel *project financing*, vi è la necessità di affiancare all'obbligazione principale – il rimborso del capitale – una serie di obbligazioni accessorie e complementari, indispensabili sia per assicurare quel rimborso, sia per permettere agli investitori un monitoraggio continuo del loro investimento. Il *covenant* così rafforza le garanzie offerte al finanziatore e garantisce una supervisione efficace sull'andamento del progetto finanziato, attraverso un sistema di obbligazioni accessorie che si affiancano a quella principale¹⁵.

Dette obbligazioni accessorie possono richiedere al soggetto finanziato sia comportamenti positivi (e dunque un *facere*), e si parla in questo caso di *positive covenants*, sia restrizioni comportamentali che sono tipiche dei c.dd. *negative covenants* (sennonché, come si vedrà a breve, la classificazione va ben oltre questa bipartizione). Letto dunque l'istituto dei *covenants* dal punto di vista del debitore, potremmo immaginarli come bussole che – nell'interesse della controparte e, dunque, del creditore – orientano la gestione d'impresa e quindi inevitabilmente ne limitano l'operatività¹⁶: si verifica in realtà, in molti casi, innanzi alle principali scelte gestionali dell'imprenditore, una vera e propria interazione e confronto – tra l'impresa finanziata e la banca finanziatrice – che

¹⁵ V. A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, 1099. In questo contesto, si parla anche di “*security package*”, riferendosi all'insieme di clausole e impegni aggiuntivi che vengono stabiliti a tutela del finanziamento di progetto. Si tratta di una pluralità di obbligazioni di diversa natura – in cui rientrano appunto i *covenants* – che accompagnano e sostengono costantemente l'obbligazione principale assunta dal debitore-imprenditore, proteggendo l'interesse del creditore e assicurando che il finanziamento possa essere rimborsato.

¹⁶ V. E. REHBINDER, in M. KÄSTLE, *Rechtsfragen der Verwendung von Covenants in Kreditverträgen*, Berlino, 2003, p. 220; Cfr. anche A.D. SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, I. DEMURO (a cura di), Torino, 2010, 85 ss., nonché F. VELLA, *Il nuovo diritto societario e la “governance” bancaria*, in *Banca imp. soc.*, 2003, p. 309 ss. in partic. p. 310.

spesso si conclude con la condivisione di quelle scelte. Per comprendere la logica di questa interazione è necessario un breve passaggio comparativo internazionale sull'istituto.

La pratica dei *covenants* affonda le sue radici nella prassi giurisprudenziale nordamericana¹⁷ per rispondere alla crescente esigenza di protezione degli investitori e quindi di garanzia di stabilità del mercato finanziario. L'approdo dei *covenants* nel nostro ordinamento ha dovuto fare i conti con la disciplina privatistica e cioè con il nostro codice civile e con una articolata normativa, non solo di ambito codicistico, fortemente ispirata dalla logica della stabilità patrimoniale del soggetto finanziatore-debitore. Un esempio è rappresentato dalla disciplina relativa alle società di capitali per la cui costituzione è richiesto un capitale minimo. Le relative disposizioni non costituiscono *strictu sensu* una garanzia per il creditore, ma rispondono appunto alla logica di assicurare un minimo di stabilità patrimoniale dell'impresa, e pertanto in qualche modo la disciplina è in linea con la finalità che ispira la gran parte dei *covenants*, per come congegnati nella prassi finanziaria. La medesima *ratio* ispira l'intera disciplina codicistica che si propone di rendere effettivo e non nominale il valore del capitale sociale, ad esempio imponendo l'obbligo di versare effettivamente il capitale sottoscritto, ovvero di integrarlo ove lo stesso sia intaccato da perdite (ai sensi degli artt. 2482 *bis* e 2428 *ter* c.c.) in misura superiore al terzo. Del resto, andando oltre la materia societaria, in molte

¹⁷ I primissimi *covenants* sembrano risalire ai contratti di finanziamento relativi alla costruzione delle linee ferroviarie degli Stati Uniti nel XIX secolo. Così M.P. PELUSO, *I covenant nei contratti di finanziamento. Profili introduttivi*, in *Riv. trim. di diritto dell'economia (Supplemento)*, 2011, 4, p. 128, il quale rimanda al contributo di R. BROOK, *Debt Covenants and Event Risk: The Practitioner as a Source of Evidence*, in *Working Paper*, in *The Center for Law and Economics Studies, Columbia University School of Law*, 51, 1990, p. 11.

esperienze giuridiche extraeuropee manca un assetto normativo paragonabile al nostro in termini di garanzie restitutorie a tutela del creditore. Di qui l'esigenza nata inizialmente in quelle aree geografiche extraeuropee (e in seguito diffusasi anche in Europa) di stimolare trattative negoziali finalizzate alla individuazione di strumenti di tutela del c.d. *lender* (l'istituto finanziatore). Sulla base di questa esigenza, l'istituto ha iniziato a prendere piede anche all'interno dei nostri confini per soddisfare una duplice esigenza: per un verso integrare il sistema delle garanzie del credito e, per altro verso, ridurre – con il potenziamento di misure anticrisi – il costo del prestito sui mercati finanziari (che, come è noto, diminuisce per effetto della riduzione del rischio di insolvenza).

In questa cornice, i *covenants* hanno finito per rappresentare – dapprima in America e poi nel nostro continente – una risposta efficace alle differenti esigenze di entrambe le parti del rapporto creditizio – la banca (o in generale il finanziatore) e il cliente (il soggetto finanziato) – contribuendo, o mirando a contribuire – con la riduzione del rischio di insolvenza dell'impresa finanziata – alla stabilità dell'intero mercato creditizio. Per perseguire questa finalità si è reso necessario però un passaggio preliminare, che si gioca sul piano dell'effettività del congegno negoziale: occorre cioè che vengano anche ben individuate, nella struttura dei *covenants*, le limitazioni operative nella gestione di impresa in capo al soggetto finanziato fornendo nel contempo al creditore mezzi idonei per monitorare il rispetto di quei parametri di gestione e conseguentemente contenere il rischio di perdita del credito.

Nel contesto dei principi di diritto che ispirano i sistemi giuridici di *common law*, i *covenants* nascono perciò con la specifica funzione di monitorare la *governance* dell'impresa finanziata e di mitigare conseguentemente il rischio d'insolvenza della stessa¹⁸, funzioni strettamente correlate ai concetti economici di “*security interests*” e “*suretyship*”. In quest'ottica, i *covenants* più che essere pattuizioni accessorie rispetto al negozio principale – *id est*, il contratto di finanziamento – sono diventati sempre più strutture negoziali funzionali a quest'ultimo, traducendosi difatti – a seconda della tipologia di *covenant* – in una forma di gestione aziendale del soggetto finanziato. Hanno finito così per essere il perno stesso su cui poggia il contratto di finanziamento e che in qualche modo lo sorreggono per garantire la sua naturale e non patologica evoluzione fino all'integrale restituzione del capitale erogato.

L'uso dei *covenants* ha poi conosciuto una significativa espansione con la crescita esponenziale – sia quantitativa che qualitativa – nel mercato creditizio, anche a seguito dei mutamenti a quest'ultimo è andato incontro, negli ultimi anni soprattutto, per effetto della diversificazione degli investimenti¹⁹: a partire dagli anni '90, grazie al fenomeno

¹⁸ L'espressione “rischio di insolvenza” deve essere interpretata in modo ampio, includendo sia il rischio di primo livello del finanziamento, noto come *default risk*, ovvero il rischio che il debitore non sia in grado di adempiere ai propri obblighi di pagamento alla scadenza per qualsiasi ragione, sia il rischio di secondo livello, noto come *recovery risk*, che si riferisce alla misura in cui il creditore può ottenere il rimborso del credito attraverso l'utilizzo degli strumenti legali di recupero forzoso. In altre parole, il primo riguarda l'eventualità del mancato pagamento, mentre il secondo concerne la capacità di recuperare almeno una parte del credito mediante azioni legali o il ricorso a garanzie. V. D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, 2008, s.d., in www.unin.it; cfr. anche G. DE LAURENTIS, *Il rischio di credito. I fidi bancari nel nuovo contesto teorico, normativo e di mercato*, Milano, 1994, pp. 35 ss.; in argomento si v. anche R. BARONTINI, *La valutazione del rischio di credito*, Bologna, 2000, *passim*.

¹⁹ Sin dagli anni '90, la liberalizzazione dei mercati finanziari e le innovazioni tecnologiche hanno favorito la circolazione internazionale dei capitali, stimolando il *boom* delle transazioni. Tutto ciò però, ha anche esposto i mercati a maggiori rischi sistemici. In particolare, l'afflusso di capitali verso i mercati emergenti,

della globalizzazione e all'avvento delle nuove tecnologie, l'intera economia mondiale è stata interessata da una notevole intensificazione e diversificazione – soprattutto di natura qualitativa – delle transazioni commerciali assistite dal credito bancario. Di pari passo è aumentata la complessità di dette operazioni e conseguentemente il contratto di finanziamento, soprattutto quello bancario, è ormai sempre meno tipizzato e necessita di soluzioni contrattuali sempre più personalizzate e articolate²⁰. Di qui la

come il Messico e l'Asia sudorientale, se da un lato ha generato crescita economica, dall'altro ha portato ad una bolla speculativa che ha innescato inevitabilmente crisi finanziarie come quella del peso messicano nel 1994 e la crisi asiatica del 1997. Nonostante queste crisi, il volume delle transazioni ha continuato a crescere, dal momento che gli investitori hanno adottato strategie di diversificazione dei portafogli. La diversificazione è stata anche il risultato dell'introduzione di strumenti finanziari complessi (come derivati e titoli strutturati), il cui avvento ha portato ad una sempre maggiore articolazione dei mercati finanziari. Cfr. M. RAMAJOLI, *Giuseppe Di Gaspare, Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, Cedam, 2011, pp. 1-478, in *Riv. della regolazione dei mercati*, 1, 2014, p. 217; nonché *Approfondimenti*, CONSOB, consultabile su <https://www.consob.it/web/investor-education/gli-anni-90-ed-inizio-2000>. Contestualmente, con l'introduzione della moneta unica europea, anche l'area dell'Eurozona ha sperimentato una marcata espansione del credito. Le operazioni di finanziamento hanno cominciato ad articolarsi in operazioni sempre più complesse, coinvolgendo un sempre maggior numero di soggetti: si è assistito ad esempio, in questo periodo, all'incremento in Europa dei prestiti sindacati (i c.dd. “*loan syndication*”, anche noti come “finanziamenti *in pool*”: si tratta di crediti concessi al mutuatario non da una singola banca, bensì da un gruppo di istituti creditizi, consentendo così la ripartizione del rischio). Anche in Europa, questa espansione del mercato del credito ha raggiunto notevoli livelli in alcuni segmenti, in particolare nel contesto delle operazioni di c.dd. “*leveraged buyout* (LBO)”, dove l'uso massiccio della leva finanziaria ha contribuito ad alimentare una crisi nel mercato creditizio (per un approfondimento sull'istituto del *leveraged buyout* si v. P. BORSANO, *Il leveraged buyout nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Il nuovo diritto delle società*, 1, 2015). Pertanto, negli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria del 2008/2009 le politiche creditizie adottate dalle istituzioni bancarie e finanziarie si sono rivelate sempre meno sostenibili. Le banche, sostenute da condizioni monetarie favorevoli e dalla crescente domanda di strumenti finanziari ad alto rendimento, hanno continuato ad erogare credito in modo indiscriminato, spesso anche in favore di soggetti con profili di rischio elevato. Tale comportamento è stato agevolato da una regolamentazione prudenziale inefficace e da una supervisione del mercato insufficiente da parte delle autorità competenti, che non sono riuscite a contenere il crescente accumulo di rischi sistemici (cfr. *Dal boom alla crisi: verso un nuovo equilibrio nel settore del credito bancario*, Discorso di L. BINI SMAGHI, Membro del Comitato esecutivo della BCE, *Ernst & Young Business School*, Milano, 29 gennaio 2010, disponibile su <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100129.it.html#>).

²⁰ Ciò non esclude ed anzi convive con il fenomeno di standardizzazione dei moduli bancari che ha preso piede parallelamente negli stessi anni. La standardizzazione dei contratti di finanziamento infatti, di cui si parlerà più avanti, riguarda prevalentemente la struttura portante dei contratti, attraverso l'introduzione di clausole e modelli condivisi; tuttavia, l'intensificazione e la crescente sofisticazione delle operazioni commerciali hanno richiesto una modulazione delle soluzioni contrattuali previste nei modelli *standard*,

necessità di congegnare, a volte in modo “sartoriale”, *covenants* che si adattino allo specifico contenuto del contratto di finanziamento.

Recepiti a poco a poco anche nella prassi contrattuale italiana²¹, la crescente integrazione dei *covenants* nel panorama nazionale ha reso indispensabile un riesame critico della loro funzione, soprattutto in termini di esatta collocazione all'interno del sistema giuridico delle garanzie, come disciplinate dalla legislazione nazionale. A riguardo, occorre premettere che nel sistema giuridico interno, a differenza di quanto accade nei sistemi di *common law*, i *covenants* non si traducono in una garanzia diretta sui beni del soggetto finanziato. La loro funzione è piuttosto quella di prevenire comportamenti rischiosi da parte del debitore, attraverso l'imposizione a suo carico di obblighi informativi e comportamentali che servano a facilitare il monitoraggio delle sue condizioni patrimoniali. Questi obblighi non sono – o non dovrebbero essere – sussumibili

finalizzata a rispondere a bisogni specifici. Globalizzazione e innovazione tecnologica, dunque, hanno generato un duplice effetto: da un lato, l'emergere di schemi uniformi; dall'altro, l'amplificazione della necessità di adattamento alle peculiarità delle operazioni negoziate. In definitiva, come emergerà dall'analisi condotta nel presente lavoro, il contratto di finanziamento contemporaneo oscilla tra l'esigenza di omogeneità (per lo più in risposta ad una esigenza prevalentemente anglosassone a rendere il contratto “autosufficiente”) e quella di individualizzazione, in un equilibrio che riflette la complessità del contesto economico globale.

²¹ Sebbene manchi ad oggi una disciplina di tali clausole, sembra essere nelle intenzioni del legislatore colmare tale lacuna *legis*. *Ad esempio*, nella proposta di riforma del codice civile, avanzata con il d.d.l. n. 1151 del 19 marzo 2019, si legge infatti che «Si prevede, altresì, la disciplina di nuove forme di garanzia del credito, anche in considerazione delle prassi contrattuali in ambito bancario e finanziario [...]. Il criterio direttivo è quello del recepimento normativo di prassi o schemi negoziali che si siano già consolidati “nell'uso bancario e finanziario”. Di questa diffusa volontà di regolamentare la materia, v'è traccia, oltre che nei relativi protocolli operativi adottati dalle autorità creditizie, nelle numerose pronunce giurisprudenziali che si sono succedute in tema di garanzie atipiche (dalle alienazioni a scopo di garanzia, compresi la cessione di credito a scopo di garanzia e il mandato all'incasso o il *sale and lease back*, alle garanzie personali atipiche, primo fra tutti il contratto autonomo di garanzia, e non escluse le discusse figure della lettera di *patronage* e delle clausole di *covenant*)».

nell'alveo degli schemi tipici che accompagnano le tradizionali garanzie reali o personali. Si tratta piuttosto di obblighi comportamentali che – come emergerà con maggiore chiarezza nel corso dell'analisi che segue – si muovono sulla linea sottile di equilibrio tra tutela del credito e libertà di gestione dell'impresa. È per questa ragione che, nell'impossibilità di assimilarli completamente, come si dirà, agli schemi negoziali tipici delle garanzie reali o personali, i *covenants* hanno finito per rappresentare un *tertium genus* nel panorama delle garanzie, che complessivamente sono qualificabili come garanzie di obblighi comportamentali.

Mentre nei sistemi di *common law* il finanziatore può, attraverso i *covenants*, operare una forma di controllo proattivo e mirato sulle decisioni strategiche dell'impresa finanziata, nel sistema interno il *covenant* privilegia una forma di tutela del credito che non interferisca direttamente nella gestione d'impresa. I *covenants* nel nostro ordinamento – ma più in generale, nei sistemi di *civil law* – si configurano infatti come strumenti di “garanzia indiretta”, volti cioè a creare un ambiente gestorio in cui la stabilità patrimoniale e la gestione dell'impresa finanziata è sì monitorata dalla banca, ma sempre preservando il principio costituzionalmente garantito della libertà d'impresa.

La *ratio* di questa differenza nell'utilizzo dei *covenants* risiede nel diverso modo di intendere la *governance* del credito nei due ordinamenti: nei sistemi di *common law* è più invasivo il potere di intervento del creditore nelle scelte gestionali di impresa, il che agevolmente si riscontra nella relativa formulazione contrattuale dei *covenants* in quelle aree geografiche²². Nel sistema giuridico interno, invece, è più avvertito il rischio di

²² Si v. ad esempio il *Credit Agreement* stipulato tra la Ribbon Communications Inc. (società statunitense specializzata in soluzioni *software* per comunicazioni sicure) e i suoi creditori il 21 giugno 2024, depositato

ingerenza nella gestione d'impresa. Per questo i modelli negoziali di *covenants* reperibili nel panorama finanziario nazionale si sostanziano per lo più in meri obblighi di comportamento e di informazione, a carico dell'impresa finanziata, che dovrebbero permettere alla banca finanziatrice di prevenire situazioni di insolvenza senza ingerire nelle scelte gestionali dell'impresa. Questo diverso approccio riflette la differente impostazione e filosofia al tema della tutela del credito: i sistemi di *common law* privilegiano la protezione del credito attraverso strumenti giuridici flessibili, meno tipizzati e di più immediata operatività ed efficacia; i sistemi giuridici di *civil law* sono (o dovrebbero essere) più attenti invece a preservare la sostenibilità contrattuale del progetto d'impresa, senza che il *covenant* si frapponga al raggiungimento di quell'obiettivo. In quest'ottica, i *covenants* – nel nostro ordinamento interno – prima ancora che strumenti di protezione diretta del creditore, sono in massima parte leve strategiche per indurre autonomamente il soggetto finanziato ad una gestione responsabile dell'impresa. Ne è prova il fatto che essi vengano utilizzati spesso anche per promuovere l'adozione di pratiche aziendali di responsabilità sociale (i c.dd. *green covenants*). Ecco perché, come si dirà meglio in seguito [§ 1.3] secondo parte della

presso la U.S. Securities and Exchange Commission (c.d. SEC, che è l'ente federale statunitense preposto alla regolamentazione e vigilanza del mercato finanziario e dei titoli). Questo accordo impone vari *covenants* finanziari e operativi che limitano la discrezionalità della società finanziata, vincolandola al rispetto di requisiti specifici imposti dai creditori. Tra i *covenants* figurano restrizioni sulla distribuzione dei dividendi, il mantenimento di determinati rapporti finanziari, e limitazioni sulle acquisizioni o cessioni di *asset* aziendali. In caso di violazione, i creditori hanno il diritto di dichiarare il *default* tecnico, potendo così richiedere il rimborso immediato o imporre nuove condizioni. Si v. *Ribbon Communications Inc.*, Form 8-K, U.S. Securities and Exchange Commission, 21 giugno 2024, disponibile su https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1708055/000110465924074398/tm2417775d1_8k.htm.

dottrina, i *covenants* andrebbero più correttamente inseriti nel sistema delle garanzie preventive atipiche²³.

Per tutte queste ragioni, è inevitabilmente composita ed assai variegata la natura di queste clausole, le quali, se da un lato rappresentano pur sempre una forma di tutela del credito (tipica degli *ordinamenti di common law*), dall'altro incentivano l'impresa finanziata a mantenere elevati livelli di *performance* nella gestione elevati, soprattutto in termini di gestione finanziaria e di conseguenza inducono a promuovere pratiche commerciali responsabili (funzione quest'ultima che è invece estranea alle tradizionali garanzie, reali e personali previste dal codice civile). Per quanto riguarda il monitoraggio della gestione, è indubbio che i *covenants* consentano ai creditori di tenere sotto controllo la situazione finanziaria del debitore: funzione questa particolarmente importante negli scenari di instabilità economica, in cui è proprio il rispetto di tale tipologia di patti ad assicurare la sostenibilità finanziaria del progetto di impresa. La presenza di *covenants* finisce così per favorire una gestione più prudente e responsabile dell'impresa, da parte dei soggetti finanziati, il che inevitabilmente si traduce in una tutela del credito. A riguardo, occorre premettere che, mentre il capitale di debito è generalmente remunerato in modo modesto (e spesso a tasso fisso), con l'obiettivo per il finanziatore di ottenere il rimborso del capitale prestato e una minima remunerazione che quanto meno controbilanci gli effetti dell'inflazione (in misura normalmente preconcordata), il

²³ E. REHBINDER, in M. KÄSTLE, *Rechtsfragen der Verwendung von Covenants in Kreditverträgen*, op. cit., p. 221; in Italia dello stesso avviso anche M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, 2020, consultabile su <https://www.dirittobancario.it/art/covid-19-deterioramento-del-merito-creditizio-e-finanziamenti-garantiti-da-covenants/>.

rendimento del capitale di rischio non è normalmente predeterminabile e dipende interamente dal successo del progetto d'impresa. Si verifica così spesso, nel mercato creditizio, che se da un lato i finanziatori ambiscono ad una gestione prudente dell'impresa, dall'altro i soci dell'impresa stessa, che detengono il capitale di rischio (ma che non rischiano con il proprio patrimonio), propendono per operazioni di investimento e di conseguente indebitamento che, pur presentando un grado di rischio maggiore, offrono potenziali ritorni più elevati. In questo senso, i soci delle società di capitali fanno affidamento sul fatto che le eventuali perdite verranno assorbite nel lungo termine, avendo normalmente l'impresa una prospettiva di vita di medio/lungo periodo²⁴. Proprio su questi opposti scenari ed opposte esigenze si fonda una delle principali finalità dei *covenants*: proteggere il finanziatore dai comportamenti opportunistici del soggetto finanziato e mantenere stabile il profilo di rischio dell'impresa²⁵. In questo contesto, parte della dottrina, soffermandosi sul ruolo dei *covenants* in situazioni negoziali patologiche, e cioè di insolvenza del soggetto finanziato, ha finito per qualificarli come veri e propri strumenti di risoluzione, o quantomeno di gestione della crisi di impresa [si v. § 1.3]. Va detto tuttavia, al di là di questi approdi dottrinali (di cui si riferirà a breve), che il *covenant* non nasce come strumento di gestione della crisi d'impresa, bensì come strumento negoziale preconcordato che quella crisi dovrebbe scongiurare. L'obiettivo primario dei *covenants* è quello di prevenire criticità dell'impresa finanziata che inevitabilmente metterebbero a repentaglio la restituzione

²⁴ Cfr. F. GALGANO, *Le società in genere. Le società di persone*, in A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (diretto da) e P. SCHLESINGER (continuato da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, 3a ed., Milano, 2007.

²⁵ Si v. U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 601 e 602, nonché G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2, 2021, pp. 347 ss.

del finanziamento. In questo contesto, ad esempio, si inseriscono quelle specifiche tipologie di *covenants* che obbligano l'impresa a mantenere elevati *standard* di *performance* finanziaria. Del resto, il tentativo di scongiurare pericoli e/o insolvenze dell'impresa finanziata – mediante il mantenimento di *standard* finanziari elevati – va a beneficio della accessibilità al merito del credito in termini di migliori condizioni applicative. Infatti normalmente il tasso di interesse praticato dal sistema bancario riflette il rischio che il creditore si assume prestando denaro. Così accade spesso che tanto più basso è il tasso di interesse che l'impresa dovrà pagare, quanto più stringente è il controllo bancario dell'indice di solvibilità, conseguito appunto per effetto dei *covenants* finanziari. Il debitore può ottenere un tasso d'interesse più basso se accetta condizioni – tramite *covenants* appunto – che riducano questo rischio per il creditore. È di immediata percezione, quindi, l'impatto – in termini di migliori condizioni economiche applicate al finanziamento – che può avere un *covenant* finanziario (che imponga una prudente gestione finanziaria dell'impresa), vantaggiosità che opera proprio sullo *spread* concretamente applicato dalla banca²⁶: da qui – ovvero dalla idoneità dei *covenants* a porsi come efficaci strumenti di *corporate finance* (e dalla corrispondente minor idoneità degli stessi ad inserirsi in dinamiche di *project financing*)²⁷ – deriva l'interesse di chi studia il

²⁶ Si v. U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, cit., il quale riporta le riflessioni di C. A. HILL, *Is secured debt efficient?*, *Tex. L. Rev.*, 2002, 80, pp. 1117 ss.

²⁷ G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2, 2021, pp. 349. La differenza principale tra *corporate finance* e *project financing* risiede nel criterio utilizzato per valutare il merito del finanziamento e nella fonte di garanzia per il rimborso del debito. Mentre nel *corporate finance*, il finanziamento viene concesso sulla base della solidità e del merito creditizio dell'impresa nel suo complesso (in altre parole, il finanziatore si basa sulla valutazione delle capacità finanziarie e patrimoniali del richiedente, tenendo conto della storia creditizia, del bilancio e del grado di solvibilità dell'azienda rispetto alle obbligazioni assunte e l'impresa è quindi responsabile del rimborso del debito utilizzando tutte le sue risorse, senza necessariamente collegarsi a un progetto specifico), nel *project financing*, invece, il finanziatore fornisce capitale di debito basandosi unicamente sul valore e sulla potenziale redditività del progetto

mercato della finanza aziendale verso i *covenants* finanziari, con una predominanza degli studi economico-finanziari rispetto a quelli puramente giuridici.

Nell'analisi che seguirà, si cercherà dunque di indirizzare la prospettiva di studio, comparando l'approccio giuridico all'istituto con le valutazioni di ambito più propriamente economico. Un'analisi che confronti queste due prospettive – *de facto* complementari – contribuisce ad una comprensione più profonda dell'argomento. Se da una parte i giuristi tendono a focalizzarsi sulla validità e sull'interpretazione dei *covenants* all'interno del quadro normativo, nonché sulle conseguenze legali di eventuali violazioni degli stessi (analizzando i principi del diritto civile che regolano la formazione e l'esecuzione dei contratti), dall'altra, gli economisti esaminano i *covenants* attraverso la lente della teoria economica, valutando come questi strumenti possano influenzare il comportamento delle aziende e dei mercati finanziari. Il punto di convergenza tra le due prospettive è dato dalla condivisa rilevanza riconosciuta ai *covenants* nella mitigazione del rischio e nella promozione di pratiche aziendali sostenibili.

1.2. Mappatura delle tipologie di *covenants*: un'analisi sistematica delle diverse declinazioni dell'istituto.

specifico per il quale il finanziamento è richiesto. In questo contesto, il finanziamento viene concesso considerando la redditività futura del progetto e la capacità di quest'ultimo di generare i flussi di cassa necessari per rimborsare il debito. Per approfondimenti sul tema, tra gli altri, C. VARRONE, *Alcune considerazioni in tema di project financing*, in G. MORBIDELLI (a cura di), *Finanza di progetto*, Torino, 2004, p. 139; Cfr. anche T.V. RUSSO, *Il project financing*, in P. PERLINGIERI (diretto da), *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, Napoli, 2007, pp. 13 ss.

L'estrema eterogeneità dei modelli contrattuali di *covenants* praticati sul mercato del credito è diretta conseguenza dell'attitudine dell'istituto a conformarsi alle specifiche esigenze del contratto di finanziamento a cui accede. Volendo mettere ordine nella proteiformità dello strumento negoziale in esame, si potrebbero classificare i *covenants* in base agli obiettivi con essi perseguiti, ovvero in base alla tipologia di obblighi imposti al debitore, ovvero ancora sulla base degli effetti che promanano dalla violazione di quegli obblighi²⁸. Non si tratta di una questione meramente classificatoria, ma piuttosto di un tentativo di comprendere il ruolo e la funzione che tali clausole assolvono nei contratti di finanziamento. Ogni singola categoria di *covenant* si caratterizza per specifici obblighi e restrizioni che, sebbene condividano nell'insieme la finalità di tutela del credito, hanno implicazioni giuridiche ed economiche assai diverse. Un'analisi approfondita di ciascuna categoria è, perciò, fondamentale per valutare gli effetti soprattutto in termini di ripercussioni sul rapporto principale nella dinamica dei rapporti interni tra creditore e debitore.

La distinzione più ricorrente in dottrina è quella che contrappone i c.dd. "*loan covenants*" (clausole accessorie contenute nei contratti di mutuo) e i "*debt (o bond) covenants*"²⁹ (clausole accessorie utilizzate all'interno dei contratti di finanziamento

²⁸ G. LAURINI, *Nuove garanzie atipiche tra diritto, prassi e meritevolezza degli interessi*, Napoli, 2020, p. 141; A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, 1089 ss., p. 1094; M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, cit.

²⁹ Per un approfondimento sui *bond covenants*, si v. M. PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca Impresa Società*, 2006, 2, pp. 247-279; F. BAZZANA, M. PALMIERI, *How to increase the efficiency of bond covenants: A proposal for the Italian corporate market*, in *European Journal of Law and Economics*, 2012, 34, pp. 327-346; W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, in *European Business Organisation Law Review*, 7, 2006, pp. 39-87.

obbligazionario)³⁰. Al di là di questa prima e condivisa suddivisione, la dottrina non è però uniforme nell'individuare un criterio unico di classificazione e si concentra soprattutto (più che sull'oggetto del negozio principale che accoglie i *covenants*) sull'oggetto della singola clausola (distinguendo i *covenants* a seconda che appongano vincoli alla possibilità dell'impresa finanziata di effettuare investimenti, ovvero di disporre dei dividendi, di contrarre finanziamenti, ovvero a ancora impongano all'impresa medesima specifici obblighi informativi o di trasparenza³¹); in altri casi sul parametro di riferimento, come ad esempio gli indici di bilancio (indicatori di liquidità, redditività o patrimonializzazione – come ad es. il *covenant* che richieda il mantenimento del *debt to equity ratio* ovvero dell'EBITDA (acronimo di *Earnings before interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*³²) – che il debitore deve mantenere entro certi limiti) o obblighi societari (cioè parametri legati alla *governance*, come il mantenimento di

³⁰ È una distinzione che, come sottolineato da U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, cit., p. 602, non andrebbe eccessivamente enfaticizzata, poiché la prassi dimostra una sostanziale coincidenza tra le clausole contrattuali presenti nelle due categorie di *covenants*.

³¹ Si valuta cioè quale aspetto della gestione aziendale il *covenant* intenda disciplinare. Si v. C. SMITH JR, J. B. WARNER, *On financial contracting – An analysis of bond covenants*, in *J. Fin. Econ.*, 7, 1979, p. 117 ss.

³² Il *debt to equity ratio* è un indicatore finanziario che misura il rapporto tra il capitale di debito e il capitale proprio di un'azienda, fornendo un'indicazione del livello di leva finanziaria utilizzato. Si calcola dividendo il debito totale dell'azienda per il suo patrimonio netto. Un valore elevato indica una maggiore dipendenza dal debito per il finanziamento delle attività, il che può comportare rischi finanziari più alti, ma anche potenziali vantaggi in termini di redditività grazie all'effetto leva. Al contrario, un valore basso riflette una struttura più conservativa, con minori rischi finanziari e una maggiore resilienza in caso di difficoltà economiche. L'EBITDA, acronimo di Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization, rappresenta invece il profitto di un'impresa prima di considerare interessi, imposte, ammortamenti e svalutazioni. Questo indicatore si focalizza cioè sulla capacità dell'azienda di generare reddito attraverso la sua attività principale, al netto delle componenti finanziarie e contabili. L'EBITDA è spesso utilizzato per confrontare aziende di settori diversi o con differenti strutture finanziarie, e rappresenta una metrica chiave nella valutazione della redditività operativa. Entrambi questi indicatori, il *debt-to-equity ratio* e l'EBITDA, sono fondamentali per monitorare la salute finanziaria e la solidità operativa di un'azienda, specialmente in contesti in cui sono previsti vincoli contrattuali che limitano il rischio per i creditori. Cfr. *Il rapporto di indebitamento: Debt to Equity Ratio – D/E*, consultabile su https://synopia.it/rapporto-indebitamento-debt-to-equity-ratio-d-e/?utm_source=chatgpt.com.

determinati livelli di controllo da parte di azionisti specifici)³³; in altri ancora sulla funzione svolta dalla clausola in una prospettiva di *law and economics*. In quest'ultimo caso, si considera il ruolo economico-giuridico che ciascuna clausola assume nel rapporto finanziario. Alcuni *covenants* hanno infatti, come si vedrà, una funzione proattiva, mirata a incentivare comportamenti virtuosi da parte dell'impresa finanziata, ad esempio attraverso il rispetto di criteri ESG o l'adozione di strategie aziendali orientate alla sostenibilità; altri *covenants* svolgono invece una funzione soprattutto preventiva, in quanto finalizzati unicamente a ridurre il rischio di *default* imponendo obblighi finanziari o gestionali che garantiscano maggiore stabilità economica; vi sono poi *covenants* con una funzione rimediale, pensati per disciplinare le conseguenze di eventuali violazioni delle clausole contrattuali, prevedendo ad esempio la risoluzione anticipata del contratto o la modifica delle condizioni del finanziamento³⁴.

La classificazione più ricorrente in dottrina comunque è quella che riguarda la più immediata distinzione tra clausole orientate alla conservazione del patrimonio sociale (i

³³ In questa classificazione, si analizza quindi il parametro misurabile su cui il *covenant* si basa. Si v. J. BESSIS, *Risk management in banking*, Sussex, 2002.

³⁴ Tra questi si vedano ad esempio i *covenants* un meccanismo di *waiver*, obbligatorio o condizionato, nel caso in cui il debitore non rispetti i parametri previsti. Va detto sin d'ora (ma l'istituto si analizzerà meglio nel corso del secondo capitolo) che il *waiver* è una forma di rinuncia del creditore all'esercizio immediato dei rimedi in caso di violazione, subordinata all'adozione di misure correttive concordate o alla fornitura di garanzie aggiuntive da parte del debitore. Ad esempio, nel caso del "Finanziamento chirografario Grandi Imprese con *covenant* finanziario", come descritto nei documenti di Banco BPM, i *covenants* finanziari prevedono che il mancato rispetto di indici di bilancio o altri obblighi contrattuali possa portare alla richiesta di rinegoziazione delle condizioni contrattuali o, in mancanza di un accordo, alla risoluzione anticipata del contratto da parte del creditore. Tali clausole, come si vedrà, consentono di preservare un equilibrio tra la necessità di tutela del creditore e l'esigenza di garantire al debitore una possibilità di ripristinare il rispetto delle condizioni pattuite, senza incorrere immediatamente in conseguenze drastiche. Si v. il "Finanziamento chirografario Grandi Imprese con *covenant* finanziario", contratto che illustra chiaramente le condizioni economiche e le modalità operative di tali clausole, offrendo un esempio concreto di applicazione nei contratti di finanziamento per le grandi imprese, consultabile all'indirizzo <https://www.bancobpm.it/media/2020/10/FI-Covenant-Finanziari-1.pdf>.

c.dd. “*financial covenants*”) e clausole che impongono il rispetto di specifici obblighi, e che preservano quindi solo indirettamente il patrimonio netto della società finanziata (in questa seconda categoria vi sono i *negative covenants* e i *positive covenants*³⁵).

1.2.1. I *covenants* informativi e il problema dell’asimmetria di informazioni.

Adottando un approccio più empirico nello sforzo di classificazione, ed esaminando cioè la modulistica in uso sul mercato del credito, ci si imbatte più frequentemente in tre distinte tipologie di clausole: gli *information* (o *informative*) *covenant* (spesso anche denominati *covenants* di *disclosure*³⁶), i *financial covenant* e i *general covenant*³⁷.

I primi (gli *information covenants*), hanno la precipua funzione di colmare l’asimmetria informativa che non di rado caratterizza i rapporti nascenti tra la banca e l’impresa finanziata³⁸. Di norma, un *covenant* informativo si sostanzia nell’obbligo posto in capo

³⁵ Secondo U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 603, anche tale classificazione è carente, in quanto, sebbene accettabile per i *debt covenants*, appare insufficiente per ricomprendere le clausole più frequenti dei *loan covenants*. L’autore suggerisce perciò una classificazione che consideri sia la funzione della clausola sia il suo oggetto e distingue conseguentemente le clausole in esame in quattro macro categorie: a) *covenants* che impongono all’impresa comportamenti efficienti ai fini della conservazione del patrimonio netto; b) *covenants* di bilancio; c) *covenants* che pongono a condizione del *default* il comportamento di terzi; d) *covenants* informativi.

³⁶ Così, *inter alia*, U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, 607, M. PALMIERI, in *Banca Impresa Società*, 2006, 2, 259 e R.M. LLOYD, *Financial covenants in commercial loan documentation: uses and limitations*, in *Tenn. L. Rev.*, 1991, vol. 58, 348 ss.

³⁷ Cfr. G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2, 2021, p. 351.

³⁸ Specificatamente, sul tema dell’uso dei *covenants* in generale per ridurre le asimmetrie informative, si v. E. MOSCHETTA, *Il ruolo dei financial covenants nella riduzione delle asimmetrie informative sul debito*, in A. BRETONI (a cura di), *La Finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano. Un approccio funzionale*, Milano, 2000, *passim*.

all'impresa finanziata di trasmettere, periodicamente o occasionalmente, alla finanziatrice alcune informazioni (come, ad esempio, i dati sul fatturato o sull'andamento della produzione). Un obbligo informativo di questo tipo sembra, invero, potersi sussumere nel più generale obbligo di buona fede, di cui al combinato disposto dagli artt. 1337 e 1375 c.c.³⁹, di cui certamente costituisce esplicazione l'obbligo di rendere edotta la controparte delle circostanze rilevanti e tali da incidere sulla corretta esecuzione delle prestazioni pattuite, che potrebbero essere incolpevolmente ignorate⁴⁰.

Potrebbe apparire pertanto ultroneo l'inserimento, all'interno di un contratto di finanziamento, di obblighi informativi che comunque potrebbero già derivarsi dai principi codificati nel nostro ordinamento (come quelli della buona fede contrattuale *ex* artt. 1337 e 1375 c.c. diretta emanazione del dovere di solidarietà costituzionale⁴¹).

³⁹ V. G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in *Riv. dir. bancario*, 4, 2023, p. 71.

⁴⁰ Il sistema giuridico italiano, di matrice romanistica, tende ad integrare nei contratti le regole generali di buona fede e correttezza, riflettendo una fiducia nell'applicazione di principi comuni da parte del giudice in sede di interpretazione contrattuale. La buona fede è considerata una "clausola generale" di per sé già vincolante, che impone comportamenti leali e trasparenti anche in assenza di una specifica precisazione contrattuale. Si veda sul punto, ampiamente, L. GAROFALO, *Il ruolo della buona fede oggettiva nell'esperienza giuridica storica e contemporanea: atti del Convegno internazionale di studi in onore di Alberto Burdese*, Padova, Venezia, Treviso, 14-15-16 giugno 2001 e F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, in Collana diretta da F.D. BUSNELLI, S. PIATTI, V. SCALISI, P. ZATTI, Torino, 2015, 317 ss., nonché C.M. BIANCA, *Diritto civile*, vol. III, Milano, 2° ed., 2000, 163 ss.; specificamente v. M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, 359 ss.

⁴¹ Secondo C.M. BIANCA, *Diritto civile*, III, *Il contratto*, Milano, 2000 p. 422, il plurimo richiamo della buona fede all'interno del nostro codice civile risponde proprio all'idea della buona fede «*quale principio etico-sociale che impronta tutta la materia contrattuale. La buona fede non ha un contenuto prestabilito [...] ma è un principio di solidarietà contrattuale che si specifica in due fondamentali aspetti, quello della salvaguardia (attivarsi per salvaguardare l'utilità dell'altra parte nei limiti di un apprezzabile sacrificio) e della lealtà. Nella interpretazione del contratto la buona fede rileva come obbligo di lealtà*». Sul punto si rimanda anche a P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, I, p. 337; ID., *Prefazione*, in *Interpretazione e legalità costituzionale*, Napoli, 2012, p. 8 ss.; ID., *Applicazione e controllo nell'interpretazione giuridica*, in *Rass. dir. civ.*, 2010, 3, p. 325 ss.; C. PETTA, *Profili funzionali e meritevolezza delle garanzie autonome e indennitarie*, Napoli, 2021, 23.

Senonché questa prassi sembra risentire di una tendenza che appartiene alla tradizione contrattuale anglosassone, che valorizza la completezza ed esaustività del testo contrattuale (*self-sufficiency*)⁴². Nei sistemi di *common law*, infatti, il principio della autosufficienza contrattuale risponde all'esigenza di evitare che le parti debbano fare affidamento – in sede di valutazione dei rispettivi adempimenti – su principi o presupposti esterni al contratto stesso: la redazione contrattuale tende quindi a minimizzare l'eventualità del ricorso all'interpretazione giudiziale o, più in generale, a forme di erterointegrazione, preferendo stabilire da subito nel testo in modo puntuale ed esaustivo ogni aspetto della vicenda negoziale, compresi i diritti e gli obblighi dei paciscenti.

Si potrebbe ricondurre la formulazione degli *informative covenants* anche alla crescente standardizzazione dei contratti di finanziamento soprattutto a livello internazionale⁴³.

⁴² V. E. MCKENDRICK, *Contract Law: Text, Cases, and Materials*, 2018, Oxford, 3 ss. Sul tema dell'autosufficienza del contratto nel sistema di diritto anglosassone, si v. ampiamente anche P.S. ATIYAH, *The Rise and Fall of Freedom of Contract*, Oxford, 1979: in particolare in questo testo l'autore esplora l'evoluzione del diritto contrattuale anglosassone e il suo forte orientamento all'autosufficienza del contratto, soffermandosi poi sulla logica della specificazione quanto più dettagliata possibile degli obblighi contrattuali, nonché del ruolo dei principi generali come la buona fede, ruolo più implicito nel sistema di *common law*. V. anche R.A. HILLMAN, *The Richness of Contract Law: An Analysis and Critique of Contemporary Theories of Contract Law*, Berlino, 1997. Il principio di autosufficienza contrattuale nel sistema inglese emerge anche in una serie di sentenze della Corte inglese, come ad esempio il noto caso "Lord Diplock in Photo Production Ltd v Securicor Transport Ltd" risalente al 1980, in cui la giurisprudenza inglese ha evidenziato la tendenza a ritenere il contratto *self-contained*, cioè completo e autosufficiente, per cui ogni obbligo rilevante dovrebbe essere esplicitamente delineato nel contratto stesso. Il testo completo della sentenza è disponibile su https://www.iclr.co.uk/document/1971003454/casereport_76105/html.

⁴³ V. B. LOMFELD, *Sustainable Contracting: How Standard Terms Could Govern Markets*, in *Omfeld, Somma & Zumbansen (eds.), Reshaping Markets*, Cambridge University Press, 2016, 257-282, scaricabile liberamente su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3165197. L'autore rileva la crescente influenza dei modelli anglosassoni e della prassi contrattuale internazionale sui sistemi giuridici nazionali, evidenziando come si tenda sempre più ad omogeneizzare le clausole contrattuali per rispondere ad esigenze di coerenza e prevedibilità nei mercati globalizzati. Sul tema della standardizzazione dei contratti su scala globale, si v. anche G. TEUBNER, *Global Law Without a State*, 1997. Sebbene non si tratti di una fonte di diritto vincolante, anche i Principi UNIDROIT (*Principles of International Commercial Contracts*) – ovvero l'insieme delle norme

Infatti, le istituzioni finanziarie internazionali e le grandi banche d'investimento spesso operano in contesti che abbracciano più giurisdizioni, e per questo tentano di applicare *standard* contrattuali uniformi al fine di minimizzare i rischi di contenzioso ed uniformare le prassi applicative. Questo processo di standardizzazione in molti casi comporta l'utilizzo di clausole di origine anglosassone anche in contesti giuridici di *civil law*, come quello italiano. Di conseguenza, i contratti di finanziamento italiani tendono a riprodurre sempre più frequentemente clausole informative tipiche degli *informative covenants* in uso nei sistemi di *common law*, per effetto di un processo di "omogeneizzazione negoziale" di matrice internazionale.

Da un lato, ci si potrebbe interrogare sull'effettiva necessità di inserire tali clausole nei contratti di finanziamento, valutando che potrebbero essere semplicemente il frutto di una prassi di importazione e che dunque potrebbero, come anticipato in apertura, non costituiscano un effettivo valore aggiunto al contratto. Dall'altro lato, non possono ignorarsi le conseguenze apprezzabili che queste clausole potrebbero avere, alla lunga, nel processo di continua evoluzione di istituti come i *covenants*. Si ribadisce ad esempio, in questa ottica, che un positivo effetto di tale fenomeno di pedissequo recepimento di *standard* contrattuali mutuati da altri sistemi giuridici potrebbe aversi sul terreno del deflazionamento del contenzioso. Specificando infatti già nel contratto l'esatto contorno di obblighi che altrimenti sarebbero affidati al principio generale della buona fede si limita l'intervento interpretativo e verosimilmente il conflitto che può derivarne. Si assiste così

generali elaborate dall'Istituto Internazionale per l'Unificazione del Diritto Privato (UNIDROIT) per regolare i contratti commerciali internazionali – rappresentano un tentativo di standardizzare i contratti internazionali attraverso linee guida comuni applicabili indipendentemente dall'ordinamento giuridico.

alla proliferazione di una contrattualistica – in materia di *covenants* – orientata alla definizione minuziosa di obblighi e diritti, riducendo la flessibilità interpretativa del giudice e, di conseguenza, il dissenso sull’oggetto e sulla portata della prestazione richiesta.

Questa “anglicizzazione” della formulazione contrattuale implica perciò un livello di massima formalizzazione degli obblighi contrattuali, in cui obblighi già acquisiti nel nostro sistema giuridico vengono specificati e resi autonomi come impegni espressi, anche quando si tratta nella sostanza di esplicazioni dei principi di buona fede oggettiva e correttezza nell’esecuzione del contratto *ex art.* 1375 c.c.

Peraltro, è significativo notare come, pur in presenza di contributi significativi in materia⁴⁴ la letteratura giuridica sembri aver riservato minore attenzione agli obblighi informativi nella fase esecutiva del contratto rispetto a quelli della fase di formazione del consenso⁴⁵. Ciò potrebbe derivare dall’influenza delle norme generali – come gli artt. 1337 e 1338 del codice civile – che regolano la buona fede nelle trattative e stabiliscono l’obbligo di evitare comportamenti che possano compromettere il consenso delle parti. Alla luce di ciò, gli *information covenants*, assumerebbero una funzione cruciale: oltre a tutelare il creditore, contribuiscono a plasmare il concetto di una buona fede

⁴⁴ Sul punto si v. per tutti, D. VALENTINO, *Obblighi di informazione, contenuto e forma negoziale*, Napoli, 1999; A. NAZZARO, *Obblighi d’informare e procedimenti contrattuali*, Napoli, 2000; D. RUSSO, *Sull’informazione nei contratti*, Napoli, 2016.;

⁴⁵ Cfr. P. PERLINGIERI, *L’informazione come bene giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 1990, pp. 326 ss. e, ampiamente, G. D’AMICO, «Regole di validità» e principio di correttezza nella formazione del contratto, Napoli, 1996; v. anche P. GALLO, *Asimmetrie informative e doveri di informazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007 e V. ROPPO, *L’informazione precontrattuale: spunti di diritto italiano e prospettive di diritto europeo*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, pp. 747 ss.

“dinamica”, che non si esaurisce nella fase di formazione del contratto, ma che si proietta in modo continuativo lungo tutta la durata del rapporto. Il che implica un impegno di entrambi i firmatari dei *covenants* alla trasparenza e alla collaborazione durante l’esecuzione del contratto.

La buona fede contrattuale non è più limitata – in quest’ottica – al momento in cui il consenso si forma, ma accompagna tutto il rapporto, diventando un principio-guida che impone alle parti un dovere di lealtà, trasparenza e cooperazione per preservare gli equilibri raggiunti all’inizio del rapporto. Gli *information covenants*, pertanto, sono una palpabile applicazione di questa buona fede dinamica⁴⁶ e, in questo scenario, agiscono come strumenti complementari, per garantire il rispetto dei comuni principi di buona fede di cui si è detto.

Tornando al tema dell’asimmetria informativa tra le parti, che non di rado caratterizza i rapporti contrattuali di natura finanziaria, occorre una precisazione: generalmente si parla nella dottrina giuridica di asimmetria informativa nei rapporti contrattuali nel senso di una disparità conoscitiva tra una parte contrattualmente più debole e una più forte (si pensi all’esempio tipico dei contratti tra il consumatore e il professionista). Nell’analisi di ambito giuridico del fenomeno dell’asimmetria informativa, quello che

⁴⁶ “Risulta evidente la ratio sottostante ai *covenants*: governare il rischio di insolvenza, non solo al momento della conclusione del contratto di finanziamento – come avviene con le ordinarie forme di garanzia – bensì (auspicabilmente) per l’intera durata del rapporto, giusti gli invasivi poteri di controllo sulla situazione economico-finanziaria della debitrice riconosciuti in capo alla banca”, così M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, cit. V. anche D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, s.d., 2008, consultabile su [http://aleasrv.cs.unitn.it/smeфин.nsf/5d79ef7735a48303c12569510048c32d/b468b9a5b5d0491ac12574fe003b5ef5/\\$FILE/covenants_Galletti.pdf](http://aleasrv.cs.unitn.it/smeфин.nsf/5d79ef7735a48303c12569510048c32d/b468b9a5b5d0491ac12574fe003b5ef5/$FILE/covenants_Galletti.pdf).

rileva è perciò la protezione della parte più vulnerabile della relazione contrattuale (intesa la vulnerabilità – o debolezza – contrattuale in termini di maggiore o minore disponibilità delle informazioni rilevanti). Ad esempio, in un contratto di vendita, il consumatore potrebbe non possedere informazioni esaustive sulle caratteristiche del bene acquistato o su eventuali vizi occulti, informazioni di cui invece potrebbe disporre il venditore. Per colmare questo squilibrio informativo, sia il codice civile che la disciplina di tutela del consumatore, impongono al venditore stringenti obblighi di informazione e trasparenza, in aggiunta ed a migliore caratterizzazione del più generico dovere di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto. Al fine di riequilibrare le posizioni contrattuali è infatti spesso richiesto che il consenso del consumatore possa dirsi effettivamente informato e liberamente espresso⁴⁷.

Al contrario, dal punto di vista della dottrina economica, nei rapporti finanziari in genere, l'asimmetria informativa assume una connotazione più ampia. Non si limita alla questione della minore o maggiore forza contrattuale delle parti, ma si estende alle conseguenze del loro agire sul mercato. Tuttavia, questa prospettiva non è estranea al

⁴⁷ Nel codice civile, oltre ai generali principi di buona fede e correttezza che si applicano sia nella fase di formazione che nella fase di nell'esecuzione dei contratti (ai sensi degli artt. 1175, 1337 e 1375 c.c.), la protezione del consenso informato è rafforzata dalla disciplina sul dolo (*ex* art. 1439 c.c.), che consente di annullare un contratto se il consenso è stato ottenuto con raggiri perpetrati da uno dei contraenti ai danni dell'altro. Il Codice del Consumo (D.lgs. 206/2005) inoltre integra ulteriori misure a tutela del consumatore, in tema di informazione, soprattutto nella parte relativa alle clausole vessatorie (art. 33 e seguenti). Gli articoli 48 e 49, in particolare, disciplinano gli obblighi di informazione precontrattuale per i contratti a distanza e per quelli conclusi fuori dai locali commerciali, richiedendo che il consumatore riceva informazioni chiare e complete prima della conclusione del contratto. A livello europeo, la Direttiva 2011/83/UE (sui diritti dei consumatori in caso di contratti conclusi a distanza o fuori dai locali commerciali) all'art. 6 impone al venditore obblighi di trasparenza e di informazione precontrattuale, colmando il potenziale squilibrio informativo caratteristico di questa tipologia contrattuale.

diritto civile: anche il legislatore adotta spesso scelte normative che riflettono la consapevolezza delle ricadute economiche e dell'impatto sul mercato, e ciò dimostra come le due discipline siano intrinsecamente complementari. L'asimmetria informativa, in questo senso, non si esaurisce nell'ambito del singolo rapporto finanziario, ma può incidere sull'efficienza dell'intero mercato del credito, compromettendo la fruibilità del credito bancario⁴⁸.

Si potrebbe perciò affermare che, mentre il diritto civile si occupa di riequilibrare le asimmetrie informative nel singolo rapporto, con l'obiettivo di tutelare il contraente debole, l'analisi economica amplia lo sguardo per valutare gli effetti di tali squilibri sull'intero sistema di mercato. Anche qui, però, le due prospettive non sono contrapposte, ma si integrano a vicenda: la progettazione di meccanismi giuridici per contenere le asimmetrie – come le norme di trasparenza e gli obblighi informativi – non è che un riflesso della medesima esigenza di ridurre gli effetti negativi delle distorsioni informative, condivisa da entrambe le discipline.

Per fare un esempio, si potrebbe guardare a cosa accade generalmente nel mercato assicurativo: si ipotizzi che dopo la stipula del contratto di assicurazione, l'assicurato sia indotto a modificare il proprio comportamento in modo opportunistico (il c.d. di *moral*

⁴⁸ Un esempio emblematico è rappresentato dalla c.d. *adverse selection* (come illustrato da George Akerlof nel suo celebre articolo “*The Market for Lemons*”), ovvero dalla situazione in cui, a causa di informazioni asimmetriche tra le parti di una transazione, alcune informazioni rilevanti per il buon esito dello scambio non sono disponibili per tutti i partecipanti. Ciò può portare a scelte inefficaci o sfavorevoli per almeno una delle parti, in particolare per la parte che dispone di meno informazioni. L'autore evidenzia che nel mercato delle automobili usate, i venditori hanno una conoscenza superiore rispetto agli acquirenti in ordine alla qualità e condizione dei veicoli. Gli acquirenti, spesso incapaci di distinguere tra auto di alta e bassa qualità, sono disposti a pagare un prezzo medio, il che disincentiva il mercato delle auto di qualità. Questo processo conduce ad un deterioramento progressivo della qualità media delle auto offerte e, in ultima istanza, al potenziale collasso del mercato stesso. V. G. ARKELOF, *The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism*, in *Quarterly journal of economics*, 1970, vol. 84, 3, pp. 488 ss.

hazard) ad esempio non informando l'assicuratore del sopravvenire di circostanze che potrebbero implicare un aggravamento del rischio o semplicemente potrebbe adottare una condotta meno prudente che incida sulla sinistrosità, omettendo di informare il suo assicuratore. Tutto ciò porta inevitabilmente ad un incremento del costo assicurativo, per effetto dell'aumento del rischio non dichiarato, aumento che impatta e altera in ultima istanza l'intero mercato assicurativo. Anche qui, le norme giuridiche (come l'obbligo di dichiarazione previsto dall'art. 1892 c.c.) e l'analisi economica convergono nell'identificazione di soluzioni volte a limitare i costi sociali generati da comportamenti opportunistici⁴⁹.

Tornando alla disamina di ambito civilistico del fenomeno dell'asimmetria informativa, e venendo nello specifico al tema dei *covenants*, occorre premettere che la fruizione di idonei ed aggiornati flussi informativi è decisivo per la banca finanziatrice non soltanto con riferimento al momento della stipula del contratto di finanziamento (che è il momento

⁴⁹ Come emerge, le prospettive economica e giuridica non sono da considerarsi distanti, ma piuttosto complementari: entrambe, seppur da angolazioni diverse, condividono l'obiettivo di mitigare le distorsioni causate dalle asimmetrie informative, tutelando non solo gli interessi delle parti contrattuali, ma anche l'efficienza e l'equilibrio del mercato nel suo complesso. Gli economisti – per contenere le conseguenze che derivano dallo squilibrio informativo di cui si è detto – propongono strategie come il *signaling* (“segnalazione”) e lo *screening* (“selezione”): nel caso del *signaling*, gli agenti informati cercano in varie forme di rendere nota la qualità del prodotto offerto, ovvero la propria stabilità finanziaria, attraverso segnali credibili (è il caso, ad esempio, di un'azienda che investa in certificazioni di qualità o in pubblicità per attestare l'affidabilità dei propri prodotti): l'idea alla base è che questi segnali siano difficili da falsificare e che solo gli agenti che offrono prodotti di alta qualità, e che si trovano in una situazione finanziaria positiva, possano permettersi di emetterli in modo convincente; nel secondo caso, invece, si tratta di una strategia adottata dagli agenti meno informati, i quali cercano di valutare la qualità delle controparti (come le banche che utilizzano modelli di *credit scoring* per valutare il merito creditizio dei potenziali clienti). V. D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, cit. Per approfondimenti sul tema si v. M. SPENCE, *Job market signaling*, in *The quarterly journal of economics*, vol. 87, 3, 1973, pp. 355-374 e J. E. STIGLITZ, A. WEISS, *Credit rationing in markets with imperfect information*, in *The american economic review*, vol. 71, 3, 1981, pp. 393-410, consultabile su <https://pages.ucsd.edu/~aronatas/project/academic/Stiglitz%20credit.pdf>.

deputato alla valutazione del merito creditizio) ma anche per tutto il corso del rapporto. Il finanziatore ha infatti la necessità di monitorare costantemente i cambiamenti intervenuti nella capacità dell'impresa di rimborsare il credito. I plurimi sistemi di pubblicità che interessano il mondo delle imprese nel nostro sistema, in realtà, già prevedono meccanismi informativi in tal senso, in genere accessibili a tutti i creditori, che mirano a colmare le eventuali asimmetrie informative. Un esempio in tal senso è l'obbligo di pubblicità presso il Registro Imprese dei principali eventi che caratterizzano la vita dell'impresa sua costituzione alla sua evoluzione, con l'obbligo annuale di deposito di bilancio (per le società di capitali) proseguendo con la pubblicità degli atti di disposizione (come l'affitto o la cessione) degli *asset* aziendali. A queste fonti informative si aggiungono le informazioni custodite dalla Centrale dei Rischi, tenuta presso la Banca d'Italia, e quelle presenti (per lo più con riferimento alla pubblicità delle transazioni immobiliari) presso le locali conservatorie. Si tratta di banche che indubbiamente forniscono all'impresa finanziatrice un primo *set* informativo per valutare lo "stato di salute" di un'impresa, in termini di garanzia di solvibilità del credito e solidità finanziaria della stessa⁵⁰. Tuttavia,

⁵⁰ Secondo parte della dottrina economica un'eccessiva disponibilità di informazioni pubbliche — ovvero dei dati accessibili e condivisi tra tutti gli operatori di un settore — potrebbe generare un atteggiamento troppo imitativo tra gli stessi operatori. In sostanza, se tutti hanno accesso agli stessi dati e informazioni, gli operatori potrebbero essere spinti a fare scelte imitative, semplicemente basandosi su come gli altri agiscono o reagiscono a quelle informazioni piuttosto che elaborare valutazioni autonome. Questo comportamento "di gregge" potrebbe portare ad un fenomeno di "apatia" analitica, in cui gli analisti si limitano a verificare dati generalmente disponibili senza sforzarsi di generare ed elaborare nuove informazioni, idee o intuizioni. La conseguenza è che l'eccesso di informazioni pubbliche potrebbe peggiorare il problema della selezione avversa, invece di ridurlo. La ragione è che, se tutti gli operatori si limitano a utilizzare le stesse informazioni senza elaborare analisi indipendenti, non si generano nuove conoscenze in grado di migliorare la qualità delle decisioni di credito e di differenziare adeguatamente tra buoni e cattivi rischi. Questo comportamento riduce la capacità di distinguere tra soggetti con diverse qualità di rischio, incrementando il rischio di selezionare debitori con scarsa affidabilità. Si v. D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, che riporta le riflessioni di G. DE LAURENTIS, A. SIRONI, *Dalla selezione del credito al credit risk management: opportunità e cautele per le banche*

queste fonti di dati sono caratterizzate da una prima criticità che deriva dell'inesistenza di una garanzia di attendibilità e completezza delle relative informazioni. Il *gap* informativo può derivare dal ritardo, dalla omissione ovvero dalla semplice inattendibilità delle informazioni fornite mediante pubblicità nelle suddette banche dati dall'impresa finanziata. Non si può dire tuttavia che il sistema sanzionatorio, secondo la disciplina vigente, sia sufficiente a dissuadere il soggetto finanziato da comportamenti omissivi o fuorvianti, a danno della banca finanziatrice. Basti evidenziare che, sebbene il deposito presso il Registro delle Imprese dei bilanci approvati sia obbligatorio per legge, ed assolva certamente ad una funzione informativa di interesse generale (*ex art. 2435 c.c.*), la sua omissione a ben vedere è sanzionata solo in via amministrativa con multe peraltro di importo tutt'altro che proibitivo per una grande impresa (e ciò ai sensi dell'art. 2630 c.c.). Su queste esili prospettive sanzionatorie, le imprese finanziate potrebbero non essere incentivate a fornire informazioni complete e accurate sui propri andamenti economici e finanziari, inducendo in errore con ciò la banca finanziatrice sulla accreditabilità della stessa impresa. Del resto, la periodicità solo annuale, *ex art. 2435 c.c.*, dell'obbligo di

italiane, in *Bancaria*, 1998, pp. 66 ss. Altra parte della dottrina giudica invece favorevolmente l'accesso a questi dati pubblici di base, dal momento che essi servono comunque a colmare almeno in parte l'asimmetria informativa a beneficio della banca finanziatrice. In questo senso è stato osservato che la disponibilità di informazioni di base favorisca un comportamento avveduto e costruttivo tra gli operatori, stimolando anche la creazione di nuovi modelli analitici e predittivi. Se i dati condivisi su queste banche dati pubbliche sono ben selezionati e adeguatamente filtrati per rilevanza, possono rappresentare una base solida per elaborazioni teoriche ed empiriche avanzate. Ad esempio, gli analisti e le banche possono utilizzare queste informazioni per migliorare i propri modelli di *credit risk management*, contribuendo a un miglioramento complessivo della capacità del sistema bancario di gestire il rischio di credito. In questa prospettiva, si v. A. CARRETTA, *Evoluzione dei modelli di intermediazione finanziaria, cambiamento della cultura bancaria e ruolo delle centrali dei rischi*, in *La centrale dei rischi nella gestione del credito: esperienze e prospettive*, in *a c. della Banca d'Italia*, Roma, 2002, pp. 40 ss., 48 s.

deposito dei bilanci, per le società di capitali, non garantisce un costante ed aggiornato flusso di informazioni in favore del finanziatore.

È proprio a questa finalità che assolvono alcuni *covenants* informativi quali, ad esempio (tra i più frequenti nella prassi contrattuale nel mercato creditizio contemporaneo), l'obbligo in capo al soggetto finanziato di consegnare relazioni periodiche (di regola semestrali) sugli andamenti economici e finanziari, relazioni redatte secondo i principi contabili concordati. Altro comune *covenant* informativo è quello che prevede l'obbligo per l'impresa finanziata di inviare una dichiarazione del legale rappresentante che indichi ed aggiorni i valori correnti dei parametri finanziari concordati al momento dell'accensione del finanziamento. Alla stessa famiglia di *covenants* appartengono quelli che prevedono l'obbligo in capo all'impresa finanziata di aggiornare il finanziatore sul contenzioso in essere, dal cui negativo esito possa derivare una sopravvenienza passiva (un c.d. “*event*” o “*material adverse effect*”), ovvero da cui comunque possa derivare un impatto negativo sulla sua situazione finanziaria⁵¹.

⁵¹ Così G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2, 2021, p. 354; l'obiettivo di monitoraggio della posizione di rischio connesso agli *information* (o *informative*) *covenants* è stato ben evidenziato dall'Autorità Bancaria Europea che nei propri Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti del 2020 si è espressa in questi termini: «gli enti dovrebbero disporre di un *framework* di monitoraggio solido ed efficace, supportato da un'adeguata infrastruttura di dati, per assicurare che le informazioni relative alle loro esposizioni al rischio di credito, ai clienti e alle garanzie reali siano pertinenti e aggiornate, e che la segnalazione esterna sia affidabile, completa, aggiornata e tempestiva», così AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, 29 maggio 2020, ABE/GL/2020/06, par. 240 ss., in www.eba.europa.eu; cfr. anche G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in *Riv. dir. bancario*, 4, 2023, p. 72 e R. RAJAN, A. WINTON, *Covenants and Collateral as Incentives to Monitor*, in *The Journal of Finance*, 1995, 50, pp. 1113 ss.

Come si vede da siffatti esempi, i *covenants* informativi assumono un ruolo cruciale nel mitigare le asimmetrie informative che potrebbero esserci nella relazione tra banca finanziatrice ed impresa finanziata, facilitando il monitoraggio della situazione economica dell'impresa. D'altronde, il costante monitoraggio degli andamenti economici e finanziari dell'impresa, perpetrato attraverso i suddetti *covenants*, ha per così dire un impatto psicologico sull'impresa stessa, in quanto la induce ad un atteggiamento più prudente nella gestione – dipendente dalla necessità di “superare” il controllo periodico – atteggiamento di cui evidentemente beneficia non solo il finanziatore, ma anche più in generale il mercato di riferimento. Difatti, come è noto, il *default* della singola impresa può avere effetti negativi (di maggiore o minore portata a seconda delle dimensioni dell'impresa) sulla stabilità del mercato in cui quell'impresa opera.

Il rispetto di un *covenant* informativo, almeno in linea teorica, potrebbe giovare anche al soggetto finanziato, in termini economici, poiché riducendo l'asimmetria informativa intrinseca al rapporto tra finanziato e finanziatore, la migliore conoscenza della situazione finanziaria del debitore potrebbe portare a condizioni di credito più eque e vantaggiose. Infatti, con una maggiore trasparenza e una condivisione regolare delle informazioni, la banca è messa nelle condizioni di meglio calibrare il rischio reale associato al debitore e, conseguentemente, essere indotta ad applicare al prestito condizioni più confacenti alle esigenze ed alla conformazione economica e finanziaria dell'impresa finanziata. Di solito, infatti, le condizioni economiche applicate al momento dell'accensione del finanziamento risentono di un'alea – che impatta negativamente su quelle condizioni – della restituzione del finanziamento in certezza. L'applicazione al prestito di tassi e condizioni non

competitive è diretta conseguenza della necessità in capo alla banca finanziatrice, soprattutto in fase di avvio del rapporto di proteggersi da potenziali perdite. Non potendo sempre discriminare in modo accurato e diversificato l'entità del rischio in relazione allo specifico profilo del soggetto finanziato, le banche tendono perciò ad uniformare i tassi applicati, il che inevitabilmente impatta sul costo del credito anche per le imprese più performanti⁵². In questo contesto è evidente, proprio a vantaggio dell'impresa finanziata, l'utilità del *covenant informativo*, che assolve in questo modo alla funzione di evitare questa standardizzazione delle condizioni economiche del contratto di finanziamento inducendo la banca – in ragione della frequenza ed analiticità del flusso informativo che arriva dall'impresa finanziata – a meglio calibrare sia la tipologia di finanziamento che le condizioni economiche che meglio si adattano all'impresa. La disponibilità di informazioni aggiornate permette alla banca di valutare il rischio in modo dinamico e di reagire rapidamente a eventuali cambiamenti nella situazione finanziaria del debitore. Ciò riduce la necessità di applicare margini di rischio elevati fin dall'inizio del rapporto e consente di riservare, al finanziato, tassi di interesse maggiormente in linea con il suo effettivo profilo di rischio. In pratica, il *covenant* informativo allinea meglio le aspettative del finanziatore e della parte finanziata, riducendo l'incertezza generata dall'asimmetria informativa⁵³.

⁵² Si tratta sempre del fenomeno della c.d. selezione avversa di cui si è già parlato, cfr. G. ARKELOF, *The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism*, cit., 488 ss. V. anche G. SANSONE, *Le garanzie del credito nelle procedure concorsuali e nella fase esecutiva*, relazione all'incontro di studi organizzato dal Csm sul ruolo delle garanzie reali, Roma, settembre 2002, liberamente accessibile su <https://www.tribunale.trieste.giustizia.it/documenti/relazioni/garanziebancarie.htm> e D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, cit.

⁵³ Tuttavia, nella prassi, questo beneficio teorico non si realizza facilmente. Le banche, pur acquisendo una maggiore conoscenza della situazione del debitore grazie ai covenants informativi, spesso utilizzano queste informazioni principalmente per mitigare i rischi e per proteggersi contro eventuali deterioramenti della

1.2.2. I *covenants* positivi.

Tornando al tema delle classificazioni dei *covenants*, quelli informativi – come appena delineati – appaiono a ben vedere come una sottospecie del più ampio *genus* dei c.dd. *positive covenants* che impongono al debitore un determinato *facere* (in questo caso si esplicano nell’obbligo di tenere costantemente informata la parte finanziatrice). Nella macrocategoria dei *positive covenants* potrebbero altresì essere ricondotti i *financial covenants*⁵⁴, con cui il debitore si impegna a rispettare determinati parametri finanziari nella gestione d’impresa (si tratta di indici noti come “*ratios*”⁵⁵), come il rispetto dei limiti riguardanti l’indebitamento (c.dd. *financial indebtedness*)⁵⁶. Si tratta di indici che per lo più si sostanziano nel rispetto di un rapporto predeterminato tra alcune voci dell’attivo e del passivo di bilancio, quali il “*Debt Service Cover Ratio*” (DSCR)⁵⁷. Più spesso, questo

situazione finanziaria. Di conseguenza, i *covenants* vengono percepiti come uno strumento di sorveglianza e controllo più che come un mezzo per migliorare le condizioni del finanziamento. In caso di segnali di debolezza economica dell’impresa, la banca può decidere di adottare misure restrittive, come richiedere garanzie aggiuntive o rivedere gli accordi a sfavore del debitore, rendendo il *covenant* uno strumento che aumenta la pressione sul soggetto finanziato piuttosto che offrire un beneficio economico tangibile.

⁵⁴ Così in nota 18, M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, 2020, cit. che riprende quanto detto anche da A. BERTONI, G. BERTINETTI, E. MOSCHETTA, *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano*, Milano, 2000.

⁵⁵ V. D. SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d’impresa e responsabilità gestionali*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2009, p. 639.

⁵⁶ Cfr. M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, 2020, cit.

⁵⁷ V. G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit. 375. Il *Debt Service Cover Ratio* (DSCR) è un indicatore finanziario utilizzato per valutare la capacità di un’impresa di generare liquidità sufficiente a coprire i suoi obblighi di debito, cioè i pagamenti di interessi e la restituzione del capitale prestatato, in un determinato periodo. È calcolato come il rapporto tra il flusso di cassa operativo netto disponibile (ovvero il denaro che l’azienda genera dalle sue attività operative dopo aver pagato le spese operative e le tasse, ma prima di pagare il debito) e il servizio del debito totale (ovvero l’importo totale che l’azienda deve pagare per il debito in quel periodo, inclusi sia gli interessi sia le quote di capitale). Cfr. P. MARCHETTI, *Il Project Finance*, Roma, 2009, p. 154.

tipo di *covenants* impongono il rispetto di specifici valori assoluti, come ad esempio il valore del patrimonio netto (*minimum net worth*). Si tratta sempre e comunque di rispettare alcuni parametri economici e finanziari necessari a garantire la solidità patrimoniale dell'impresa e a confinare nei limiti del possibile un eccessivo indebitamento, salvaguardando così sia la capacità di rimborso del finanziamento sia la sostenibilità finanziaria del progetto d'impresa⁵⁸. In questo senso, quelli “di bilancio” rappresentano i più comuni ed efficaci *covenants* finanziari, richiedendo al debitore di rispettare determinati indicatori di bilancio, il cui rispetto consente al finanziatore di intercettare eventuali *allert* economici e quindi essere in grado fronteggiare la crisi⁵⁹.

L'obbligo di mantenere un valore minimo del patrimoniale netto, ad esempio, risponde all'esigenza di garantire che l'impresa non si finanzi esclusivamente con il c.d. “capitale di debito”⁶⁰, ma che almeno in parte faccia affidamento sul c.d. “capitale di rischio”⁶¹.

Questa necessità è particolarmente avvertita in quegli ordinamenti in cui non è previsto

⁵⁸ Di solito, i *ratios* sono individuati in base al profilo della società e al rischio percepito dai creditori. In alcuni casi (sebbene non si tratti di una prassi molto diffusa) il regolamento del prestito può introdurre un indicatore sintetico. Questo viene calcolato tramite criteri di analisi discriminativa multivariata, combinando più parametri in un unico valore. L'obiettivo è rendere il monitoraggio più semplice e accessibile anche per i creditori che non possiedono competenze finanziarie avanzate. Cfr. D. GALLETI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, cit.

⁵⁹ V. U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, cit., 606.

⁶⁰ Il capitale di debito è costituito dai finanziamenti che l'impresa ottiene non dai soci, ma da soggetti terzi (come banche, istituzioni finanziarie o emettendo obbligazioni). Questo tipo di capitale rappresenta un credito, non un investimento, e di conseguenza prevede il rimborso con un interesse prestabilito. Così G. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Milano, 2022.

⁶¹ Con capitale di rischio, definito in economia anche come “*equity*” o “capitale proprio”, si intende il capitale che deriva da tutte le risorse finanziarie apportate dagli azionisti. In pratica, si tratta del capitale messo a disposizione dai soci (o dai fondatori) e reinvestito nell'impresa attraverso eventuali utili non distribuiti. È quindi un capitale intrinsecamente “di rischio” dal momento che gli investitori, o azionisti, assumono il rischio legato all'andamento dell'impresa. In altre parole, il rendimento del capitale di rischio dipende interamente dai risultati economici dell'impresa. V. G. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, cit.

l'obbligo di dotare l'impresa di un capitale minimo⁶². Il capitale di rischio non solo permette alla società di assorbire eventuali perdite dovute a contingenze di mercato (superando così periodi di "stagnazione"), ma ha anche la funzione di limitare la naturale propensione al rischio degli azionisti⁶³. Inoltre, il dato rappresentato dal netto patrimoniale riveste un importante ruolo di *allert* sugli andamenti di impresa. Infatti, una progressiva riduzione del patrimonio netto registrato nel corso di più esercizi è quasi sempre indice di un irreversibile declino della competitività dell'impresa sul mercato.

Un altro esempio di *financial covenant* è il "*Debt Service Cover Ratio*" (DSCR)⁶⁴, che offre un indice di stabilità dell'operazione finanziaria. Il DSCR esprime il rapporto esistente tra il flusso di cassa disponibile e il servizio del debito in un determinato momento storico e indica la capacità della società finanziata di generare ricavi sufficienti a coprire il piano di rateizzazione del debito e, in altre parole, la capacità di mantenere gli impegni finanziari, servendo per converso a rivelare preventivamente eventuali squilibri reddituali o patrimoniali. Del resto, non è un caso che il DSCR rientri tra gli indicatori di crisi previsti dall'art. 13 del d.lg. 12 gennaio 2019, n. 14 (Codice della crisi d'impresa

⁶² Cfr. P. L. DAVIES, S. WORTHINGTON, *Gower and Davies' principles of modern company law*, Londra, 2012, 435. Nel sistema giuridico britannico, ad esempio, non è richiesto un capitale sociale minimo per costituire una *private limited company* (che potremmo paragonare, per caratteristiche strutturali e responsabilità dei soci ad una SRL come prevista dal nostro ordinamento giuridico). Ciò significa che un'impresa può essere avviata con un capitale nominale simbolico, anche di una singola sterlina. Tuttavia, il Regno Unito ha implementato alcuni meccanismi per proteggere i creditori e garantire la stabilità finanziaria delle imprese. Tra questi meccanismi vi sono appunto i *covenants* finanziari. Cfr. *Companies Act 2006* in particolare le sezioni che disciplinano la distribuzione di dividendi e i requisiti per le riserve patrimoniali, liberamente consultabile in <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>.

⁶³ Cfr. ampiamente R. A. BREALEY, S.C. MYERS, F. ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, New York, 2022, consultabile su <https://library.emaan.edu.pk/dashboard/Book/ebook/book/Principles%20of%20Corporate%20Finance%20.pdf> in partic. v. pp. 248 ss.

⁶⁴ V. P. MARCETTI, *Il Project Finance*, Roma, 2009, p. 154.

e dell'insolvenza), che menziona tra gli indici significativi della crisi quelli che valutano l'impossibilità di sostenere gli oneri dell'indebitamento rispetto ai flussi di cassa generati⁶⁵. Nonostante le suddette tipologie di *covenants* operino su piani distinti (i *covenants* informativi garantiscono la trasmissione di informazioni, mentre quelli finanziari obbligano al rispetto di specifici parametri economici e finanziari) entrambi condividono la natura di obbligazione di *facere* in capo all'impresa finanziata, e dunque sono classificabili come *covenants* positivi. Quanto a quest'ultimi, si ritiene ragionevolmente che una delle forme più invasive di *positive covenant* è quella che attribuisce alla banca il diritto di designare un suo fiduciario che sia abilitato – pur in assenza di funzioni gestorie – ad assistere alle riunioni del consiglio di amministrazione della società finanziata, forma di monitoraggio nota come *board observer clause*⁶⁶ (“clausola di osservatore del consiglio”).

1.2.3. I *covenants* negativi

⁶⁵ Così G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2, 2021, p. 355 che rimanda, per un maggiore approfondimento sul punto, al documento “*Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*” del 2019, pagina 5, redatto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, disponibile all'indirizzo [https://commercialisti.it/documents/20182/1236821/codice+crisi_definizioni+indici+\(ott+2019\).pdf/2072f95c-22a2-41e1-bd2f-7e7c7153ed84](https://commercialisti.it/documents/20182/1236821/codice+crisi_definizioni+indici+(ott+2019).pdf/2072f95c-22a2-41e1-bd2f-7e7c7153ed84).

⁶⁶ Cfr. M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, 2020, cit.; nonché E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. comm.*, 2008, 1, 1092 ss. Di regola, l'osservatore non ha diritto di voto, ma può assistere alle discussioni e ricevere la stessa documentazione fornita ai membri del consiglio. Dal punto di vista legale, si potrebbe porre un problema di compatibilità dell'introduzione di una *board observer clause* nel contratto di finanziamento con lo statuto della società finanziata, che potrebbe prevedere ad esempio limitazioni alla partecipazione alle riunioni del CdA di soggetti estranei all'organo amministrativo.

Di tutt'altra natura, in quanto richiedono al soggetto finanziato un “*non facere*”, e di più frequente utilizzo nella prassi applicativa⁶⁷, sono i *negative covenants*. In questo caso, il *covenant* funziona come argine alle iniziative che l'impresa finanziata può assumere.

Sul piano sistematico, i *negative covenants* possono essere ricomprese a buon diritto nella più ampia categoria delle c.dd. «garanzie negative», istituto ben noto alla dottrina sia agli ordinamenti di *common law* (*negative-pledges*), che a quella tedesca (*negativklausel*)⁶⁸ e francese⁶⁹, ed ormai condivisi già da tempo nella loro utilità anche dalla dottrina italiana⁷⁰.

Essi mirano a dare effettiva attuazione alla garanzia patrimoniale generica, assicurando la stabilità del patrimonio del debitore e tutelando, di conseguenza, la *par condicio creditorum*⁷¹.

⁶⁷ Cfr. M. MOZZARELLI, *Business covenant e governo della società finanziata*, Milano, 2013, *passim*. Come evidenziato da M. Mozzarelli, nel nostro ordinamento i *negative covenants* risultano generalmente assai più diffusi dei *positive covenants*, poiché permettono al finanziatore di tutelarsi senza incorrere nel rischio – più concreto nei *positive covenants* – di essere considerato alla stregua di chi esercita sulla società finanziata attività di direzione e coordinamento, con tutte le conseguenti responsabilità giuridiche che da questa ingerenza possono derivare. Come evidenziato inoltre in M. DE VALLOIS – DE LAENDER, *Les sûretés négatives*, Parigi, 1998, 12, le garanzie negative (tra cui i *negative covenants*) «[...] obbediscono strettamente alla logica di ricerca di garanzie più leggere dal momento che, pur risultando meno vincolanti rispetto alle garanzie classiche, svolgono tuttavia un indubbio effetto preventivo e inibitorio». Si osserva tuttavia un'inversione di tendenza con l'introduzione dei *covenants ESG* (di cui si parlerà nel capitolo secondo), che – orientati a promuovere pratiche sostenibili e responsabili da parte dell'impresa – sono di natura prevalentemente positiva. Così anche G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, cit., p. 75. La maggiore diffusione dei *negative covenants* è stata peraltro confermata dall'indagine svolta da Banca mediocredito (BANCA MEDIOCREDITO, *I covenants di bilancio dei finanziamenti a medio e lungo termine*, Roma, 2003, 12). Cfr. anche A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, op. cit., 2013, 1096.

⁶⁸ Si v., *inter alia*, H. HARRIES, *Die negativklausel*, in *Wertpapiermitteilungen*, 1978, 1146 ss.; H. MERKEL, *Die Negativklausel. Recht und Praxis einer schuldrechtlichen Sicherungsvereinbarung*, Berlino, 1985.

⁶⁹ V. in Y. CHAPUT, *Les sûretés négatives*, in *Annales de la Faculté de droit de Clermont*, 1974, 11, pp. 167 ss.

⁷⁰ Si v., *inter alia*, D. DEPLANO, *Le obbligazioni negative*, Napoli, 2014; R. CATALANO, *Inadempimento e abuso nelle obbligazioni negative*, Napoli, 2024; G. PIEPOLI, *Le «garanzie negative»*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2001, 405; A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, 1089 ss., nonché ampiamente L. COVIELLO, *L'obbligazione negativa. Contributo alla teoria delle obbligazioni*, vol. I, Napoli, 1931, 47 ss. e vol. II, Napoli, 1934, *passim*.

⁷¹ V. G. LAURINI, *Nuove garanzie atipiche tra diritto, prassi e meritevolezza degli interessi*, Napoli, 2020, 147.

Tali clausole rappresentano una soluzione di compromesso tra la concessione di garanzie specifiche e l'assenza totale di garanzie, rispondendo all'esigenza di bilanciare la tutela dei creditori con la flessibilità operativa del debitore⁷².

A seconda del grado di protezione che si intende assicurare e del bene che si intende tutelare, i *negative covenants* possono assumere diverse articolazioni⁷³. Senza alcuna pretesa di completezza, si cercherà di offrire di seguito una panoramica sulle clausole di questo tipo più diffuse nei contratti di finanziamento⁷⁴.

Le dichiarazioni negative semplici presentano una struttura lineare e si caratterizzano per l'obbligo imposto al debitore di astenersi da specifici comportamenti. In particolare, queste clausole vietano al debitore di concedere garanzie reali o personali in favore di terzi, preservando così il principio della *par condicio creditorum* e garantendo l'effettività della garanzia generica patrimoniale. Il contenuto di tali dichiarazioni può essere circoscritto e dettagliato (ad esempio vietando la concessione di garanzie per somme superiori a un determinato importo o l'attribuzione di privilegi speciali) o prevedere un contenuto più

⁷² Così, G. PIEPOLI, *Le garanzie*, o.c., p. 405 ss., secondo il quale l'ampia gamma di clausole negative di garanzia è ridotta ad unità da una qualificazione comune, che «*va identificata nella loro essenziale finalità di garanzia preventiva. Pur non costituendo delle garanzie di pagamento, [...] a questa variegata fenomenologia può venirinfatti attribuita una qualifica funzionale di garanzia, nella misura in cui la loro specifica ragion d'essere risiede nel mantenere la stabilità del patrimonio del debitore e, dunque, nel rendere effettiva la garanzia generica patrimoniale prevista dall'art. 2740 c.c.*».

⁷³ Così G. LAURINI, *Nuove garanzie atipiche tra diritto, prassi e meritevolezza degli interessi*, Napoli, 2020, 147.

⁷⁴ In particolare, la dottrina distingue tra: dichiarazioni negative semplici, clausole pari passu, dichiarazioni negative con facoltà alternativa, dichiarazioni negative con obbligo di costituzione di garanzia specifica a prima richiesta. Così G. PIEPOLI, o.u.l.c., p. 410.

ampio e generale, imponendo al debitore di non attribuire a terzi diritti ulteriori, come il diritto di proprietà, arrivando fino a vietare la vendita di specifici cespiti aziendali⁷⁵.

Queste clausole, dunque, rispondono alla necessità di proteggere la posizione dei creditori, impedendo atti che potrebbero compromettere la stabilità del patrimonio del debitore e, al contempo, offrendo un presidio concreto all'effettività della garanzia patrimoniale generica.

È evidente che l'interesse tutelato dalla clausola *negative covenant* cambia in funzione del suo contenuto. Nel caso del divieto di concessione di una specifica garanzia reale o personale, l'obiettivo è la conservazione della garanzia generica del debitore, mentre, nel caso del divieto di vendita di beni, lo scopo si estende alla conservazione dell'integrità fisica del patrimonio personale del debitore. Si passa, dunque, da una tutela specifica e mirata a una tutela molto più generale, con conseguente minore o maggiore limitazione della libertà di iniziativa economica del debitore⁷⁶.

⁷⁵ Così G. LAURINI, *Nuove garanzie atipiche tra diritto, prassi e meritevolezza degli interessi*, o.c., 149.

⁷⁶ È evidente che un divieto generalizzato e indiscriminato di compiere operazioni potrebbe comportare, in casi estremi, la fuoriuscita del debitore dal mercato. Per questa ragione, tali clausole sono generalmente strutturate in modo da garantire un equilibrio tra le esigenze dei creditori e la libertà di iniziativa economica del debitore. In particolare, esse consentono al debitore di porre in essere le operazioni riconducibili alla normale gestione imprenditoriale, riservando alla preventiva autorizzazione del creditore soltanto gli atti di gestione straordinaria e di disposizione del patrimonio aziendale che rivestono un'importanza rilevante. Al contempo, le clausole prevedono in maniera esplicita i presupposti in base ai quali un eventuale diniego dell'autorizzazione da parte del creditore possa essere considerato illegittimo. In tal modo, si tutela il legittimo affidamento del debitore, riducendo il rischio che il creditore possa agire in modo arbitrario o pretestuoso. Questa impostazione consente di bilanciare la protezione degli interessi del creditore con la necessaria flessibilità operativa del debitore, evitando limitazioni eccessive che potrebbero compromettere la continuità aziendale e l'efficacia della gestione imprenditoriale. Così G. LAURINI, *Nuove garanzie atipiche tra diritto, prassi e meritevolezza degli interessi*, o.c., 149.

Uno dei *covenants* negativi più comuni è la clausola *pari passu*⁷⁷ (definita in dottrina anche “*automatic security clause*”⁷⁸), mediante la quale il debitore si impegna a fare in modo che l’estinzione del debito verso il finanziatore non venga mai postergato rispetto al pagamento degli altri debiti della stessa classe, a tal fine obbligando l’impresa finanziata a non rilasciare garanzie reali in favore di altri creditori della stessa classe⁷⁹. L’obiettivo della clausola è, in ultima analisi, assicurare all’ente finanziatore un trattamento e prospettive di soddisfazione dell’obbligazione identiche a quelle riservate agli altri creditori, dello stesso tipo, collocandolo in una posizione paritaria rispetto a quest’ultimi (in tal modo riproducendo e attuando, per via negoziale, il principio della *par condicio creditorum*)⁸⁰.

Teoricamente, la parità che la clausola intende garantire dovrebbe essere definita sulla base di una serie di parametri specifici, come la natura della garanzia, il grado di privilegio, l’oggetto della garanzia, la quota di credito garantito, il soggetto che concede la garanzia e il momento della costituzione della garanzia stessa. Sennonché non sempre,

⁷⁷ Con questa clausola il credito vantato dal finanziatore «will rank at least pari passu with all its other unsecured obligations other than obligations which have priority by operation of law»: su questa clausola si v. in particolare il contributo di M.C. WEIDEMAIER, R.E. SCOTT, G. MITU GULATI, *Origin Myths, Contracts, and the Hunt for Pari Passu*, 2010, *University of North Carolina Legal Studies Research Paper*, liberamente scaricabile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1633432; H. MERKEL, *Die Negativklausel*, *op. cit.*, 77.

⁷⁸ H. HARRIES, *Die negativklausel*, *op. cit.*, 1158.

⁷⁹ V. G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, *cit.*, p. 356.

⁸⁰ Si v. D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, 2008, il quale sottolinea l’importanza dell’interpretazione della natura di questa tipologia di *covenant*. In particolare, l’analisi si concentra sull’obbligo, previsto dalle clausole *pari passu*, di fornire una garanzia compensativa al finanziatore: occorre determinare se tale obbligo configuri una facoltà alternativa per l’emittente (ossia la possibilità di scegliere tra adempiere alla clausola originaria o offrire una garanzia sostitutiva) oppure una clausola penale atipica, che entrerebbe in gioco in caso di inadempimento. La distinzione non è meramente teorica, poiché implica l’opzione per soluzioni rimediali profondamente diverse tra loro. Se si trattasse infatti di una facoltà alternativa, l’emittente potrebbe optare per fornire la garanzia come rimedio alla violazione; nel caso di una clausola penale, invece, il creditore avrebbe il diritto di rifiutare la garanzia sostitutiva e considerare la violazione un inadempimento, con il conseguente diritto della banca ad invocare la risoluzione del contratto di finanziamento per effetto della violazione del *covenant*.

anzi quasi mai, la clausola *pari passu* risponde a questa esigenza di analiticità nella formulazione; per non parlare delle difficoltà operative che la corretta applicazione della clausola impone: tra tutte, la necessità (mai assolta nella prassi) di redigere nel contraddittorio con gli altri creditori una sorta di stato passivo da cui ricavare il corretto collocamento del credito dalla banca finanziatrice, tra creditori della stessa classe. Per questo motivo, nella prassi finanziaria si tende a preferire una formulazione meno rigida della clausola *pari passu*. In luogo di replicare esattamente le medesime caratteristiche della garanzia già concessa, si stabilisce per l'impresa l'obbligo di fornire garanzie alla banca equivalenti in termini "di valore" a quelle concesse agli altri creditori. Ciò implica che non sia rilevante se la garanzia differisca per natura giuridica o tipologia: ciò che conta realmente è che il valore delle garanzie fornite sia simile. Questa flessibilità applicativa consente di semplificare l'applicazione della clausola e di ridurre notevolmente la complessità pratica, mantenendo comunque una forma di tutela adeguata per il finanziatore. È evidente che, se da un lato la clausola garantisce una maggiore stabilità finanziaria (prevenendo un aumento eccessivo dei costi fissi che potrebbe compromettere la capacità di rimborso del prestito), dall'altro limita in modo non indifferente la flessibilità operativa e finanziaria della società. La necessità di rispettare una soglia prefissata per i canoni annui impedisce infatti all'azienda di investire prontamente in nuove attrezzature che potrebbero migliorare la produzione o permettere l'innovazione, specialmente in settori competitivi dove una risposta tempestiva alle esigenze di mercato è fondamentale ⁸¹.

⁸¹ Così M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, *op. cit.* e A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, *op. cit.*, 1097, nota 37.

Dallo studio empirico di alcuni contratti *standard* di finanziamento, non è infrequente altresì imbattersi nella previsione con cui l'impresa si impegna a non procurarsi macchinari o impianti mediante contratti di *leasing* che comportino il pagamento di canoni annuali superiori a una certa soglia stabilita⁸². Sempre rimanendo nel recinto dei *negative covenants*, e quindi nell'ambito dei *covenants* che impongono al debitore un comportamento omissivo, sono piuttosto ricorrenti anche i *covenants* che prevedono un divieto di distribuzione di dividendi a carico della società finanziata (c.d. *dividend payout*)⁸³, così come quelli che limitano la possibilità di compiere operazioni di fusione o acquisizioni societarie⁸⁴, nonché di assumere nuovi debiti, ovvero pongono limiti alla

⁸² Si v., in proposito, BANCA MEDIO CREDITO, *I covenants di bilancio dei finanziamenti a medio e lungo termine*, Roma, 2003, 11.

⁸³ V. D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, cit. È peraltro possibile che non la clausola non preveda un divieto assoluto distribuzione degli utili, bensì solo un tetto massimo di distribuzione. In questo modo si riesce ugualmente a garantire che una parte consistente degli utili venga reinvestita nell'azienda, favorendo l'autofinanziamento e, di conseguenza, un rafforzamento della struttura finanziaria dell'impresa. Su quest'ultima è d'interesse la riflessione elaborata da U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, op. cit., 605, il quale riflette sull'utilità di queste clausole nel nostro ordinamento. Infatti, mentre negli ordinamenti di *common law* la clausola che impone tetti alla distribuzione degli utili ai soci trova una giustificazione più evidente, poiché la decisione sulla distribuzione degli utili spetta al consiglio di amministrazione, in Italia, dove tale competenza è attribuita all'assemblea dei soci, tale clausola appare avvicinarsi più al concetto di "promessa del fatto del terzo". Questo porta a una particolare complessità interpretativa, dal momento che detta clausola, pur non potendo essere direttamente opposta ai soci, che conservano il potere decisionale in assemblea, resta comunque vincolante per la società, che risulterebbe inadempiente verso i finanziatori qualora decidesse di distribuire dividendi contrariamente agli accordi. Questa differenza evidenzia cioè una disparità nell'efficacia immediata della clausola, e dunque una necessità di adeguamento dell'ordinamento nell'operazione di importazione di clausole presenti in contratti extraterritoriali: in ordinamenti in cui la decisione è delegata al consiglio di amministrazione, il controllo è più diretto e immediato. In Italia, invece, la clausola si configura come un impegno della società che, pur non vincolando i soci direttamente, vincola comunque l'ente a preservare il capitale come pattuito con i finanziatori. Una soluzione proposta da M. CISOLLA, *op. cit.*, è quella di prevedere la sottoscrizione di una clausola di pari contenuto da parte dai soci stessi, vincolandoli in questo modo espressamente e personalmente all'obbligo di *non facere* (scongiurando così il rischio di una violazione del *covenant* da parte della società finanziata).

⁸⁴ Tra le clausole che cercano di limitare o impedire trasformazioni significative dell'impresa, vi è anche quella che prevede una limitazione al (o direttamente impedisce il) cambio di controllo, piuttosto frequente in verità quando vi è un mutamento della proprietà o dei soci di riferimento. Tale cambiamento potrebbe

possibilità di alienare beni strategici. L'obiettivo comune a tutte queste clausole è evidentemente sempre quello di evitare che l'impresa finanziata possa assumere decisioni che indeboliscano la sua consistenza patrimoniale⁸⁵ e, conseguentemente, riducano la garanzia del credito.

Tra questi *negative covenants* vi sono le c.d. *negative pledge clause*⁸⁶: si tratta di clausole che vincolano la società finanziata a non concedere a terzi garanzie reali su beni del proprio patrimonio, né a procedere alla loro alienazione senza il consenso del soggetto

però condurre ad un'alterazione delle politiche aziendali e, di conseguenza, influire negativamente sul rischio creditizio percepito dal finanziatore. Tuttavia, l'applicazione di questa clausola implica non poche difficoltà, poiché un cambiamento sostanziale del controllo può essere contenuto (e la contendibilità del controllo potrebbe avvenire) anche tramite operazioni di acquisizione finanziaria come il *leveraged buy-out* (LBO). V. U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, cit., 606. Contemporaneamente, la clausola sul cambio di controllo potrebbe essere utilizzata proprio in quest'ultimo caso, in maniera atipica divenendo uno strumento di "*entrenchment*" (ovvero rafforzamento del potere interno) del *management*, a detrimento del principio di mercato dell'accesso libero e competitivo al controllo societario: una sorta di "*poison pill* anti-scalata" in grado di scoraggiare tentativi di acquisizione ostile e così di proteggere l'indipendenza dell'impresa contro potenziali scalatori: così M. KAHAN, M. KLAUSNER, *Antitakeover provisions in bonds: bondholder protection or management entrenchment?*, 40 *UCLA L. Rev.*, 931, 1993, *passim*; in argomento si v. anche T.P. MARKO, *An argument for invalidating change of control covenants*, *Iowa J. Corp. L.*, vol. 20, 1995, pp. 475 ss., il quale al contrario presenta un'analisi critica delle clausole di cambio di controllo (*change of control covenants*), sostenendo che le stesse dovrebbero essere invalidate. L'autore osserva che tali clausole, pur essendo concepite per tutelare i creditori e gli obbligazionisti in caso di cambiamenti significativi nella proprietà o nella gestione della società, finiscono in realtà limitare in modo eccessivo la flessibilità dell'azienda e ridurre la contendibilità del controllo societario. Secondo l'autore, invalidando queste clausole, si garantirebbe una maggiore libertà di mercato, incoraggiando un ambiente più competitivo in cui il controllo aziendale possa essere trasferito in base alla meritocrazia e alla convenienza economica, piuttosto che in base a protezioni contrattuali che privilegiano il *management* esistente.

⁸⁵ Cfr. J. KÖNDGEN, *Financial Covenants – "Symbiotische" Finanzierungsverträge im Spannungsfeld von Vertrags-, Gesellschafts- und Insolvenzrecht*, in *Insolvenzrecht*, Colonia, 1997, 128; M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, cit.

⁸⁶ Su queste, ampiamente, si v. A. TAMASAUSKAS, *The Negative Pledge Clause: An Investigation into the Remedies Available to the Original Lender with Special Emphasis on the Tort of Interfering with Contractual Relations*, Copenhagen, 2003, consultabile su https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/58999905/tamasauskas_np_2003.pdf. V. anche A. SCHWARTZ, *A Theory of Loan Priorities*, in *Journal of Legal Studies*, 1989, 218.

finanziato⁸⁷. Si tratta anche in questo caso di una previsione che mira a preservare l'integrità del patrimonio del debitore, inibendo atti di disposizione a danno del finanziatore, posti in essere senza il suo consenso⁸⁸. Allo stesso tempo – come osservato in dottrina⁸⁹ – la criticità principale legata a queste clausole di inalienabilità è la necessità di valutare le stesse alla luce dell'articolo 1379 c.c.⁹⁰, il quale non si concilia con divieti di alienazione particolarmente invasivi, specialmente se tali divieti si estendono per l'intera durata di un finanziamento a medio o lungo termine. Tutto ciò finisce per essere un fattore critico a danno proprio della banca finanziatrice, che si troverebbe garantita da un vincolo di alienazione “statico”, non coerente con la natura dinamica del patrimonio aziendale. Per questa ragione, nella pratica bancaria l'utilizzo di questi divieti è stato spesso limitato a particolari componenti del patrimonio dell'impresa finanziata, confinando così il rischio di invalidità di questo genere di pattuizioni.

⁸⁷ V. Y. CHAPUT, *Les sûretés négatives*, op. cit., pp. 167 ss.; H. MERKEL, *Implications of the negative pledge clause in international finance*, in *Int. Bus. Law Journal/Rev. Droit Aff. Int.*, 1987, 7, 669; ID, *Die Negativklausel*, o.c., 37 ss; v. anche A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, 1089 ss.

⁸⁸ Specifica U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, cit., 604, che questo tipo di *covenants* è particolarmente comune nei finanziamenti chirografari dal momento che, essendo tali prestiti concessi senza garanzie reali, il finanziatore si affida unicamente alla solidità creditizia e alla capacità di rimborso dell'impresa, senza un pegno o ipoteca su beni specifici. L'interdizione alla possibilità di concedere garanzie reali diviene quindi in questo caso fondamentale per evitare che il patrimonio dell'impresa venga impegnato a favore di altri creditori, il che ridurrebbe le possibilità di recupero per il finanziatore in caso di insolvenza. Per i finanziamenti che invece sono assistiti da garanzie reali, l'autore cita un'altra tipologia di *negative covenants*, che consisterebbe nell'impegno a non concedere garanzie subordinate (*junior liens*) sui beni già costituiti in garanzia (*collateral*). Questo *covenant* mirerebbe, come è facile intuire, a proteggere il finanziatore primario da possibili conflitti legali con altri creditori che potrebbero ottenere diritti subordinati sugli stessi beni dati in garanzia.

⁸⁹ M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, cit., e A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, op. cit., 1097.

⁹⁰ Il patto di alienazione contenuto nella norma è stato infatti elevato dalla giurisprudenza a principio di portata generale. Cfr. Cass., 17 novembre 1999, n. 12769, in *DeJure*: “la norma contenuta all'art. 1379 [...] è espressione di un principio di portata generale, estensibile anche a pattuizioni che, come quelle contenenti un vincolo di destinazione [...] comportano limitazioni incisive del diritto di proprietà”.

In questo contesto si inserisce anche la clausola che limita la possibilità dell'impresa finanziata di concedere fideiussioni o comunque altri impegni di firma in favore di altri creditori che non siano la banca finanziatrice. L'inserimento di questo tipo di *covenants*, all'interno dei contratti di finanziamento, è giustificato dal fatto che il bilancio d'esercizio non sempre consente di rilevare con immediatezza le fideiussioni prestate dalla società (è la ragione per cui l'art. 2427 c.c. impone di indicarle espressamente in nota integrativa). Tuttavia, la rigida applicazione di tale clausola potrebbe rappresentare un ostacolo per l'impresa finanziata in contesti in cui l'assunzione di garanzie è una prassi comune nell'ambito della specifica operazione commerciale. Si pensi, ad esempio, alla partecipazione a gare d'appalto, in cui il rilascio di garanzie e la *condicio sine qua non* per poter concorrere. Ecco perché non è infrequente che la rigidità della clausola venga smussata per consentire una minima autonomia imprenditoriale⁹¹ (stabilendo per esempio semplicemente un limite massimo alle garanzie di firma che l'impresa può assumere nei confronti di terzi, ovvero individuando specificatamente gli atti di disposizione vietati al debitore o che richiedono, eventualmente, l'approvazione della banca finanziatrice)⁹².

⁹¹ L'autonomia privata forgia così delle "*sonderformen*" alla classica *negative pledge clause*. V. A. DAVOLA, Le garanzie negative dell'obbligazione, *op. cit.*, 1095; cfr. anche H. MERKEL, *Die Negativklausel*, *op. cit.*, 37 ss.

⁹² Cfr. U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, cit., 605. La limitazione può riguardare non solo il caso in cui la debitrice richieda una fideiussione ad un terzo soggetto, ma anche al caso in cui si trovi essa stessa a dover fare da garante ad una terza parte. In questo caso la dottrina si è interrogata sul momento in cui possa dirsi violato detto *covenant*, e cioè se sia sufficiente – ai fini dell'inadempimento contrattuale – la sola concessione di una garanzia ovvero con la sua attivazione. Secondo M. CISOLLA, *op. cit.*, il *covenant* dovrebbe "ritenersi violato – con ogni conseguenza sanzionatoria – già solo con la concessione della garanzia, a prescindere dalla sua successiva (e solo eventuale) attivazione".

Una variante di questo tipo di *covenants* è rappresentata dalla c.d. “clausola negativa con facoltà alternativa”⁹³ (o *equal security clause*⁹⁴), la quale prevede che l’impresa non possa costituire garanzie a favore di terzi, ma le consente di evitare tale divieto offrendo garanzie equivalenti anche alla banca. Nella pratica, l’uso di questa clausola sembra essere piuttosto raro, per via del controsenso interno che si verrebbe a creare: di fatti, anche se la banca riuscisse ad ottenere una garanzia pari a quella concessa ad un altro creditore, ciò non eliminerebbe il problema della concorrenza con quest’ultimo qualora si rendesse necessario procedere all’escussione della garanzia⁹⁵.

Di primo acchito, alcune delle clausole di cui si è detto, in particolare la clausola *pari passu*, la *equal security clause* e la *negative pledge clause* (ma se ne potrebbero citare anche altre simili) potrebbero apparire sovrapponibili, o comunque assimilabili, accomunate dal fine ultimo di preservare l’equità tra i creditori e scongiurare disparità di trattamento. Sennonché, seppur convergenti nell’obiettivo di tutela dei creditori, differiscono per il loro ambito di applicazione e per il momento della loro operatività: esse andrebbero perciò considerate come strumenti complementari. La clausola *pari passu* si configura quale espressione di un principio di uguaglianza formale, volto a garantire che i creditori dello stesso rango, segnatamente quelli chirografari, ricevano un trattamento uniforme in sede di liquidazione del patrimonio del debitore. La sua funzione principale è quella di assicurare che, in caso di insolvenza o liquidazione del debitore, tutti i creditori di

⁹³ M. CISOLLA, *op. cit.*

⁹⁴ Così A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell’obbligazione*, *op. cit.*, 1096.

⁹⁵ M. CISOLLA, *op. cit.* Inoltre, è evidente che la formulazione delle dichiarazioni negative con facoltà alternativa possa avvenire in modo ambiguo, rendendo difficile comprendere se esse prevedano un obbligo specifico per il debitore di costituire la garanzia, o se si limitino semplicemente a “relativizzare” il divieto. V. A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell’obbligazione*, *op. cit.*, 1096, nota 33.

pari livello siano trattati in modo equanime, impedendo subordinazioni o preferenze arbitrarie. Essa trova perciò il suo ambito elettivo di applicazione nelle fasi patologiche del rapporto obbligatorio, in cui il patrimonio residuo del debitore deve essere ripartito tra i creditori in base a criteri proporzionali e paritari. La clausola in parola, tuttavia, non si estende a limitare la capacità del debitore di concedere garanzie reali a nuovi creditori durante la vita del rapporto contrattuale, lasciando così margini di possibile squilibrio nella posizione dei creditori. In questa prospettiva interviene invece la *negative pledge clause*, che si pone quale strumento di tutela preventiva, mirato ad impedire che il debitore costituisca garanzie reali a favore di nuovi creditori, salvo che tali vantaggi non vengano parimenti estesi ai creditori esistenti. Con il suo impiego, il debitore viene quindi vincolato a preservare l'integrità patrimoniale a beneficio dei creditori chirografari, prevenendo che il loro diritto di soddisfazione venga lesa o pregiudicato da successivi vincoli preferenziali. La clausola *negative pledge* si caratterizza, allora, per una funzione anticipatoria e "proattiva", in quanto opera durante la fase fisiologica del rapporto, garantendo un equilibrio sostanziale tra i creditori fin dall'insorgenza del debito. Diversamente, la *equal security clause* si colloca in una posizione intermedia tra la *pari passu* e la *negative pledge*, con una funzione specifica e autonoma: non interviene per vietare la costituzione di garanzie reali, ma si limita a disciplinarne le conseguenze, obbligando il debitore a estendere automaticamente ai creditori preesistenti le garanzie accordate ai nuovi creditori. Tale pattuizione, connotata da un'efficacia compensativa e reattiva, non ostacola quindi la creazione di privilegi, bensì assicura che l'effetto di tali garanzie sia paritario, evitando che i creditori esistenti subiscano un trattamento deteriore rispetto ai nuovi. Si tratta, dunque, di uno strumento che opera

prevalentemente in funzione riequilibratrice, colmando eventuali disparità sostanziali derivanti dall'azione del debitore. L'impiego spesso congiunto di queste clausole tendenzialmente simili testimonia l'elevata complessità e raffinatezza del sistema contrattuale contemporaneo, che si erge quale presidio imprescindibile di stabilità e trasparenza nei rapporti patrimoniali.

Tale evoluzione si iscrive nel processo (di cui si è detto) di progressiva trasformazione del contratto, il quale tende sempre più a configurarsi e a strutturarsi per prevenire, disciplinare e mitigare con meticolosa precisione ogni potenziale squilibrio o conflitto tra le parti. In questa prospettiva, il contratto cessa di essere un mero strumento per la regolazione di scambi e obbligazioni, per divenire un congegno giuridico, concepito per anticipare dinamiche patrimoniali potenzialmente critiche e neutralizzarne gli effetti pregiudizievoli. Tale metamorfosi si concretizza in una sempre maggiore attenzione alla tutela preventiva, volta a preservare la posizione dei creditori da eventuali alterazioni del patrimonio del debitore che potrebbero compromettere l'equilibrio degli interessi in gioco.

Le clausole di cui si è detto – ma in generale l'intera famiglia dei *covenants* con funzione di garanzia – inserite in un sistema contrattuale ormai dinamico e “adattivo”, testimoniano la transizione verso un modello in cui il contratto non è più semplice espressione della volontà delle parti, ma sempre strumento di *governance* economica, capace di disciplinare relazioni patrimoniali complesse e di preservare la fiducia reciproca mediante meccanismi certi e predeterminati. La crescente articolazione contrattuale rappresenta, del resto, non soltanto un segnale di progresso tecnico-giuridico, ma anche una dimostrazione tangibile del ruolo centrale che il contratto

occupa nella regolazione dei rapporti economici moderni. Esso si configura come un fulcro sistemico, espressione di una struttura giuridica sempre più armonizzata, capace di garantire non solo la regolazione, ma anche la stabilità e la protezione delle relazioni patrimoniali nel tempo⁹⁶.

Tornando alla panoramica sui più frequenti *negative covenant* in uso nel mercato creditizio, un'altra clausola comune è la c.d. *disposal of assets*⁹⁷ che proibisce al debitore di compiere atti dispositivi che potrebbero compromettere la sua consistenza patrimoniale senza il preventivo consenso del creditore⁹⁸. Alla stessa famiglia dei *negative covenants* appartiene la clausola che limita l'assunzione di nuovo indebitamento finanziario, comunemente identificata come *financial indebtedness clause*: il debitore non potrà contrarre ulteriori debiti se non nei limiti prestabiliti nel contratto⁹⁹. Ancora una volta la finalità è quella di scongiurare il rischio di eccessivo indebitamento e dunque evitare che possa essere

⁹⁶ In argomento si v., ampiamente, *inter alia*, G. ALPA, *Le stagioni del contratto*, Bologna, 2011.

⁹⁷ G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., p. 356.

⁹⁸ È comune tuttavia prevedere che il debitore possa disporre di beni danneggiati o usurati, a condizione che questi siano sostituiti con beni di valore equivalente o superiore. Analogamente, è spesso consentita la cessione di beni non strategici o di valore contenuto, purché il valore complessivo rientri entro una soglia stabilita contrattualmente (soglia di materialità). V. G. DE DONNO, *op. ult.* cit. La dottrina ha peraltro sottolineato che queste clausole, se troppo rigide, potrebbero violare il principio di libertà economica del debitore, rendendole invalide. Tuttavia, la loro legittimità dipende dal contesto contrattuale: in operazioni come il *project financing*, in cui i beni vincolati al finanziamento sono essenziali per il successo del progetto, le clausole di *disposal of assets* possono essere più restrittive, poiché la loro funzione è chiaramente giustificata dalla necessità di proteggere gli interessi dei creditori, v. T.V. RUSSO, *Il project financing*, cit., p. 255; dal confronto con altri ordinamenti giuridici, come quello francese, emerge peraltro un principio condiviso sulla legittimità di dette clausole: il divieto di alienazione in esse contenuto andrebbe considerato legittimo solo se risulti proporzionato e strettamente funzionale alla tutela degli interessi protetti dal contratto principale. Di conseguenza, la validità delle clausole di *disposal of assets* dovrebbe essere valutata caso per caso, tenendo conto della necessità di salvaguardare i diritti dei creditori senza però comprimere in modo eccessivo la libertà economica del debitore. V. sul punto M. DE VALLOIS – DE LAENDER, *Les sûretés négatives*, cit., pp. 181 ss.

⁹⁹ V. U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, cit., 604.

compromessa la capacità del debitore di adempiere alle proprie obbligazioni verso il finanziatore.

Ulteriore vincolo è rappresentato dalle disposizioni negoziali note come *anti-mergers and acquisitions provisions*, attraverso le quali il debitore si impegna a non sottoscrivere aumenti di capitale in altre società e a non partecipare a operazioni di fusione, scissione o trasformazione societaria, senza il previo consenso del finanziatore¹⁰⁰. La clausola – come è evidente – è volta ad evitare che operazioni di riorganizzazione societaria possano alterare la struttura patrimoniale o finanziaria del debitore. Allo stesso modo, con la c.d. *same business clause*, la società si impegna a mantenere invariato il proprio oggetto sociale¹⁰¹.

Tra i *covenants* che “imbrigliano” l’impresa si riscontra anche non di rado il divieto di effettuare operazioni di *leaseback* senza il consenso preventivo del finanziatore¹⁰². Come è facile intuire, questa clausola è comunemente inserita nei contratti di finanziamento per evitare che l’impresa finanziata incrementi il proprio livello di indebitamento attraverso operazioni di *sale and lease back*¹⁰³. E ancora, si riscontrano in alcuni contratti

¹⁰⁰ G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., p. 357.

¹⁰¹ W.A. KLEIN, J.C. COFFEE Jr., *Business organization and finance. Legal and economic principles*, New York, 2004, 252.

¹⁰² V. U. PATRONI GRIFFI, *op. ult. cit.*, 604.

¹⁰³ Il *leaseback*, o *sale and lease back*, è un’operazione finanziaria in cui un’impresa vende un proprio bene, come un immobile, a un acquirente, per poi riacquistarlo immediatamente attraverso un contratto di *leasing* finanziario, mantenendo così il diritto di utilizzo del bene e ottenendo al contempo liquidità immediata. Non può non considerarsi il profilo problematico dell’operazione per il finanziatore: questa operazione infatti può di fatto aumentare il *leverage* aziendale, ovvero il rapporto di indebitamento, esponendo l’impresa a maggiori rischi finanziari e potenzialmente riducendo la sua stabilità economica. Cfr. E. MOSCHETTA, *Il ruolo dei financial covenants nella riduzione delle asimmetrie informative sul debito*, cit., *passim*. Inoltre, la giurisprudenza italiana ha spesso sottolineato come il *leaseback* possa costituire un tentativo di eludere il divieto di patto commissorio stabilito dall’art. 2744 c.c. Il *leaseback*, utilizzato come garanzia implicita, potrebbe dunque rivelarsi un espediente per aggirare questa norma, conferendo al creditore un controllo effettivo sul bene. La clausola del divieto di *leaseback*, in questo senso, protegge il finanziatore anche da

– soprattutto nei contratti di *project financing*¹⁰⁴ – clausole che prevedono l’obbligo di ottenere il consenso preventivo dell’ente finanziatore prima di intraprendere procedimenti giudiziari o arbitrali che possano generare un impatto negativo sulla capacità del finanziato di adempiere al rimborso del debito (c.d. *litigation clauses*¹⁰⁵).

1.2.4. I *covenants* che coinvolgono terze parti

Tornando alla classificazione dei *covenants*, in dottrina c’è anche chi affianca alla tradizionale distinzione tra i *covenants* negativi e i *covenants* positivi una ulteriore tipologia, che comprende quelli che hanno ad oggetto il comportamento di terzi estranei al contratto principale di finanziamento (ad es. azionisti), come le c.d. “*cross-default clauses*” e il *covenant* di peggioramento del *rating*¹⁰⁶.

questo possibile abuso, assicurando che l’azienda non si avvalga di strumenti che possano compromettere le garanzie generali per i creditori. Ad esempio, la Corte di Cassazione, recentemente con sentenza Cass., Sez. III, 6 novembre 2024, n. 28553, in *De jure*, ha ribadito che l’operazione di *sale and lease back* è nulla quando, attraverso di essa, si persegue in realtà una finalità di garanzia, in violazione del divieto di patto commissorio. Cfr. anche Cass., Sez. III, 5 ottobre 2004, n. 19860 in *De jure*; Cass., Sez. III, 7 luglio 2017, n. 16646, in *De jure*; Cass., Sez. III, 8 giugno 2023, n. 16367 in *De jure*; in dottrina

¹⁰⁴ La maggiore frequenza di dette clausole nelle operazioni di *project financing*, rispetto a quelle di *corporate financing*, dipende dal fatto che nel *project financing* il rimborso del finanziamento dipende strettamente dalla riuscita del progetto stesso e dall’assenza di fattori di rischio o conflittualità che possano comprometterne la sostenibilità economica.

¹⁰⁵ La dottrina, tuttavia, solleva dubbi sulla legittimità di tali clausole. In primo luogo, si evidenzia come sia necessario verificare se l’oggetto della clausola possa essere considerato determinato o determinabile ai sensi dell’art. 1346 c.c., dato che il riferimento a un generico effetto negativo derivante dall’esito di procedimenti giudiziari o arbitrali appare estremamente vago. Inoltre, è stato osservato che subordinare il diritto di agire in giudizio nei confronti di terzi al consenso del creditore potrebbe configurarsi come una violazione del principio costituzionale sancito dall’art. 24 della Costituzione, che tutela il diritto di accesso alla giustizia. V. G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., p. 358.

¹⁰⁶ V. U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, 607 e M. PALMIERI, in *Banca Impresa Società*, 2006, 2, 259. Alla medesima categoria – in quanto clausole che coinvolgono terze parti estranee al contratto – potrebbero appartenere anche i *covenants* menzionati da V. M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti*

Quanto alla prima tipologia menzionata, si tratta di clausole che valicano gli argini del singolo contratto, coinvolgendone altri, e che collegano il rispetto dei *covenants* presenti nel contratto all'adempimento di obbligazioni derivanti da altre pattuizioni. In tal modo, l'inadempimento in un contratto di credito può causare un *default* automatico in altri contratti, creando così una rete di responsabilità e sensibilizzando l'attenzione sulla salute finanziaria generale¹⁰⁷. ad ogni modo, val l'opera segnalare che la dottrina mette in luce i limiti di questa clausola, con cui si corre il rischio di innescare un “effetto domino” di insolvenze anche per inadempimenti marginali che la società sarebbe in grado di assorbire senza difficoltà¹⁰⁸.

Quanto invece alla seconda tipologia di clausole menzionata – e afferenti a questa macroarea di clausole che coinvolgono terze parti – la clausola di peggioramento del *rating*: questa prevede la possibilità di dichiarare automaticamente il *default* se l'impresa subisce una riduzione del proprio *rating* da parte delle agenzie di *rating*. Questo tipo di *covenant* è controverso, poiché collega il *default* a un giudizio soggettivo e opinabile di un soggetto terzo, privato, come l'agenzia di *rating*, che valuta il rischio creditizio della società¹⁰⁹.

garantiti da covenants, attraverso i quali “l'impresa debitrice si impegna a non garantire obbligazioni di terzi oltre determinate soglie oppure a non concedere prestiti al di sopra di certi importi”.

¹⁰⁷ V. M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, cit.

¹⁰⁸ V. M. PALMIERI, in *Banca Impresa Società*, op. cit., 259. Per mitigare questo rischio, si discute la prassi di introdurre soglie minime di importo per attivare la clausola, rendendo il *covenant* operativo solo in caso di significativi inadempimenti verso terzi.

¹⁰⁹ V. M. PALMIERI, in *Banca Impresa Società*, op. ult. cit., 259. L'autore sottolinea come il *rating* sia notoriamente influenzato non solo dalla situazione finanziaria interna della società, ma anche da fattori esterni, come variazioni del mercato o cambiamenti nelle metodologie di valutazione dell'agenzia. Questo rende discutibile la sua affidabilità come strumento per prevedere l'insolvenza effettiva e proteggere gli obbligazionisti.

Vi sono, ancora, i c.dd. “*covenants di forbearance*”, misure applicabili in contesti di crisi economica, che prevedono un temporaneo allentamento delle condizioni dei *covenants* presenti nel contratto. Queste clausole – come si vedrà meglio nel secondo capitolo – possono, ad esempio, consentire la sospensione temporanea dell’osservanza di determinati obblighi in risposta a condizioni economiche avverse.

Indipendentemente dallo sforzo di classificazione, volendo svolgere una considerazione conclusiva di natura funzionale che abbracci tutte le suddette tipologie di *covenants*, non è azzardato affermare che queste clausole, nel complesso, si pongono – rispetto alle più tradizionali garanzie personali e reali previste nel codice civile, in una prospettiva per così dire dinamica. Queste ultime finiscono per essere delle garanzie “quiescenti”: assumono cioè un ruolo strettamente collegato al verificarsi un evento critico, ossia l’inadempimento, attivandosi solo *ex post*, nel momento in cui il rapporto di finanziamento entra in crisi. In tal senso, la loro funzione è in gran parte reattiva: si limitano a proteggere il creditore quando il finanziamento raggiunge una fase patologica, agendo *ex post* nel tentativo di arginare i danni già emersi.

Al contrario, i *covenants* operano all’interno di una dimensione anticipatoria e preventiva. Essi creano una sorta di *fil rouge* tra il soggetto finanziato e il finanziatore che attraversa l’intero ciclo di vita del rapporto di finanziamento, intervenendo ben prima dell’eventuale *default* del debitore. La loro logica è quindi eminentemente “proattiva” e si manifesta attraverso una presenza costante e vigile, che guida e, in qualche misura, orienta l’andamento del rapporto finanziario. Questa dimensione preventiva e anticipatoria, seppur positiva, deve essere bilanciata con i rischi di un’eccessiva

ingerenza del finanziatore sulle scelte gestionali dell'impresa finanziata (tema che verrà analizzato più nel dettaglio nel terzo capitolo). A ben vedere, un sistema di *covenants* troppo invasivo rischierebbe di alterare il sinallagma contrattuale, trasformando lo strumento negoziale da mezzo di tutela del credito a veicolo per un controllo surrettizio e ingiustificato sull'attività gestionale del debitore. Questa criticità, peraltro, solleva ulteriori interrogativi in ordine alla possibile responsabilità del finanziatore per attività di direzione e coordinamento, laddove l'ingerenza si traducesse in una compressione delle prerogative del debitore (anche su questo aspetto si parlerà più approfonditamente nel terzo capitolo).

Senonchè, questa funzione anticipatoria dei *covenants* li rende più simili a dei meccanismi di regolazione *in itinere*, che mirano a segnalare e, per quanto possibile, a prevenire l'insorgere di criticità.

La dinamicità dei *covenants* si esplicita in diversi modi: nella loro capacità di monitorare costantemente il rispetto di parametri finanziari, nell'imporre obblighi informativi periodici e nel limitare eventuali decisioni di indebitamento che potrebbero compromettere la stabilità finanziaria del debitore. Ciascuno di questi elementi non è volto semplicemente a garantire il credito come una "clausola assicurativa" passiva, bensì mira a mantenere il rapporto di finanziamento in uno stato di stabilità e di equilibrio preventivo. Il *covenant*, dunque, non si limita a "intervenire" in un momento patologico, bensì opera come un "freno preventivo," una sorta di barriera *ex ante* che tende a scongiurare o a ridimensionare la probabilità stessa dell'inadempimento.

È interessante notare come, da un punto di vista sistematico, i *covenants* non siano concepiti per essere un mezzo di coercizione, bensì un dispositivo di accompagnamento

che segue la naturale evoluzione del rapporto contrattuale, riflettendo, quindi, un approccio moderno al tema della garanzia, che si distacca dall'idea di intervento *ex post* e si avvicina invece a un modello di sorveglianza attiva e di dialogo tra creditore e debitore¹¹⁰. In quest'ottica, l'evoluzione del *covenant* come meccanismo di prevenzione piuttosto che di repressione indica una maturazione nell'approccio ai contratti di finanziamento, in cui il rischio non è semplicemente "gestito" al verificarsi del danno, ma è costantemente misurato e contenuto.

Questo paradigma di "accompagnamento continuo" si pone come una risposta efficace alla volatilità dei mercati e al bisogno di stabilità, promuovendo un modello di sicurezza preventiva che mira a preservare la solidità del rapporto contrattuale nella sua naturale evoluzione.

Parallelamente, i *covenants* sollevano questioni sotto vari profili [che saranno esaminati nel terzo capitolo], come ad esempio la loro compatibilità con l'ordinamento interno che tutela il principio della libertà dell'iniziativa economica, sancito dall'art. 41 cost. Il paradosso di questo tipo di clausole è poi che quando vincolano eccessivamente la gestione di impresa, rischiano in realtà di porre fatalmente il debitore nell'impossibilità di cogliere opportunità di mercato portandolo a un'involuzione delle *performance* e dei rendimenti, con potenziali ripercussioni negative per lo stesso finanziatore.

¹¹⁰ Per un approfondimento sul cambiamento nel rapporto tra creditori e debitori, con particolare riferimento all'adozione dei *covenants* finanziari come strumenti di monitoraggio e prevenzione, si v. il contributo di D. SANTUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2009, pp. 639 ss.

Tornando al discorso principale, è evidente, a questo punto, che l'eterogeneità delle clausole sin qui descritte renda complessa una classificazione unitaria e omnicomprensiva, capace di cogliere appieno tutte le sfumature del fenomeno. I tentativi di classificazione operati sia dalla dottrina economica che da quella giuridica, pur avendo il merito di identificare alcune tendenze comuni, si scontrano inevitabilmente con la varietà degli strumenti e degli obiettivi che caratterizzano i *covenants*. In tale contesto, non si tratta di escludere l'utilità delle classificazioni proposte, ma di riconoscerne il carattere funzionalmente descrittivo e il loro limite nel fornire una base analitica completamente organica e sistematica.

In questa prospettiva, anche il presente lavoro non si sottrae a tali difficoltà, ma si propone di contribuire a una maggiore comprensione del fenomeno attraverso un approccio critico e orientato ad evidenziare i principali criteri di funzionalità e applicazione. Sebbene non sia possibile ricondurre a un'unità coerente tutte le tipologie di clausole esaminate, l'obiettivo perseguito è quello di offrire un quadro interpretativo che ne evidenzia la complessità.

L'impressione che emerge è che qualsiasi tentativo di ricondurre a un'unità coerente contratti e obbligazioni così eterogenei sia destinato a fallire¹¹¹. Una classificazione, infatti, non è in grado di cogliere le peculiarità strutturali e funzionali di ciascuna clausola. Anzi, sforzarsi di creare una sintesi artificiale tra impegni contrattuali molto diversi rischia di oscurare le loro differenze essenziali, piuttosto che far emergere le specificità che potrebbero essere rilevanti per una comprensione più approfondita,

¹¹¹ cfr. G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., p. 370.

specificità che consentono di modellare l'istituto e adeguarlo al singolo contratto¹¹². Ad esempio, si consideri la sostanziale differenza tra un obbligo informativo su contenziosi potenziali e un divieto di alienazione dei beni: sono due realtà contrattuali molto diverse che rispondono a logiche differenti e non possono essere ridotte a un unico schema interpretativo.

Nonostante la varietà delle clausole, si potrebbe riconoscere una certa coerenza funzionale in alcuni casi, ma solo se l'analisi viene condotta con attenzione alle singole tipologie di *covenants* e non mediante un approccio generalizzante. La flessibilità di tali clausole consente di individuare specifiche funzioni economiche e giuridiche in ciascun contesto, ma tale disamina deve essere necessariamente segmentata in raggruppamenti categoriali distinti, piuttosto che tentare una sintesi unitaria.

1.3. La qualificazione giuridica dei *covenants*

Il confronto, in dottrina e in giurisprudenza, sulla natura giuridica dell'istituto è ancora molto aperto. Ci si chiede in particolare in che termini i *covenants* possano essere riportati nell'alveo delle garanzie del credito e se, così inquadrati, possano più precipuamente qualificarsi come strumenti di garanzia atipici, ovvero comportamentali, o ancora - secondo ulteriore dottrina - strumenti di risoluzione della crisi di impresa.

¹¹² Si potrebbe perciò dire, come osserva efficacemente U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, cit., 608, attraverso una suggestiva metafora, che «i covenants non sono un abito *prêt-à-porter*, ma un vestito sartoriale».

In un primo approccio esegetico all'istituto, tenendo conto della loro natura accessoria e strumentale rispetto all'adempimento dell'obbligazione principale – e dunque valorizzando il loro ruolo nella tutela del credito – è ricorrente la qualificazione dei *covenants* come garanzie atipiche. In questa prospettiva, si tratterebbe più propriamente di strumenti di governo del rischio che, pur differenziandosi dalle garanzie tradizionali, a ben vedere ne condividerebbero l'obiettivo essenziale: assicurare il rimborso del finanziamento¹¹³. In effetti, sebbene non conferiscano al creditore un diritto di prelazione sul patrimonio dell'impresa finanziata ed in tal senso non potendo essere assimilati alle garanzie reali, è indubbio che i *covenants* assolvano comunque, anche se in modo indiretto, ad una funzione di garanzia, intesa ovviamente in senso ampio¹¹⁴.

La principale differenza, rispetto alle garanzie reali, generalmente statiche e legate a beni specifici, è nel fatto che essi operino in modo dinamico e preventivo, orientando – o tendendo ad orientare – il comportamento dell'impresa finanziata. Questa loro attitudine ad incidere sui percorsi imprenditoriali, a volte indirizzandone, li rende più idonei a rispondere alle esigenze di rapidità e controllo continuo richieste nei moderni contesti di finanziamento¹¹⁵. La prassi internazionale ha ampiamente riconosciuto l'efficacia di tali

¹¹³ V. M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, 2020; V. anche E. REHBINDER, in M. KÄSTLE, *Rechtsfragen der Verwendung von Covenants in Kreditverträgen, passim*, nonché G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., ampiamente; W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, Tubinga, 2008, p. 1.; A. GERTH, *Atypische Kreditsicherheiten*, Francoforte, 1980, 1; M. OBERMÜLLER, *Ersatzsicherheiten im Kreditgeschäft*, Wiesbaden, 1987, 1 ss.

¹¹⁴ G. PIEPOLI, *op. ult. cit.*

¹¹⁵ questo spiega perché la prassi bancaria ricorra ampiamente ai *covenants* (soprattutto quelli che non sono puramente finanziari e che spesso accompagnano anche garanzie reali) nei casi in cui l'impresa finanziata non sia in grado, o non desideri, fornire garanzie reali sufficienti. Anche quando sono presenti garanzie reali, infatti, la banca deve affrontare i costi e le difficoltà legate alla loro conservazione e alla successiva escussione, il che può rendere queste garanzie meno efficaci come protezione contro il rischio di perdite. I *covenants*, al contrario, si concentrano su aspetti operativi e gestionali che incidono direttamente sulla capacità dell'impresa di rimanere solvibile, riducendo così il rischio di perdita per l'istituto di credito. Così

clausole come strumenti contrattuali flessibili, capaci di adattarsi alle complessità del mercato economico-finanziario contemporaneo. Secondo autorevole dottrina, la qualificazione dei *covenants* come garanzie atipiche del credito sarebbe giustificata dal fatto che nella sostanza essi mirino a garantire solvibilità del debitore. In una prospettiva di ambito economico, infatti, i *covenants* contribuiscono ad esempio a risolvere i conflitti di interesse tipici della relazione “*principal-agent*” tra creditore e debitore, riducendo il rischio di comportamenti opportunistici. Prevengono cioè il c.d. “*moral hazard*” (di cui si è detto), offrendo al creditore una protezione indiretta ma costante attraverso il monitoraggio e l'intervento tempestivo in caso di deterioramento delle condizioni finanziarie del debitore¹¹⁶.

Tuttavia, la qualificazione dei *covenants* come “garanzie atipiche” suscita più di una perplessità in dottrina. Nel dibattito dottrinale, infatti, la distinzione tra garanzie tipiche e atipiche è ormai sempre più sfumata¹¹⁷, rendendo così problematica la collocazione

M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, cit.; v. anche V. E. REHBINDER, in M. KÄSTLE, *Rechtsfragen der Verwendung von Covenants in Kreditverträgen*, op. cit., 36 ss. Si v. anche BANCA MEDIOCREDITO, *I covenants di bilancio dei finanziamenti a medio e lungo termine*, Roma, 2003, 11.

¹¹⁶ D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, cit. Un'altra manifestazione del *moral hazard* nella relazione tra finanziato e finanziatore si verifica quando il debitore, ottenendo finanziamenti da altri prestatori a tassi più vantaggiosi e condizioni migliori (c.d. *asset substitution*), rischia di deteriorare la consistenza del proprio patrimonio, trasferendo così gli effetti negativi principalmente sul primo creditore.

¹¹⁷ Sulla inattualità della distinzione tra contratti tipici e contratti atipici, si v. M. ANGELONE, *Nuove forme di garanzia e «legalità costituzionale»*, o.c., p. 911, il quale afferma che «la valorizzazione dell'elemento funzionale consente, in primo luogo, di superare la distinzione tra garanzie “tipica” e garanzie “atipiche” e quindi - a monte - la rigida dicotomia tipicità-atipicità che è divenuta oramai evanescente, conservando oggi una valenza per lo più icastica e descrittiva, come già dimostra l'estensione del controllo di meritevolezza a tutte le manifestazioni negoziali a prescindere da un loro eventuale riconoscimento legislativo»; ripresa in ID., *Interferenze tra ragionevolezza, proporzionalità e buona fede in tema di garanzie*, in *Riv. dir. priv.*, 2018, 3, p. 465 ss.; P. PERLINGIERI, *In tema di tipicità e atipicità nei contratti*, in P. PERLINGIERI, *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003, pp. 391 ss.; cui adde, A. FEDERICO, *Tipicità e atipicità dei contratti*, in C. PERLINGIERI, L. RUGGERI (a cura di), *L'incidenza della dottrina sulla giurisprudenza nel diritto dei contratti*, Napoli, 2016, p. 177; R. CLARIZIA, *Il contratto tra tipico e atipico: la*

giuridica dell'istituto. Sebbene si possa giustificare la loro atipicità in virtù della natura comportamentale delle obbligazioni che impongono¹¹⁸, tale classificazione evidenzia l'aspetto operativo dei *covenants*, senza risolverne le criticità sul piano sistematico. I *covenants* infatti, non creano un vincolo giuridico autonomo né attribuiscono diritti su beni specifici, ma si configurano piuttosto come obbligazioni accessorie che accedono al rapporto obbligatorio principale (il finanziamento), regolandone i comportamenti a tutela del creditore. Ad esempio, l'imposizione di un obbligo di non alienare determinati *asset* o di informare il finanziatore in presenza di eventi rilevanti è chiaramente funzionale alla salvaguardia del credito, ma si inserisce nella logica dell'accessorietà, in quanto priva di una propria indipendenza strutturale rispetto al contratto di finanziamento cui accede. Di conseguenza, si potrebbe parlare di un sistema di vincoli comportamentali che, pur non configurandosi come autonome garanzie, svolgono un ruolo complementare e integrativo rispetto alla protezione del credito¹¹⁹.

Altra obiezione mossa in dottrina - sempre a proposito del tentativo di ricondurre i *covenants* nell'ambito degli istituti concepiti a garanzia del credito - si basa su un dato

distinzione serve ancora?, in G. CASSANO, R. CLARIZIA (a cura di) *I singoli contratti. Tipici e atipici nell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, Milano, 2017, pp. 1 ss.; G. LAURINI, *Nuove garanzie atipiche tra diritto, prassi e meritevolezza degli interessi*, Napoli, 2020. E ciò, comunque, come riferito da G. DE DONNO, *op. ult. cit.*, sul presupposto di aderire ad una nozione diversa di garanzia, intesa secondo la *causa cavendi* come tutela dell'aspettativa creditoria per mezzo di strumenti che incrementano oggettivamente le possibilità di soddisfacimento del credito (ad esempio, prelazioni su beni specifici o ampliamento della base patrimoniale dei soggetti responsabili).

¹¹⁸ M. ANGELONE, *Nuove forme di garanzia e «legalità costituzionale»*, in *Giust. civ.*, 2019, p. 924. Sull'istituto si v., in particolare, F. MACARIO, *Garanzie personali*, in R. SACCO (diretto da) *Trattato di diritto civile - I singoli contratti*, vol. 10, Milano, 2009.

¹¹⁹ Si v. G. DE DONNO, *Tutela del credito e mutamento climatico. Ruolo dell'interprete e rilettura degli istituti*, in *Riv. dir. dell'impresa*, 1, 2024.

comparatistico: nei sistemi di *common law*, da cui i *covenants* traggono origine, questi strumenti non sono mai assimilati né alle garanzie reali né a quelle personali, pur essendo ampiamente utilizzati per tutelare i creditori¹²⁰. Tuttavia, come evidenziato in dottrina, questa argomentazione può essere tacciata di debolezza, in quanto i sistemi di *civil law* e di *common law* seguono logiche diverse nella classificazione delle tutele contrattuali e patrimoniali, sicché il fatto che i *covenants* non siano considerati *stricto sensu* garanzie nei sistemi di *common law* non può, per ciò solo, giustificare analoga conclusione nella collocazione dell'istituto all'interno del nostro ordinamento¹²¹.

Un ulteriore elemento critico riguarda la stessa nozione di “garanzia” nel diritto italiano, che si caratterizza per una forte polisemia. Come osservato in dottrina¹²², il termine è usato per designare istituti molto eterogenei tra loro, che vanno dalle garanzie reali (es. ipoteca, pegno) a quelle personali (es. fideiussione), ad altri strumenti più propriamente deterrenti o risarcitori, come la clausola penale o la garanzia per i vizi. Questa pluralità di accezioni, nel nostro ordinamento, rende più problematica l'inclusione dei *covenants* all'interno di questa categoria, poiché si rischierebbe di diluire ulteriormente il concetto stesso di garanzia, rendendolo troppo generico. In dottrina, è stato correttamente osservato che una nozione troppo estesa, che includa qualsiasi strumento destinato a

¹²⁰ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., *passim*; A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, cit., p. 1091 ss. Si v. anche G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit. 361: « Le nozioni di *covenant*, *security interest* e *suretyship* (o *guarantee*) sono ben distinte nel lessico giuridico anglosassone. *Covenant* intende propriamente un impegno, una promessa, mentre *security interest* traduce l'«*interest in personal property or fixtures which secures payment or performance of an obligation*» e *surety* l'idea di garanzia personale. I termini si riferiscono dunque ad ambiti ben precisi e non presentano livelli di intersezione. Appare al contrario chiara nella dottrina di *common law* la diversità di effetti e funzioni in particolare tra *negative covenants* e *security interests* ».

¹²¹ Si v. G. DE DONNO, *op. ult. cit.*

¹²² M. FRAGALI, *Garanzia e diritti di garanzia*, in *Enc. dir.*, XVIII, Milano, 1969, p. 448 ss.

garantire il soddisfacimento del credito, e che potrebbe così arrivare a ricomprendere le clausole penali e persino i *covenants*, sarebbe di dubbia utilità¹²³.

Secondo altro approccio dottrinale, i *covenants* più che vere e proprie garanzie (in senso tecnico) del credito, costituirebbero strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale generica in capo al soggetto debitore¹²⁴. Secondo tale prospettiva, la finalità dei *covenants* è mantenere inalterata la consistenza quali-quantitativa del patrimonio del debitore rispetto al momento della accensione del contratto di finanziamento, dissuadendolo dal compiere atti di depauperamento patrimoniale. Questa funzione, di tipo cautelare e preventiva, e distinta da quella satisfattiva delle garanzie specifiche, trova un parallelo negli strumenti di conservazione della garanzia patrimoniale previsti dagli artt. 2900 ss. c.c.

In realtà, i *covenants* si discostano in modo significativo dai più tradizionali strumenti di conservazione della garanzia patrimoniale di matrice codicistica, sia sotto il profilo strutturale che operativo. Innanzitutto, essi non impongono un vincolo di indisponibilità giuridica o materiale sul patrimonio del debitore, come avviene ad esempio nel caso del sequestro conservativo. I *covenants* si limitano piuttosto ad imporre obblighi comportamentali al debitore, senza tradursi in una limitazione effettiva della disponibilità giuridica dei beni di sua titolarità.

¹²³ E. GABRIELLI, *Il pegno "anomalo"*, Padova, 1990, *passim*.

¹²⁴ A.D. SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, cit., p. 104.

Né i *covenants* a ben vedere producono l'inefficacia degli atti dispositivi posti in essere dal debitore, che è quanto accade con strumenti di conservazione della garanzia patrimoniale della revocatoria. Quest'ultima consente al creditore di rendere inefficaci, nei suoi confronti e in quelli del ceto creditorio, atti che pregiudichino la garanzia patrimoniale. I *covenants*, invece, non hanno questa efficacia retroattiva e opponibile ai terzi: il loro effetto si esaurisce all'interno del rapporto contrattuale tra creditore e debitore, vincolando solo quest'ultimo.

Un'ulteriore differenza sostanziale riguarda l'assenza, nei *covenants*, di una vera e propria sostituzione nell'esercizio dei diritti del debitore, caratteristica distintiva dell'azione surrogatoria. In quest'ultimo caso, il creditore può agire in vece del debitore inerte per preservare o incrementare il patrimonio aggredibile, mentre nei *covenants* il finanziatore non assume direttamente la gestione del patrimonio del debitore, ma si limita a esercitare un controllo contrattuale preventivo¹²⁵.

Queste peculiarità rendono evidente che i *covenants* operano prevalentemente *inter partes*, senza (almeno di regola) produrre effetti nei confronti dei terzi. Ad esempio, i *negative covenants*, che limitano al debitore la possibilità di disporre dei propri beni o di intraprendere determinate operazioni economiche, non hanno la stessa forza giuridica di strumenti come l'azione revocatoria, che incide direttamente sulla validità degli atti del debitore nei confronti dei creditori.

Anche nei casi in cui i *covenants* sembrerebbero avere le stesse finalità dei tradizionali strumenti conservativi del credito (come nel *project financing*, in cui la violazione di un

¹²⁵ Così G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., pp. 361 e 386.

covenant inibisce la distribuzione di utili), tali effetti restano nell'ambito della sfera dei rapporti tra creditore e debitore. Pertanto, i *covenants*, pur svolgendo un ruolo preventivo e di controllo, non possono essere considerati equivalenti agli strumenti di conservazione della garanzia patrimoniale previsti dagli artt. 2900 ss. c.c., i quali sono volti a tutelare il diritto di credito in un contesto più ampio e opponibile a terzi.

Alcune opinioni invece in dottrina si sono spinte nell'analisi interpretativa, pur non negando una funzione di garanzia all'istituto, a considerare i *covenants* come una ragionevole alternativa alle classiche procedure di insolvenza¹²⁶. Questa visione origina dall'idoneità dell'istituto ad operare ancor prima che si verifichi l'evento di crisi, dal

¹²⁶ Tra molti, si v. in G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., p. 498-499; A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, p. 1091; v. anche W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, cit.: «im Hinblick auf die frühzeitige und flexibel auf das jeweilige Unternehmen abstimmbare Krisenerkennung undbewältigung werden covenant-unterlegte Finanzierungsverträge in der ökonomischen Theorie sogar als sinnvolle marktwirtschaftliche Alternative zum staatlichen Insolvenzverfahren angesehen»; nonché M. KÄSTLE, *Rechtsfragen der Verwendung von Covenants in Kreditverträgen*, Berlin, 2003, in particolare pp. 83 ss.; A.D. SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale*, cit., 100 ss.; G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., 358 ss.; G. BARBARA, *Covenants e "fattispecie aggregative"*. Contributo alla teoria del controllo e del collegamento "esterni", *op. cit.*, p. 2 ss.; M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, *op. cit.*; B. RAYNAUD, *La stipulation d'indisponibilité*, Clermont-Ferrand, 2004, 207 ss. Nella medesima prospettiva interpretativa si colloca anche G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009, III, 609 ss. In particolare l'autore qui evidenzia diversi vantaggi dell'utilizzo dei *covenants* come alternativa efficace alle procedure concorsuali. Ad esempio, a differenza delle procedure di insolvenza classiche, secondo l'autore l'impiego dei *covenants* potrebbe evitare i costi associati alla gestione delle procedure, riducendo così le spese connesse e alleviando l'onere economico per l'impresa in crisi. Ancora, i *covenants* offrono una maggiore flessibilità sia per la banca che per la debitrice, dal momento che consentono alle parti di negoziare e adattare gli impegni in base all'andamento economico e alle specifiche condizioni dell'impresa, senza le rigidità procedurali tipiche delle soluzioni concorsuali. Questa flessibilità permette anche di realizzare accordi su misura, che rispondono alle esigenze concrete dell'impresa e alle priorità del finanziatore, rendendo le misure più efficaci rispetto a quelle generaliste previste dalle procedure formali. Un ulteriore vantaggio dei *covenants* risiede nella possibilità di prevenire l'insolvenza attraverso l'attività di controllo svolta dalla banca. Il monitoraggio attivo consente di rilevare tempestivamente eventuali segnali di difficoltà, permettendo di intervenire in modo preventivo per sostenere l'impresa. Questo approccio non solo tutela gli interessi del finanziatore, garantendo la protezione del proprio credito, ma aiuta anche l'impresa a superare le criticità senza ricorrere a procedure concorsuali.

momento che consentono al creditore di intervenire rapidamente in caso di deterioramento delle condizioni finanziarie del debitore, evitando così il ricorso a procedimenti formali di insolvenza o esecuzione forzata. La banca, *de facto*, ottiene poteri di monitoraggio e sorveglianza sulla gestione dell'impresa, creando un sistema di controllo anticipato che consente di influenzare le decisioni aziendali prima che possano verificarsi situazioni critiche¹²⁷. Questo quadro di controllo preventivo non solo riduce il rischio di insolvenza, ma può contribuire a evitarla del tutto, agendo come una rete di protezione che guida la gestione verso scelte conservative e sostenibili. I *covenants* finiscono così per essere uno strumento di controllo anticipato e graduale dell'andamento economico del debitore, che permette al creditore di gestire le crisi finanziarie ancor prima che si trasformino in situazioni conclamate di inadempimento. Tale funzione preventiva e di gestione proattiva delle difficoltà economiche del debitore trova una significativa affinità con le misure anticipatorie introdotte dal nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Il Codice, infatti, promuove un approccio improntato alla precoce emersione delle crisi aziendali e all'adozione di strumenti volti a contenere i rischi prima che si trasformino in situazioni conclamate di insolvenza. In questo senso, i *covenants* si inseriscono coerentemente in una visione più ampia di

¹²⁷ Cfr. Anche, nella medesima prospettiva interpretativa, M. JENSEN, *Active investors, LBO's, and the privatization of bankruptcy*, in *Journal of applied corporate finance*, Vol. 2, 1, 1989, pp. 35 ss., reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1581817: l'autore qui sostiene che gli LBO (*leveraged buyouts*, ovvero meccanismi di controllo parificabili ai *covenants* che si sostanziano in operazioni di acquisizione finanziate principalmente attraverso il ricorso al debito) possano rappresentare valide alternative alle tradizionali procedure di insolvenza, incentivando una ristrutturazione efficace al di fuori delle aule dei tribunali fallimentari. Jensen ritiene infatti che tali strumenti aumentino la responsabilizzazione del *management* e riducano i costi di insolvenza, poiché gli LBO, con il loro elevato livello di indebitamento, forniscono forti incentivi a mantenere un controllo rigoroso sui costi e a evitare investimenti non redditizi e consentono ai creditori di monitorare l'operato dei manager e di intervenire tempestivamente in caso di difficoltà finanziarie, evitando i costi e le inefficienze delle procedure fallimentari.

gestione preventiva delle crisi, condividendo con le logiche del Codice l'obiettivo di preservare la continuità aziendale e ridurre l'impatto delle criticità finanziarie sull'intero sistema economico

In particolare, il ricorso a *covenants* in grado di prevedere clausole come l'*acceleration clause*¹²⁸ — che consente di dichiarare l'intero debito immediatamente esigibile in caso di violazione dei parametri contrattuali — mostra come questi strumenti possano sostituire o integrare le procedure di esecuzione forzata. Invece di attendere che l'insolvenza sia formalizzata, il creditore ha la possibilità di attivarsi preventivamente, basandosi su indici finanziari prestabiliti o su specifiche condizioni di bilancio. Inoltre, in Italia, alcune norme come l'art. 1186 c.c.¹²⁹, che prevede la decadenza dal termine in caso di insolvenza, possono essere interpretate come precursori della logica operativa

¹²⁸ Si tratta della forma più tipica e diffusa di covenant nei contratti anglosassoni. Nei sistemi anglosassoni, questa clausola è spesso utilizzata insieme a una *floating charge*. La *floating charge* è una forma di garanzia fluttuante che si applica a tutti i beni presenti e futuri di un debitore (ad esempio, le scorte di magazzino), e che rimane "fluttuante" finché non si verifica un evento di *default*. Quando il debitore non adempie ai suoi obblighi, questa garanzia "cristallizza", cioè diventa specifica e immediatamente esecutiva sui beni del debitore. V. D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, cit. Cfr. anche in argomento E. GALANTI, *Garanzia non possessoria e controllo della crisi d'impresa: la floating charge e l'administrative receivership*, in *Quaderni della ricerca giuridica*, n. 51, Roma, Banca d'Italia, *passim*, nonché P. PISCITELLO, *Le garanzie bancarie flottanti*, Torino, 1999, *passim*.

¹²⁹ Per quanto riguarda l'art. 1186 c.c., la dottrina ha ampiamente discusso il significato di "insolvenza" in esso contenuto, spesso confrontandolo con l'insolvenza definita dall'art. 5 l.f. e, più di recente, dall'art. 2 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Tradizionalmente, si ritiene che l'insolvenza ex art. 1186 c.c. abbia una natura statica, basata sul valore attuale del patrimonio del debitore, mentre quella fallimentare e quella disciplinata dal Codice della crisi presenta un carattere più dinamico, valutando la capacità del debitore di rispettare le scadenze future. Tuttavia, parte della dottrina sostiene che l'art. 1186 c.c. vada interpretato in una prospettiva dinamica, includendo le entrate future del debitore e non solo la situazione patrimoniale attuale. Questa lettura, coerente con i principi di allerta e monitoraggio introdotti dal Codice della crisi, incentiva la concessione di crediti a lungo termine e promuove un costante controllo della situazione finanziaria del debitore. In tal modo, si contribuisce a mantenere un equilibrio tra i creditori, evitando azioni premature e potenzialmente dannose, e si favorisce una gestione più proattiva della crisi d'impresa. Cfr. D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, cit.

dei *covenants*, evidenziando una possibile integrazione tra queste clausole di origine anglosassone e il diritto civilistico italiano.

Tuttavia, alcuni autori in dottrina¹³⁰ hanno espresso scetticismo riguardo alla possibilità che i *covenants* possano effettivamente sostituire le procedure concorsuali, assumendo il ruolo di coordinamento preventivo tra i creditori. Questa posizione critica appare condivisibile poiché, sebbene i *covenants* rappresentino strumenti efficaci per prevenire e gestire tempestivamente le difficoltà finanziarie, difficilmente possono svolgere una funzione equivalente alle procedure concorsuali. Queste ultime, infatti, si basano su un quadro giuridico strutturato e su un coordinamento collettivo che difficilmente può essere garantito da clausole negoziali.

Il coordinamento *ex ante* tra tutti i creditori, per quanto auspicabile in linea teorica, si scontra con limiti pratici e strutturali che ne rendono complessa l'attuazione, soprattutto in contesti in cui la pluralità di interessi in gioco richiede un intervento centralizzato e formalizzato. Pertanto, i *covenants* vanno piuttosto considerati come strumenti complementari alle procedure concorsuali, efficaci per la prevenzione e la mitigazione del rischio di crisi, ma non idonei a sostituire del tutto le dinamiche proprie dell'azione collettiva.

Inoltre, altro problema è dato dalla possibile presenza di asimmetrie informative tra i diversi creditori: alcuni di questi potrebbero infatti avere informazioni più accurate e dettagliate sulla situazione finanziaria del debitore rispetto ad altri, creando squilibri che

¹³⁰ Si v., *inter alia*, D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, cit.

finiscono inevitabilmente per ostacolare la possibilità che si raggiunga un accordo collettivo efficace. Questa carenza di informazioni condivise può facilmente diventare terreno fertile per conflitti tra creditori, poiché chi dispone di meno informazioni tende ad adottare un atteggiamento più conservativo e a mostrarsi riluttante nel sottoscrivere accordi che potrebbero rivelarsi contrari ai propri interessi.

Un'altra situazione da non sottovalutare nella prassi è il fenomeno del c.d. *free riding*. In tale contesto, alcuni creditori potrebbero scegliere di non contribuire attivamente al processo di coordinamento, preferendo delegare agli altri l'onere della gestione della crisi, con l'aspettativa di beneficiare comunque degli sforzi altrui. Questa tendenza a eludere i costi del coordinamento compromette seriamente la creazione di un sistema di covenant efficace. I creditori che scelgono di beneficiare dell'impegno altrui senza partecipare attivamente, tendono a non impegnarsi nell'introduzione di clausole vincolanti che disciplinerebbero il loro comportamento in caso di *default*, ostacolando così la gestione collettiva delle situazioni di crisi¹³¹.

Un ulteriore ostacolo al coordinamento preventivo è rappresentato dai c.dd. creditori involontari o "inconsapevoli", ovvero coloro che si ritrovano ad essere creditori dell'azienda senza aver stipulato consapevolmente un contratto di finanziamento (come le autorità fiscali o creditori derivanti da obblighi legali). Questi creditori, per loro natura, non possono essere coinvolti nelle negoziazioni contrattuali e potrebbero

¹³¹ Del resto "l'analisi empirica, a proposito dei *covenants*, mostra poi come gli stessi siano probabilmente sopravvalutati dalla riflessione scientifica, dato che la convenienza economica (ossia, l'assenza di costi eccessivi) ad introdurli nei contratti sorge proprio quando non servono, perché i creditori si coordinerebbero spontaneamente ex post, e viceversa". Così D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, cit., che riprende le osservazioni di S. ROSS, R. WESRERFIELD, J. JAFFE, *Corporate finance*, Boston, 1993, spec. p. 881.

adottare, in caso di *default*, comportamenti ostruzionistici che vanificano gli sforzi degli altri creditori di coordinarsi. La consapevolezza del potenziale comportamento opportunistico da parte di tali creditori disincentiva ulteriormente la stipulazione di *covenant*, diminuendo così l'efficacia di questi strumenti nel prevenire la crisi¹³².

In ultima analisi, va ribadito che in ogni caso la discussione sulla qualificazione giuridica dei *covenants* non deve oscurare la loro intrinseca complessità e ricchezza funzionale. La rilevanza di tali strumenti, infatti, non si esaurisce nella ricostruzione teorica, ma risiede piuttosto nella capacità di adeguarsi alle esigenze peculiari dello specifico rapporto negoziale cui accedono. La funzione dei *covenants* varia in relazione alla natura dell'obbligazione comportamentale imposta al debitore – che può assumere la forma di divieti di alienazione di beni, vincoli alla contrazione di ulteriore indebitamento o obblighi di mantenimento di determinati parametri economico-finanziari – nonché agli interessi specifici che il contesto negoziale è volto a tutelare.

Tale varietà non può essere compresa se non si considera il diritto stesso come una realtà viva e dinamica, non riducibile a un *corpus* statico di regole, ma piuttosto come un tessuto in continua trasformazione, modellato dalle esigenze sociali ed economiche che ne costituiscono il fondamento. Come un organismo vivente, il diritto si adatta e si evolve, incorporando strumenti come i *covenants* che, pur sfuggendo alle categorie tradizionali,

¹³² Secondo GALLETTI dunque, op. ult. cit., occorre differenziare nettamente le vicende dei *covenants* stipulati da quei soggetti che possono avere interesse ad effettuare un efficace *monitoring* sul comportamento del debitore (così da rilevare tempestivamente eventuali violazioni del patto), da quelle dei creditori non egualmente incentivati: in questi ultimi casi infatti i *covenants* o non vengono stipulati (poiché il costo supererebbe il beneficio soggettivo), oppure assumono un carattere molto più “tenue”.

rispondono efficacemente a istanze di tutela e prevenzione che il contesto contemporaneo richiede¹³³. La loro elasticità, lontana dalla rigidità delle garanzie classiche, li rende espressione di un diritto che, come un fiume che scorre, modella le sue sponde per abbracciare la complessità del reale.

In questa prospettiva, l'interprete è chiamato a uno sforzo non tanto classificatorio quanto adattivo, volto a comprendere e armonizzare i *covenants* con il nostro ordinamento giuridico. Si tratta di individuare anzitutto i limiti di ammissibilità di tali strumenti, oltre a valorizzare le potenziali ricadute applicative positive che essi possono generare nell'ambito della realtà giuridica esistente. La loro valutazione richiede, pertanto, un approccio metodologico che sappia coglierne appieno la ricchezza funzionale, senza incorrere nella riduttiva tentazione di ricondurli entro categorie rigide e non rappresentative della loro vera essenza.

In questa direzione si muove l'analisi che sarà condotta nel terzo capitolo, ove verranno approfonditi i profili di compatibilità dei *covenants* con i principi generali del nostro ordinamento e la disciplina applicabile nei diversi contesti contrattuali. Tale indagine mira a delineare i confini entro cui tali strumenti possono legittimamente operare, evidenziandone al contempo le implicazioni pratiche e il ruolo di rilievo che essi possono assumere nell'evoluzione delle relazioni giuridiche moderne.

¹³³ Su questa lettura dell'ordinamento quale realtà dinamica, sempre “*in fieri*” si v. per tutti, N. LIPARI, *L'ordinamento civile nel nuovo sistema delle fonti legislative*, in *L'ordinamento civile nel nuovo sistema delle fonti legislative*, Milano, 2003.

Per concludere, appare particolarmente calzante la suggestiva metafora già menzionata in apertura di capitolo, formulata da Ugo Patroni Griffi secondo cui «i *covenants* non sono un abito *prêt-à-porter*, ma un vestito sartoriale»¹³⁴. Tale immagine non si limita a evocare un'idea estetica di personalizzazione, ma ne coglie l'essenza giuridica e funzionale, esprimendo con efficacia la natura intrinsecamente flessibile e adattabile di questi strumenti contrattuali. I *covenants*, infatti, non possono essere concepiti come clausole standardizzate, applicabili indistintamente a qualunque realtà aziendale, richiedendo una modellazione puntuale e specifica, calibrata sulle peculiarità dell'impresa e sulle sue prospettive di sviluppo.

La capacità di cucire su misura queste clausole rende i *covenants* strumenti non solo di tutela del credito, ma anche di *governance* proattiva, in grado di favorire lo sviluppo sostenibile (come si avrà modo di approfondire nel secondo capitolo di questo lavoro), ma anche di adattarsi alla trasformazione del mondo societario. Si pensi, a quest'ultimo proposito, all'uso dei *covenants* nelle *start-up* tecnologiche e nei contratti di *venture capital*, che rappresenta oramai una pratica consolidata¹³⁵. Le *start-up*, soprattutto nel settore tecnologico, operano in ambienti ad alta incertezza, dove i modelli di *business* innovativi si accompagnano a una scarsità di risorse iniziali e a una forte dipendenza dai finanziamenti esterni. In questo contesto, i *covenants* non si limitano a fungere da garanzie indirette, ma assumono un ruolo strategico nella gestione dei rischi e nel supportare la crescita aziendale.

¹³⁴ Così U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, o.c., p. 608.

¹³⁵ Si v. l'articolo *Venture Capitalist: chi sono? quando investono?* di *Startup Geeks*, consultabile su <https://www.startupgeeks.it/venture-capitalist/>, che descrive come i *venture capitalist* utilizzino clausole contrattuali per proteggere i loro investimenti e orientare la crescita delle *start-up*.

Nei contratti di *venture capital*, i *covenants* infatti sono utilizzati sia per proteggere l'investimento degli investitori sia per garantire che la *start-up* segua un percorso di sviluppo coerente con gli obiettivi condivisi. Spesso, questi strumenti si manifestano sotto forma di clausole comportamentali che obbligano l'impresa a intraprendere azioni specifiche o a rispettare determinati limiti operativi. Per esempio, i *covenants* possono prevedere l'obbligo di presentare *report* finanziari periodici, fissare traguardi di crescita da raggiungere, o destinare i fondi ricevuti esclusivamente ad attività strategiche come la ricerca e sviluppo. Tali clausole non solo consentono agli investitori di monitorare l'andamento dell'impresa, ma creano anche una struttura di *governance* che promuove l'efficienza nella gestione delle risorse.

Nel caso delle *start-up* tecnologiche, alcune clausole assumono una rilevanza particolare. Un esempio significativo è rappresentato dalle clausole che tutelano la proprietà intellettuale, imponendo all'impresa di proteggere i propri brevetti, marchi o *software*, spesso il principale *asset* aziendale. Altre clausole, come quelle di diluizione, garantiscono agli investitori il mantenimento della loro partecipazione in caso di nuovi round di finanziamento, mentre le clausole di *lock-in* vincolano i fondatori a rimanere nell'azienda per un certo periodo, assicurando la continuità della *leadership*.

Un esempio concreto dell'uso dei *covenants* si riscontra nei finanziamenti a *start-up* basate su tecnologie di intelligenza artificiale (IA). Immaginiamo una *start-up* che sviluppi un *software* per il *machine learning*, una tecnologia con alto potenziale di mercato ma anche con costi significativi legati alla ricerca e sviluppo. In un contratto di *venture capital*, i *covenants* potrebbero includere l'obbligo di destinare almeno il 70% dei fondi ricevuti allo sviluppo tecnologico, evitando distrazioni di risorse verso attività non strategiche,

come il *marketing* in una fase troppo precoce del ciclo aziendale. Inoltre, il contratto potrebbe prevedere che la *start-up* aggiorni trimestralmente gli investitori sui progressi tecnici e finanziari del progetto attraverso *report* dettagliati.

Nel campo della proprietà intellettuale, un caso interessante si potrebbe rintracciare nei contratti con *start-up biotech*. Una giovane impresa che sviluppa un farmaco innovativo potrebbe essere obbligata, tramite *covenant*, a depositare i brevetti su scala internazionale entro una certa scadenza. Tale clausola garantisce agli investitori che l'*asset* principale della *start-up* – la proprietà intellettuale – sia adeguatamente protetto, minimizzando il rischio di appropriazione indebita da parte di concorrenti.

Questi esempi concreti dimostrano come i *covenants* non siano semplicemente strumenti di controllo, ma anche leve strategiche che, se utilizzate correttamente, possono supportare lo sviluppo di nuove realtà imprenditoriali in settori innovativi e ad alto rischio. Essi creano un equilibrio tra protezione dell'investimento e promozione di una crescita sostenibile, confermando la loro centralità nei contratti di venture capital. Tuttavia, la loro applicazione richiede una calibrazione accurata per evitare effetti controproducenti e garantire un rapporto collaborativo tra le parti.

CAPITOLO 2

I *covenants* nel contesto contemporaneo:

ESG, *privacy* e risposte alla crisi pandemica.

2.1. *Covenants* ESG: strumenti per la transizione verso una finanza sostenibile.

Negli ultimi anni, il dibattito pubblico ha evidenziato un sempre maggiore interesse verso le questioni ambientali, spesso alimentato dalla maggiore consapevolezza degli effetti tangibili del cambiamento climatico e delle sue profonde implicazioni socio-economiche.

Il quadro delineato dal *Green Deal* europeo, insieme alla decisa spinta nazionale verso la transizione ecologica, sintetizzata nel “manifesto” del PNRR, ha portato i legislatori europei a intensificare gli sforzi per definire una strategia di sviluppo sostenibile¹³⁶. Tale

¹³⁶ Il principio dello sviluppo sostenibile, originariamente formulato nel celebre “Rapporto Brundtland” del 1987, si impone quale fondamento cardine nel dibattito contemporaneo sulla dialettica tra progresso economico, sociale e tutela ambientale. Tale nozione, definita all’interno del RB come «*lo sviluppo che soddisfi i bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri*», si distingue per il suo fascino universale e per la capacità di aggregare consenso attorno ad un ideale condiviso. Nondimeno, essa è stata sovente tacciata di indeterminatezza, giacché implica l’arduo compito di prefigurare bisogni futuri attraverso le categorie valutative del presente, le quali, inevitabilmente, si rivelano contingenti e potenzialmente inadeguate. L’apparente antinomia insita nel concetto emerge dalla sua doppia tensione: da un lato, esso postula l’esigenza di un continuo progresso volto al miglioramento delle condizioni di vita; dall’altro, impone un limite intrinseco legato alla capacità dell’ecosistema di sostenere tale sviluppo. Ne nasce un dibattito cruciale, tutt’ora in corso, sull’ordine di priorità tra tutela ambientale e

piano ambizioso mira a trasformare l'Europa in una società ad “impatto climatico zero”, perseguendo l'obiettivo, sancito dal *Green Deal*, di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. Il mercato finanziario si è in qualche modo gradatamente allineato a questo obiettivo elaborando il concetto di “finanza sostenibile”¹³⁷ attraverso l'adozione dei criteri ESG (acronimo di *Environmental Social Governance*).

Per introdurre correttamente il tema degli ESG *Covenants*, è imprescindibile partire dal concetto di “sostenibilità”, un termine intrinsecamente multidisciplinare e ricco di sfumature.

La sostenibilità, nella sua essenza concettuale, si presenta quale nozione multiforme e pluridimensionale, situata al crocevia di discipline eterogenee e capace di assurgere, al contempo, a principio generale dell'agire umano. Concepita in origine quale risposta alle pressanti istanze ecologiche, essa ha progressivamente assunto un significato più ampio, inglobando le dimensioni sociali ed economiche e oggi il vocabolo sintetizza la necessità

crescita economica, con posizioni che oscillano tra chi concepisce la salvaguardia ambientale come subordinata allo sviluppo e chi, viceversa, sostiene una prospettiva rovesciata, in cui il progresso economico e sociale si configura quale strumento volto a garantire la protezione dell'ambiente. Questa inversione ermeneutica ha dato origine all'idea di una “protezione sostenibile”, la quale eleva la salvaguardia ambientale a presupposto imprescindibile, ribaltando la subordinazione tradizionale. In tale ottica, la priorità si concentra sull'evitare il superamento delle soglie di sostenibilità ecologica, rendendo la tutela dell'ambiente non già un corollario, ma il nucleo centrale di ogni strategia di sviluppo. Nonostante le difficoltà teoriche e applicative che il principio dello sviluppo sostenibile inevitabilmente reca con sé, esso si configura come un paradigma imprescindibile per l'elaborazione di politiche globali, richiedendo un costante e raffinato equilibrio tra progresso e conservazione, in un contesto dinamico e aperto ai mutamenti delle esigenze sociali e ambientali. V. così M. PENNASILICO, *Sviluppo sostenibile, legalità costituzionale e analisi “ecologica” del contratto*, in *Persona e Mercato – Saggi*, 2015, 48, liberamente consultabile all'indirizzo <http://www.personaemercato.it/wp-content/uploads/2015/05/Pennasilico.pdf>. In questo senso, gli ESG *covenants* si configurano non solo come strumenti di regolazione finanziaria, ma anche come veicoli per la concretizzazione dei principi di sviluppo sostenibile di cui si è detto, traducendo aspirazioni normative e morali in obbligazioni giuridiche e operative capaci di guidare il comportamento di imprese e investitori verso un equilibrio virtuoso tra crescita economica e responsabilità ambientale e sociale.

¹³⁷ V. BANCA D'ITALIA, *Finanza sostenibile*, consultabile su <https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/index.html>.

di garantire un equilibrio tra le necessità del presente e i diritti delle generazioni future, superando l'egoismo individuale¹³⁸.

I fondamenti della sostenibilità si articolano tradizionalmente in tre direttrici principali: l'ambiente, la società e l'economia. Detta tripartizione concettuale incarna il tentativo di perseguire un progresso economico che non comprometta la capacità del pianeta di rigenerarsi, che assicuri la coesione sociale in un contesto di *aequitas* e che promuova una gestione delle risorse ispirata a criteri di prudenza e di altruismo. Tali elementi, interconnessi in una relazione di reciproca causalità, postulano un'azione armonica per evitare che la carenza di equilibrio in uno di essi possa determinare un collasso sistemico¹³⁹. Sul piano culturale, la sostenibilità si è affermata come un vero e proprio paradigma universale, che ispira stili di vita, modelli educativi, decisioni politiche e orientamenti sociali, trascendendo la sua matrice tecnico-scientifica per divenire una norma guida del vivere civile. Essa diviene una "lente culturale" attraverso cui si valutano il progresso, la giustizia e il benessere di una società, integrando aspetti etici, sociali ed economici in una prospettiva unitaria e orientata al futuro.

Questo paradigma impone a istituzioni pubbliche, attori privati e cittadini l'onere di adottare comportamenti e decisioni che rispettino i limiti naturali del pianeta e promuovano il benessere collettivo, in un'ottica di corresponsabilità e solidarietà

¹³⁸ Sul tema si veda ampiamente E. CATERINI, *Sostenibilità e ordinamento civile. Per una riproposizione della questione sociale*, vol. 4, in *Pubblicazioni dell'ADP. Sez. Studi e lezioni / Associazione dei dottorati di diritto privato*, Napoli, 2018.

¹³⁹ Cfr. sul tema M. PENNASILLICO, *Sviluppo sostenibile e "contratto ecologico": un altro modo di soddisfare i bisogni*, in *Rassegna di diritto civile*, 2016, p. 1315 ss., nonché ID, *Sviluppo sostenibile, legalità costituzionale e analisi "ecologica" del contratto*, in *Persona e Mercato – Saggi*, cit., 48 ss. e ID, *Annuario di diritto dell'energia*, Il Mulino, 2016, 79 ss.

globale¹⁴⁰. Non si può, quindi, ignorare la natura intrinsecamente dinamica e fluida del concetto di sostenibilità, che si adatta ed evolve in risposta alle pressanti sfide delle mutazioni climatiche, delle disuguaglianze sociali e delle emergenze economiche di portata mondiale¹⁴¹. Lungi dall'essere una nozione statica, la sostenibilità si configura come un principio *in fieri*, capace di incorporare innovazione, resilienza e giustizia intergenerazionale. Tale trasformazione continua sottolinea l'urgenza di un approccio olistico e collaborativo che coinvolga tutti gli attori della società civile, riconoscendo che la tutela della comunità futura non può prescindere da un equilibrio tra progresso umano, equità sociale e rispetto per gli ecosistemi naturali.

La natura multiforme e pluridimensionale della sostenibilità, che si colloca al crocevia di esigenze ambientali, sociali ed economiche, trova una declinazione pratica nella sua applicazione al mondo finanziario e aziendale. Nel caso dell'impresa, la sostenibilità implica non solo la capacità di mantenere la propria continuità operativa nel medio-lungo periodo, adottando strategie prudenti ed equilibrate, ma anche l'obbligo di evitare externalità negative che compromettano l'ambiente, il clima, i diritti sociali e civili o la salute pubblica¹⁴². In questa prospettiva, un'impresa sostenibile è necessariamente

¹⁴⁰ Tale impostazione trova fondamento peraltro nell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, che con i suoi 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile richiama esplicitamente l'esigenza di un'azione condivisa e multilivello per affrontare le sfide ambientali, sociali ed economiche del nostro tempo. Anche il principio di sviluppo sostenibile, riconosciuto dall'art. 3 del Trattato sull'Unione Europea sottolinea la necessità di bilanciare progresso economico, equità sociale e tutela dell'ambiente.

¹⁴¹ Questo continua si riflette nei meccanismi di aggiornamento normativo e nelle linee guida elaborate a livello internazionale, come i rapporti dell'IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change) e i principi delineati nel *Green Deal* europeo.

¹⁴² Si v. S.A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022, 69. Si v. anche, ampiamente, A. RIZZO, *Covenant e valutazioni qualitative per la concessione del credito*, Cuneo, 2018, consultabile su <https://www.collegio.geometri.cn.it/Upload/CGC/1957/Allegati/Covenant%20e%20valutazioni%20qualitative%20per%20la%20concessione%20del%20credito%20a%20cura%20di%20Alberto%20Rizzo.pdf>.

socialmente responsabile, in quanto agisce in un'ottica di tutela degli equilibri naturali e sociali¹⁴³.

Lo stesso dualismo di significato si riflette nel concetto di “credito sostenibile” che può essere interpretato su due livelli distinti ma complementari. Da un lato, questo rimanda alla capacità del debitore di onorare il proprio impegno finanziario senza difficoltà, garantendo così la continuità economica del rapporto contrattuale e la stabilità del credito. È evidente che, da questa prima prospettiva, l'argomento relativo ai *covenants*, intesi come strumenti volti a garantire la sostenibilità finanziaria di un prestito, potrebbe apparire di interesse scientifico limitato. I *covenants*, infatti, come si è detto, hanno lo scopo precipuo di garantire al finanziatore il rimborso del prestito, e quindi in qualche modo già assolvono alla funzione di sostegno al credito. Non a caso, la letteratura li definisce spesso come si è visto, “strumenti di garanzia preventiva”, utilizzando il termine “garanzia” in una accezione non tecnica, ma intesa a sottolineare il loro ruolo cautelativo rispetto alla solvibilità del debitore¹⁴⁴. Da questo punto di vista, la sostenibilità del credito sarà trattata piuttosto in relazione ai profili di nullità dello stesso *covenant*, considerando come tali profili possano incidere sulla funzione di tutela del finanziatore e, di riflesso, sulla sostenibilità – intesa in questo caso come sinonimo di stabilità – complessiva del credito.

¹⁴³ Il medesimo significato del termine “sostenibile” emerge invero già – come riportato da G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in *Riv. dir. bancario*, 4, 2023, 67 ss. – dal “Rapporto Brundtland”.

¹⁴⁴ Cfr. G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, *op. cit.*, p. 61.

Nella seconda accezione, invece, il concetto di “credito sostenibile” acquista tutt’altro significato e si riferisce alla stessa struttura negoziale del contratto di prestito (in cui sono inseriti i *covenants*), che sia idoneo a realizzare specifici obiettivi ambientali, sociali e di *governance* aziendale. Il rispetto di determinati parametri in termini di politica sostenibile adottata dall’azienda ha un suo riflesso anche in termini di appetibilità sul mercato delle azioni emesse dall’azienda che dimostri di essere – a norma grazie ai *covenants* – virtuosa in tema di politiche *green*. Gli investitori, infatti, valutano sempre più quanto sia sostenibile il progetto imprenditoriale in cui intendono di investire. I c.dd. criteri ESG (*Environmental, Social, Governance*) non solo prendono in considerazione gli aspetti sociali e di *governance* dell’impresa, ma analizzano anche le politiche, le pratiche e le *performance* che le aziende mettono in atto per limitare l’impatto ambientale¹⁴⁵.

Si parla in questo caso di *ESG Covenants* e cioè dei *covenants* che impongono obblighi specifici all’impresa finanziata per garantire pratiche aziendali sostenibili. Si pensi per fare un esempio ad un contratto di finanziamento mirato all’efficientamento energetico e alla modernizzazione degli impianti produttivi, contratto che includa, ad esempio, obblighi finalizzati alla riduzione delle emissioni di carbonio, ovvero si pensi all’adozione di

¹⁴⁵ Il Finanziamento *Futuro Sociale* di UniCredit, <https://www.unicredit.it/it/corporate/finanziamenti/prodotti-di-finanziamento/finanziamento-futuro-sociale.html>, è un esempio di finanziamento orientato a obiettivi ESG, dal momento che incentiva le imprese a migliorare il proprio impatto sociale sul mercato. Nello specifico, questo finanziamento è rivolto ad aziende con un fatturato superiore a 2 milioni di euro e prevede una durata tra i due e i dieci anni. Alle imprese che si impegnano a raggiungere almeno due obiettivi sociali specifici viene offerta una riduzione del tasso di interesse. Tra gli obiettivi perseguibili vi sono iniziative di *welfare* aziendale, come la predisposizione da parte dell’azienda di programmi e *benefit* per i dipendenti, l’aumento dell’indice di soddisfazione del personale, la riduzione degli infortuni sul lavoro e un incremento della formazione annuale su temi ESG. Sono inoltre previsti obiettivi legati alla diversità e inclusione, tra cui un incremento della percentuale di dipendenti appartenenti a categorie protette, l’aumento della rappresentanza femminile nelle nomine a ruoli direttivi e nei vertici aziendali. Altri *target* riguardano il sostegno ai giovani e alla comunità locale, come l’avviamento e l’assunzione di giovani, attività di donazione a organizzazioni non profit e iniziative di sensibilizzazione alla sostenibilità.

politiche sociali di tutela della diversità ed inclusione sul mercato del lavoro. Si parla, in tutti questi casi, di *covenants* che potremmo definire “green”, e cioè concepiti per soddisfare le esigenze della attuale generazione senza compromettere ed anzi tutelando le generazioni future¹⁴⁶. Gli *ESG Covenants* finiscono così per essere cruciali in un mercato, quale quello attuale, in cui le aziende devono rispondere non solo ai propri azionisti, ma anche ad un più ampio spettro di *stakeholder*, tra cui i regolatori ambientali e la stessa società civile, ormai sempre più sensibile alle materie etiche e ambientali. L'introduzione di queste tipologie di *covenants* rappresenta un cambio di paradigma copernicano sul mercato finanziario, dal momento che l'ordine delle priorità sotteso al finanziamento sembra ribaltarsi e gli interessi (interni ed esterni al rapporto di finanziamento) finiscono inevitabilmente per interagire tra loro. Non v'è dubbio che la crescente attenzione dei mercati finanziari verso gli *ESG covenants* sia stata favorita da una serie di fattori esterni alla gestione di impresa propriamente detta (tra cui la pressione esercitata degli investitori, così come si pensi all'adozione di normative sempre più severe sulle suddette tematiche ambientali, insieme ad un cambiamento delle aspettative sociali in termini di etica dell'attività di impresa¹⁴⁷). Del resto già da tempo sono in circolazione – soprattutto nel

¹⁴⁶ Così G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, op. cit., p. 61. È una finalità in linea con la nota definizione di “sviluppo sostenibile” contenuta nel Rapporto Brundtland che definisce lo sviluppo sostenibile “*development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*”. Cfr. anche M. PENNASILICO, *Sviluppo sostenibile, legalità costituzionale e analisi “ecologica” del contratto*, in *Persona e Mercato – Saggi*, 2015, 48 ss., liberamente consultabile all'indirizzo <http://www.personaemercato.it/wp-content/uploads/2015/05/Pennasilico.pdf>.

¹⁴⁷ Per una analisi approfondita sulle ragioni alla base della svolta registrata sul mercato del credito in termini di sostenibilità, si v. in particolare, M. LIBERTINI, *Gestione “sostenibile” delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. impr.*, 2023, 54 ss. L'autore esamina come l'adozione di pratiche di gestione sostenibile influenzi la discrezionalità degli imprenditori. Analizza l'evoluzione del concetto di responsabilità sociale d'impresa verso la sostenibilità, considerando le proposte normative europee e le modifiche costituzionali italiane. Nel lavoro viene quindi valutata l'integrazione dei principi ESG

mercato finanziario internazionale – strumenti finanziati nati proprio per incentivare attività di impresa sostenibile, nel senso a cui si è appena accennato. È il caso, per esempio, dei c.dd. *sustainability-linked loans*, i quali mirano a promuovere la sostenibilità aziendale complessiva, oppure i *green loans* e i *social loans*, che perseguono rispettivamente obiettivi ambientali, ovvero di ambito sociale. Nello specifico, i *sustainability-linked loans* (*SLL*) sono una tipologia di finanziamento in cui le condizioni del prestito (come ad esempio) il tasso di interesse, sono legate al raggiungimento di specifici obiettivi di sostenibilità da parte dell'impresa finanziata. Questi obiettivi possono riguardare la *performance* ambientale, sociale o di *governance* (ESG) dell'azienda. A differenza dei *green loans*, che devono essere utilizzati per finanziare progetti specificamente sostenibili (come impianti di energie rinnovabili), i *SLL* non impongono una destinazione vincolata per i fondi. In pratica, un'azienda può utilizzare i fondi per scopi generali, ma riceve incentivi se riesce a migliorare o raggiungere determinati KPI (*Key Performance Indicators*) di sostenibilità. Se l'impresa soddisfa questi obiettivi, può beneficiare di condizioni migliorate, come una riduzione del tasso di interesse. Viceversa, se non raggiunge gli obiettivi prefissati, potrebbe subire un aumento dei costi del finanziamento. Questo

(*Environmental, Social, Governance*) nel diritto societario italiano vigente, evidenziando le implicazioni per la governance aziendale e i limiti posti alla libertà decisionale degli imprenditori; in argomento si v. anche M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Rivista del Commercio Internazionale*, 2023, 63 ss., il quale evidenzia come le direttive europee abbiano integrato i fattori ESG nelle politiche di investimento, imponendo agli intermediari finanziari obblighi informativi e di trasparenza. L'autore discute le sfide operative per gli operatori del settore e le opportunità derivanti dall'adozione di pratiche sostenibili, evidenziando l'importanza di una corretta implementazione delle normative per garantire la tutela degli investitori e promuovere investimenti responsabili; infine, inter alia, si v. anche T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, 1, 607 ss.: l'autore analizza le iniziative dell'Unione Europea volte a promuovere la finanza sostenibile, come il *Green Deal* e la *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), e il loro impatto sulle imprese in termini di obblighi di disclosure e di governance.

meccanismo naturalmente stimola l'impresa ad implementare la politica ESG nella propria gestione, promuovendo la sostenibilità aziendale complessiva e incentivando pratiche responsabili¹⁴⁸. Sempre a livello internazionale le associazioni di categoria hanno cercato di definire e regolamentare il fenomeno, elaborando linee guida e principi in materia¹⁴⁹, a cui i vari operatori del settore dovrebbero uniformarsi per conseguire i richiesti *standard* di sostenibilità¹⁵⁰. In Europa, l'Autorità Bancaria Europea (EBA) nel 2020 ha introdotto delle linee guida per la concessione e il monitoraggio di prestiti legati alla sostenibilità, concentrandosi in particolare sui *green loans*, ossia sui prestiti finalizzati a progetti ambientalmente sostenibili, con l'obiettivo di indurre gli istituti di credito europei a sviluppare *policy* e procedure idonee a sostenere progetti che rispettino specifici criteri

¹⁴⁸ Si v. sul tema, per un approfondimento del tema nel contest creditizio statunitense, J. DALY, C.G. BOIES E E. AGHEDO, *ESG and sustainability-linked provisions in U.S. credit agreements*, in *The Banking Law Journal*, 2023, 194 ss.; sul punto si v. anche F. BERTELLI, *Autonomia negoziale e iniziativa economica privata alla luce delle modifiche degli artt. 9 e 41 Cost.*, in *Rivista diritto dell'impresa*, n. 3, 3023.

¹⁴⁹ si v. ad esempio il documento “*Sustainability-Linked Loan Principles*” del 22 febbraio 2023, redatto congiuntamente dalla *Loan Syndications and Trading Association* (LSTA), dalla *Loan Market Association* (LMA) e dall’*Asia Pacific Loan Market Association* (APLMA), consultabile all’indirizzo <https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/> che fornisce un quadro di riferimento per i prestiti legati alla sostenibilità (*Sustainability-Linked Loans* o SLL). Il documento in particolare delinea cinque componenti linee direttrici per strutturare un SLL: prima di tutto occorre selezionare i c.dd. “Indicatori Chiave di Prestazione” (*Key Performance Indicators* - KPI), cioè gli obiettivi ambientali che riflettano le priorità ESG del mutuatario. Successivamente, bisognerebbe calibrare gli Obiettivi di Performance Sostenibile (*Sustainability Performance Targets* - SPT), stabilendo i traguardi che il mutuatario si impegna a raggiungere. A questo punto si può procedere a determinare le condizioni finanziarie del prestito (come ad esempio i tassi di interesse) che possono variare in base al raggiungimento degli SPT. Il documento prevede anche la possibilità di inserire nel contratto una specie di “*covenants* informativo”, ovvero il “*reporting*”, cioè l’impegno del mutuatario a fornire aggiornamenti regolari e trasparenti sui progressi verso gli SPT. A tutela di entrambe le parti del contratto è infine previsto il coinvolgimento di revisori esterni per assicurare l’accuratezza e la credibilità delle informazioni riportate.

¹⁵⁰ Cfr. G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, op. cit., p. 63.

ambientali, garantendo così una gestione più trasparente e responsabile dei finanziamenti¹⁵¹.

In conclusione, si assiste negli ultimi anni ad un crescente tentativo di contemperare per un verso l'interesse economico immediato del finanziatore (che riguarda la capacità del debitore di rimborsare senza difficoltà il prestito, garantendo così la sicurezza del credito), e per altro verso la salvaguardia dell'ambiente e, più in generale, del futuro della società civile. Da questo coacervo di interessi interni ed esterni deriva una evoluzione ulteriore del concetto di sostenibilità: si potrebbe affermare – come già sostenuto in dottrina¹⁵² – che le due visioni di sostenibilità innanzi descritte – e cioè la sostenibilità finanziaria tradizionale e la sostenibilità ESG – siano in realtà interconnesse e complementari nel contesto del credito bancario. È facile comprendere infatti come un evento climatico avverso possa influire negativamente sull'attività di un'impresa, compromettendo la sua stabilità economica e finanziaria e quindi la capacità di rimborsare un finanziamento; in questo caso, il rischio climatico si configura come “rischio fisico”. Allo stesso modo, i mutamenti normativi volti a favorire la transizione

¹⁵¹ Il documento è liberamente consultabile su https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/Translations/886685/Final%20Report%20on%20GI%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring_COR_IT.pdf. Per quanto riguarda i prestiti concessi alle imprese, l'EBA ha stabilito che gli istituti di credito debbano adottare un approccio trasparente, e che, prima di concedere il prestito, le banche debbano valutare se il progetto proposto dal cliente sia in linea con i criteri di sostenibilità ambientale. Questo processo di verifica aiuta a garantire che i fondi vengano effettivamente utilizzati per progetti con un impatto positivo sull'ambiente. Le banche devono anche accertarsi che il cliente sia in grado di monitorare e documentare adeguatamente l'uso dei fondi ricevuti. Questo passaggio è fondamentale per mantenere la trasparenza e dimostrare che il prestito sia stato destinato a iniziative green e mira a ridurre il rischio del c.d. “*greenwashing*”, ovvero l'uso improprio di finanziamenti *green* per finalità estranee all'ambito della sostenibilità.

¹⁵² Cfr. G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, op. cit. p. 65. V. anche F. RIGANTI, *Climate change e vigilanza prudenziale: questione di (semplici) “aspettative”?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, p. 1252 ss.

verso un'economia *green* potrebbero penalizzare le imprese che non si adeguano a quella nuova disciplina, con possibili ripercussioni negative sui loro creditori; in tale contesto, si parla di “rischio di transizione” (facendo riferimento proprio ai potenziali impatti economici e finanziari che possono conseguire all'introduzione di nuove leggi ambientali ovvero all'adozione di tecnologie più sostenibili)¹⁵³. I fattori ESG infatti, non sono solo obiettivi da perseguire positivamente, ma anche elementi di rischio che possono influire significativamente sulla capacità di un'impresa di rimborsare il prestito. Infatti, un'impresa che adotti una politica aziendale sostenibile dal punto di vista ESG ha spesso maggiori prospettive di solidità finanziaria nel lungo termine¹⁵⁴.

In realtà, le ragioni che potrebbero indurre il soggetto finanziatore ad imporre all'impresa finanziata un “*ESG covenants*” non sono sempre di immediata rilevazione, o comunque rispondono a logiche diverse¹⁵⁵. Nel caso del classico *covenant* che obblighi l'impresa come condizione di accesso e/o mantenimento della linea di credito all'utilizzo di fonti energetiche alternative ed a più basso costo, ebbene in questo caso è di immediata percezione il beneficio economico che deriva dal rispetto dei *covenants*: la riduzione dei costi di impresa di cui usufruisce il debitore implica vantaggi immediati in

¹⁵³ v. *Gestione dei rischi climatici*, BCE, in https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/managing_mitigating_climate_risk/html/index.it.html?utm_source=chatgpt.com.

¹⁵⁴ Sulle metodologie di valutazione qualitativa utilizzate dalle banche per determinare l'affidabilità creditizia delle aziende (considerando aspetti come la governance aziendale, la sostenibilità e altri fattori non strettamente finanziari), si v. A. RIZZO, *Covenant e valutazioni qualitative per la concessione del credito*, cit., in partic. 3 ss. L'autore offre una panoramica dettagliata sull'integrazione di questi strumenti nel processo decisionale delle banche di concessione del credito, evidenziando l'importanza di un approccio olistico nella valutazione del rischio creditizio, un approccio cioè che non consideri solo i dati finanziari di un'impresa.

¹⁵⁵ Cfr. G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, op. cit., p. 68. L'autore in particolare individua tre macrocategorie di ESG *Covenants*: ovvero i *covenants* progettati esclusivamente per promuovere obiettivi ESG, i *covenants* volti al monitoraggio e alla gestione dei rischi ESG e i *covenants* che svolgono entrambe queste funzioni.

termini di solidità finanziaria e conseguentemente di capacità di rimborso del credito. Più difficile è invece individuare le ragioni che potrebbero indurre la banca finanziatrice ad imporre all'impresa finanziata un ESG *covenant* che non abbia un diretto ed immediato impatto sulla redditività o in generale sui cicli economici dell'impresa finanziata. Si pensi ad un *covenant* che imponga all'azienda finanziata di assumere una percentuale maggiore di dipendenti appartenenti alle cosiddette categorie protette, ovvero ancora si immagini ad un *covenant* che richieda all'impresa di ridurre – gradatamente, in un arco di tempo – il consumo energetico dei propri impianti. Sembra non esserci in questi casi una correlazione diretta ed immediata tra il rispetto dei *covenants* e la redditività dell'impresa finanziata. Le motivazioni che potrebbero indurre allora il finanziatore ad adottare un *covenant* di questo tipo potrebbero allora essere molteplici. Innanzitutto, potrebbe trattarsi di un'autentica scelta etica del finanziatore svincolata da logiche di profitto¹⁵⁶, ed ispirata piuttosto da un sincero impegno nei valori ESG; in alternativa, ed in combinazione con la motivazione che precede, potrebbe trattarsi di una scelta strategica che ha comunque un impatto economico, seppur indiretto: un modo cioè per migliorare la propria immagine sul mercato, nella consapevolezza della

¹⁵⁶ Il dibattito tra etica e finanza è stato più volte attenzionato dalla dottrina, che si è spesso soffermata sulla definizione di “operatori di finanza etica” contenuta nell’articolo 111-*bis* del Testo Unico Bancario (TUB). Si v. in argomento E. MACCHIAVELLO, *Possono esistere “banche etiche”? La nuova definizione normativa di “operatori di finanza etica e sostenibile” tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, I, 188 ss.: con il contributo l'autrice esamina la definizione di “operatori di finanza etica e sostenibile” introdotta nel TUB e si interroga sulla reale praticabilità delle “banche etiche”. La definizione include infatti alcuni elementi distintivi (come la trasparenza nella gestione, il supporto a progetti che rispondono a bisogni collettivi e l'adesione a valori etici che limitano operazioni speculative o dannose per la comunità) che mal si conciliano con i meccanismi del contesto bancario tradizionale, dove più facilmente accade che il profitto e la normativa standard entrino in conflitto con l'etica e la sostenibilità; sul punto v. anche BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2022, 489.

crescente attenzione dei consumatori verso le tematiche ESG. Questo miglioramento per così dire “reputazionale” potrebbe – in una logica di *marketing* – attrarre nuovi clienti e investitori, specialmente se il finanziatore è un emittente di titoli sul mercato e quindi si rivolga ad una platea di investitori¹⁵⁷. Nella gestione dei portafogli, infatti, gli intermediari devono assicurarsi che le operazioni proposte siano in linea con le preferenze di investimento dei clienti e dunque tener conto della sensibilità del pubblico al tema della sostenibilità. In questo modo, promuovere obiettivi ESG potrebbe permettere al finanziatore di posizionarsi sul mercato come attore “sostenibile” e quindi di attrarre investimenti da parte di un mercato sempre più sensibile alla sostenibilità¹⁵⁸. Del resto, proiettando l’attenzione della banca finanziatrice sull’impresa finanziata, è agevole rilevare la correlazione esistente tra questo tipo di *covenants* e gli andamenti economici e finanziari dell’impresa. Ciò è rilevabile anche ragionando in termini per così dire “patologici”, e cioè di mancato rispetto di quei *covenants* da parte dell’impresa. In

¹⁵⁷ Nella ricerca di MSCI intitolata “*MSCI ESG Ratings in Global Equity Markets: A Long-Term Performance Review*”, condotta tra il 2017 e il 2022, è stato esaminato l’impatto dei *rating* ESG sulle *performance* e sul rischio dei titoli azionari nel lungo periodo nel mercato azionario globale. La ricerca ha evidenziato come le aziende con *rating* ESG più elevati abbiano registrato un rischio specifico inferiore rispetto ai loro concorrenti. Ne è emerso che il maggior rischio d’impresa associato a un’inadeguata gestione dei fattori ESG finisce per avere un impatto negativo sul *rating* aziendale, che a sua volta influisce sul costo del debito. Un *rating* più basso implica infatti la percezione di un rischio maggiore per i finanziatori, i quali sono indotti ad applicare tassi di interesse più elevati per compensare il rischio aggiuntivo, rendendo l’accesso al credito più oneroso per l’azienda. La ricerca è consultabile online su <https://www.msci.com/documents/10199/6d4f092c-e6bb-2fbd-ccc8-b9b6c5c4a718>.

¹⁵⁸ v. G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, op. cit., p. 68, il quale riflette anche sulla possibilità che questi *covenant* in futuro possano essere inclusi nei contratti di prestito anche per ottenere vantaggi in termini di requisiti patrimoniali, specie per gli enti creditizi. A sostegno di ciò, l’autore prende ad esempio l’art. 501-*quater* del *Capital Requirements Regulation* (documento UE che stabilisce requisiti di capitale e regole prudenziali per le banche e le istituzioni finanziarie e fa parte del c.d. pacchetto di Basilea III) che incarica l’Autorità Bancaria Europea di presentare, entro il 28 giugno 2025, una valutazione sull’opportunità di un trattamento prudenziale speciale per le esposizioni che mirano ad obiettivi ambientali o sociali.

quest'ultimo caso si potrebbero innescare eventi di “*step up*”, che implicano un aumento del tasso d'interesse sul prestito. Quello che accade in questi casi cioè, è che se l'azienda finanziata non raggiunge i *target* di sostenibilità previsti (ad esempio, non riduce la quantità delle emissioni di carbonio), il *covenant* è normalmente strutturato in modo che la banca finanziatrice potrebbe essere autorizzata ad applicare una maggiorazione del tasso e delle condizioni del prestito, se non addirittura invocare la decadenza dell'impresa finanziata dai benefici del termine nel finanziamento *sustainability-linked*¹⁵⁹. Ciò significa che il creditore ha la facoltà di richiedere il rimborso anticipato dell'intero importo, ponendo fine all'accordo prima della sua scadenza naturale. Come è agevole rilevare questo genere di *covenants*, con severe penalità previste in caso di inadempimento, si traducono in un efficace strumento negoziale per incentivare le imprese al rispetto degli impegni assunti in termini di politica ambientale¹⁶⁰.

¹⁵⁹ In riferimento al Finanziamento “Futuro Giovani, proposto da Unicredit, di cui si è già parlato, ad esempio, UniCredit può revocare le agevolazioni nel caso in cui gli obiettivi prefissati non vengano raggiunti, rendendo il *covenant* un forte incentivo per l'impresa a rispettare e monitorare le proprie performance sociali.

¹⁶⁰ Un altro esempio noto sul mercato di *green covenant* è rappresentato dal finanziamento *S-Loan* offerto da Intesa Sanpaolo. Questo prodotto finanziario è progettato per supportare le imprese negli investimenti sostenibili, con clausole che incentivano il miglioramento delle performance ESG. In particolare, l'*S-Loan* prevede una riduzione del tasso d'interesse al raggiungimento di specifici obiettivi di sostenibilità (concordati tra la banca e l'impresa finanziata). Tali obiettivi possono includere l'incremento dell'efficienza energetica, la riduzione delle emissioni di CO₂ o l'adozione di politiche aziendali orientate alla parità di genere. Il mancato raggiungimento di questi *target* può comportare la perdita dei benefici economici concessi, come la riduzione del tasso d'interesse, evidenziando l'importanza del rispetto dei *green covenants* nel contesto dei finanziamenti sostenibili, si v. <https://www.intesasanpaolo.com/it/business/prodotti/finanziamenti-per-imprese-investimenti-aziendali/finanziamento-imprese-investimenti-sostenibili.html>. Un altro esempio si rinviene nell'obbligazione di ENI, emessa per il periodo 2023-2028 e collegata al raggiungimento di specifici obiettivi di sostenibilità. Questo *bond* prevede un tasso annuo lordo del 4,30%, che rimarrà invariato fino alla scadenza solo se ENI riuscirà a raggiungere due *target* ESG chiave entro il 31 dicembre 2025, e cioè la *Riduzione della Net Carbon Footprint Upstream* (ENI si impegna cioè a ridurre l'impronta di carbonio legata alle sue operazioni *upstream* del 65% rispetto alla *baseline* del 2018) e l'aumento della Capacità di Produzione da Fonti Rinnovabili (nello specifico, l'azienda punta a raggiungere una capacità installata per la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili pari o

In conclusione, e riprendendo le fila del discorso sulla qualificazione giuridica dell'istituto in esame (affrontato nel primo capitolo), la circostanza che i *covenants* possano essere strutturati per perseguire finalità non strettamente riconducibili alla tutela del credito – come appena dimostrato per gli *ESG covenants*, spesso orientati ad obiettivi di natura etica, reputazionale o strategica – evidenzia ulteriormente l'inadeguatezza di una loro qualificazione giuridica esclusivamente in termini di strumenti di garanzia. Tale prospettiva si rivela infatti incapace di rappresentare adeguatamente l'eterogeneità e la polifunzionalità che caratterizzano l'istituto, dal momento che i *covenants* si configurano come clausole contrattuali dotate di un'intrinseca duttilità, idonea a modellarsi sulle specificità del rapporto negoziale e sugli interessi sostanziali sottesi. In tal senso, è utile rimarcare che i *covenants* non solo sfuggono ad una categorizzazione rigida e predefinita, ma – come già sostenuto nel primo Capitolo – si affermano come strumenti di *governance* negoziale ad elevata versatilità, in grado di conciliare esigenze di tutela patrimoniale con finalità proattive, spesso proiettate verso l'implementazione di valori sociali ed economici condivisi.

Se si attribuisce ai *covenants* una siffatta funzione che trascenda la mera garanzia, estendendosi alla gestione preventiva dei rischi e al controllo comportamentale, le

superiore a 5 GW). Se ENI riuscirà a raggiungere entrambi i *target*, il tasso d'interesse rimarrà al 4,30% per tutta la durata del *bond*. Diversamente, al mancato raggiungimento di anche uno solo dei due obiettivi, il tasso di interesse della cedola alla scadenza (10 febbraio 2028) subirà un incremento di 0,50%. Ancora, si v. la *IFC Exclusion List*, che è un elenco che definisce i tipi di progetti che la *International Finance Corporation* (IFC) non finanzia perché contrari a valori ESG, consultabile su <https://www.ifc.org/en/what-we-do/sector-expertise/sustainability/ifc-exclusion-list-2007>.

disposizioni contenute nella recente Direttiva (dir. 2024/1760/UE)¹⁶¹ sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* (CSDD)) appaiono come pienamente assimilabili all'istituto in esame. La Direttiva ridefinisce il quadro normativo europeo introducendo obblighi stringenti per le imprese, finalizzati a monitorare e garantire la conformità degli stessi a principi di sostenibilità, tutela dei diritti umani e protezione ambientale lungo l'intera "catena del valore"¹⁶². In tale contesto, le imprese sono tenute a integrare clausole contrattuali vincolanti con i propri *partner* diretti, estendendo tali vincoli anche ai rapporti indiretti, configurando così un sistema di garanzie contrattuali "a cascata". Questo approccio crea un sistema multilivello che non solo responsabilizza l'impresa capofila, ma garantisce che i principi di sostenibilità siano osservati in ogni segmento della filiera. È in questa logica che emerge il parallelismo con i *covenants*, poiché le clausole non operano come meri obblighi statici, ma come vincoli dinamici di gestione del rischio, destinati a precludere comportamenti opportunistici (il c.d. *moral hazard*, fenomeno di cui è già parlato) e prevenire danni reputazionali e/o normativi. Il coinvolgimento di tutte le parti della catena interessate, come lavoratori e comunità locali – per come tratteggiato nella direttiva – aggiunge un ulteriore livello di supervisione e legittimazione delle azioni aziendali. In questo senso, l'art. 4 della direttiva, richiede alle imprese di integrare la *due diligence* nelle politiche aziendali, attraverso codici di condotta e piani d'azione volti a prevenire violazioni dei diritti umani

¹⁶¹ Disponibile su <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2024/1760/oj>.

¹⁶² La catena del valore può essere definita come l'insieme integrato delle attività interne all'impresa e delle attività esterne ad essa collegate, che contribuiscono congiuntamente alla produzione di beni o all'erogazione di servizi. Essa include le operazioni proprie dell'impresa e quelle svolte da *partner* commerciali, clienti e fornitori, sia a monte (es. approvvigionamento di materie prime) che a valle (es. distribuzione, vendita e post-vendita).

e rischi ambientali. Questo obbligo vincola contrattualmente anche i *partner* commerciali a *standard* di conformità definiti, trasformandosi di fatto in un *covenant* informativo. Analogamente ai *covenants* finanziari, peraltro, detto obbligo fornisce alle imprese strumenti per monitorare e mitigare i rischi derivanti da comportamenti potenzialmente dannosi lungo la filiera. L'art. 7 amplia tale prospettiva richiedendo alle imprese di identificare e gestire rischi lungo la catena del valore, inclusi quelli relativi a fornitori indiretti¹⁶³. Questa disposizione attribuisce una responsabilità gestionale continua, dove la mappatura e la valutazione preventiva dei rischi e degli obiettivi di *due diligence* diventano elementi centrali. In un'articolazione siffatta degli obblighi in capo alla società e ai riflessi di quegli obblighi sui *partner* riecheggia di fatto il paradigma del *covenant*, che non si limita ad imporre un obbligo statico ma richiede un monitoraggio attivo delle condotte delle controparti. L'art. 8¹⁶⁴ della direttiva rappresenta poi il cuore del sistema di garanzie contrattuali a cascata previste nella recente normativa europea dal momento che stabilisce esplicitamente un meccanismo di continuità della responsabilità che rievoca la funzione tradizionale dei *covenants* come strumenti di monitoraggio e controllo del rischio. In conclusione, l'integrazione dei *covenants* nelle dinamiche aziendali contemporanee, anche alla luce della recente Direttiva CSDD, rappresenta

¹⁶³ “[...] 2. La politica relativa al dovere di diligenza di cui al paragrafo 1 è elaborata previa consultazione con i dipendenti della società e i loro rappresentanti e prevede tutti gli elementi seguenti: a) una descrizione dell’approccio della società al dovere di diligenza, anche a lungo termine; b) un codice di condotta che illustri le norme e i principi cui devono attenersi l’intera società e le sue filiazioni, nonché i partner commerciali diretti o indiretti della società, in conformità dell’articolo 10, paragrafo 2, lettera b), dell’articolo 10, paragrafo 4, dell’articolo 11, paragrafo 3, lettera c), o dell’articolo 11, paragrafo 5; e c) una descrizione delle procedure predisposte per l’integrazione del dovere di diligenza nelle pertinenti politiche della società e per l’esercizio del dovere di diligenza, comprese le misure adottate per verificare il rispetto del codice di condotta di cui alla lettera b) e per estenderne l’applicazione ai partner commerciali?”.

¹⁶⁴ “1. Gli Stati membri provvedono a che ciascuna società adotti misure adeguate per individuare e valutare gli impatti negativi, siano essi effettivi o potenziali, causati dalle proprie attività o da quelle delle sue filiazioni e, se collegate alla propria catena di attività, da quelle dei suoi partner commerciali [...]”.

un'evoluzione interessante nella gestione del rischio all'interno del sinallagma contrattuale. Tale evoluzione non solo mira a tutelare gli interessi economici del singolo (l'impresa finanziata nel caso dei *covenants*), ma si propone altresì di promuovere una *governance* responsabile che favorisca la sostenibilità a lungo termine lungo tutta la filiera produttiva, sottolineando la crescente importanza di un approccio che integri obiettivi economici e principi etici.

2.2. *Covenants* e *privacy*. Alcuni rilievi critici.

Tanto gli ESG *covenants* quanto i tradizionali *covenants* finanziari (in particolare gli *informative covenants*) impongono sfide significative per l'impresa finanziata in termini di costi organizzativi e gestionali che spesso finiscono per essere di una certa entità e dunque sono più difficilmente sostenibili per le PMI. Ma le maggiori criticità, per questo tipo di clausole, potrebbero affiorare dal coordinamento del relativo impianto negoziale con la disciplina sulle *privacy*¹⁶⁵. Difatti, il rispetto dei *covenants* impone spesso obblighi

¹⁶⁵ Su alcune criticità degli ESG *Covenants* si v. G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, op. cit., p. 73. L'autore rileva che la gestione di un flusso informativo così articolato e specifico non può non comportare notevoli sfide organizzative per l'impresa. Raccogliere e trasmettere dati su parametri come quelli ambientali o sociali richiede infatti competenze e sistemi informatici avanzati, in quanto si tratta di dati differenti dai tradizionali dati finanziari alla cui raccolta l'impresa è generalmente abituata. Per esempio, le aziende sono solitamente attrezzate per monitorare i propri dati contabili, di produzione o di *performance* economica, ma spesso non dispongono di infrastrutture idonee a raccogliere e analizzare con regolarità i dati ESG. Questo può comportare una nuova complessità gestionale. L'introduzione di covenant informativi di questo tipo può, inoltre, aumentare indirettamente i costi del finanziamento. L'azienda potrebbe trovarsi a dover investire risorse significative per adeguarsi alle nuove esigenze di compliance e garantire la corretta gestione e protezione dei dati trasmessi. Ad esempio, potrebbe dover implementare nuovi sistemi di monitoraggio e reportistica, investire in formazione o assumere personale specializzato nella gestione dei dati ESG. Tutto ciò sottrae inevitabilmente risorse che altrimenti sarebbero destinate alla produzione e alle attività principali dell'impresa. Un ulteriore punto critico evidenziato dall'autore riguarda le piccole e medie imprese (PMI),

informativi destinati al soggetto finanziatore che vanno ben oltre la semplice trasmissione dei dati patrimoniali e finanziari dell'impresa a cui viene concessa la linea di credito. Può accadere, infatti, e non rado accade, che il *covenant* obblighi l'impresa finanziata a trasmettere dati rilevanti relativi ai fattori ESG (*Environmental, Social, Governance*).

In questo scenario, l'impresa finanziata potrebbe essere tenuta, per esempio, a fornire periodicamente al finanziatore dati sulla composizione della forza lavoro, inclusi parametri specifici – definiti dal GDPR¹⁶⁶ “dati particolari” – come il genere, l'età, l'etnia, le condizioni di salute del dipendente (nel caso in cui ad esempio sia stato assunto un soggetto portatore di *handicap*), per monitorare l'inclusione e la diversità all'interno dell'azienda¹⁶⁷. È evidentemente del tutto legittima – nei rapporti interni tra banca finanziatrice e impresa finanziata – la finalità per cui è stata concepito questo flusso informativo, che è volto appunto a monitorare da parte della banca (ad esempio) il conseguimento del progetto di inclusione nell'ambito della forza lavoro aziendale, del

che potrebbero essere penalizzate da *covenants* ESG applicati in modo standardizzato e senza considerare le differenze strutturali tra le aziende. Molte PMI non hanno infatti le risorse necessarie per organizzare un sistema di raccolta e trasmissione dei dati ESG, né dispongono di una cultura aziendale incentrata sulla sostenibilità e sui rischi ESG. Questa carenza organizzativa potrebbe, paradossalmente, limitare l'accesso al credito per le imprese più piccole, le quali rischiano di trovarsi in una posizione di svantaggio rispetto alle aziende più grandi e strutturate.

¹⁶⁶ Il Regolamento generale sulla protezione dei dati, anche noto come GDPR (General Data Protection Regulation), è stato approvato con Regolamento UE 2016/679 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 aprile 2016 ed è applicabile a decorrere dal 25 maggio 2018.

¹⁶⁷ Il GDPR definisce i dati sensibili, o più precisamente i “dati particolari”, all'articolo 9, paragrafo 1. Si tratta di categorie di dati che rivelano informazioni particolarmente delicate, come l'origine razziale o etnica, le opinioni politiche, le convinzioni religiose o filosofiche e l'appartenenza sindacale. Rientrano tra i dati particolari anche i dati genetici, i dati biometrici utilizzati per identificare una persona in modo univoco, nonché i dati relativi alla salute, alla vita sessuale o all'orientamento sessuale della persona. Il GDPR prevede una protezione rafforzata per questi dati, vietandone in linea generale il trattamento, salvo che non sussistano condizioni specifiche che giustificano una deroga, come previsto dallo stesso articolo 9.

singolo dipendente che quell'impresa è stata chiamata a realizzare con il *covenant*. Tuttavia, quel flusso informativo ha spesso ad oggetto dati sensibili: è chiaro quali rischi connessi alla violazione della legge sulla *privacy* implica quel trattamento e la correlativa trasmissione di dati. Per esempio, se il creditore subisse un attacco informatico, questi dati potrebbero finire nella disponibilità di terze parti, con inevitabili violazioni della *privacy*.

Come è noto il tema della *privacy* è ormai centrale nella contrattualistica alla protezione dei dati è divenuta cruciale nei contratti moderni, soprattutto a seguito dell'entrata in vigore del GDPR. Le aziende sono tenute a garantire, in modo ormai sempre più pregnante, che le informazioni trasmesse – a qualsiasi titolo – non violino i diritti dei soggetti interessati. In questo contesto di protezione, v'è da chiedersi entro quali limiti l'impresa finanziata sia autorizzata a trattare e trasmettere quei dati alla banca finanziatrice, senza il consenso del soggetto (ad esempio il lavoratore dipendente) a cui quei dati sono riferibili.

Un approccio corretto al tema che contemperi, da una parte, la necessità del finanziatore di monitorare il rispetto delle finalità per cui la linea di credito è stata erogata e, dall'altra, l'esigenza dell'azienda finanziata di non violare la normativa sulla *privacy* potrebbe essere quello di considerare già nella fase di redazione dei *covenants* le tutele previste dal GDPR: si potrebbe ad esempio prevedere che l'impresa finanziata sia tenuta a trasmettere solo i dati strettamente necessari al monitoraggio degli obiettivi ESG, limitando la raccolta di informazioni sensibili, in conformità con il principio di “minimizzazione dei dati” previsto dall' art. 5, par. 1, lett. c), del GDPR. Questo principio impone infatti che i dati personali raccolti siano adeguati, pertinenti e limitati a quanto necessario rispetto alle

finalità per le quali sono trattati. Limitare la raccolta ai soli dati indispensabili ridurrebbe di fatto anche il rischio di trattamenti non autorizzati, ovvero il rischio di trafugamento dei dati medesimi. È altresì opportuno sottolineare che la minimizzazione dei dati non riguarda unicamente la quantità di informazioni trasmesse, ma anche il livello di dettaglio e la modalità con cui queste informazioni vengono condivise. Ad esempio, laddove possibile, sarebbe preferibile l'uso di dati pseudonimizzati o aggregati, che riducono significativamente i rischi legati a un eventuale utilizzo improprio o a una violazione della sicurezza¹⁶⁸. Sarebbe forse anche auspicabile un intervento normativo finalizzato a predisporre un obbligo, per il finanziatore, di adottare tecnologie avanzate di sicurezza informatica, come la crittografia *end-to-end* per i dati trasmessi e archiviati, al fine di ridurre il rischio di accesso non autorizzato in caso di attacchi informatici¹⁶⁹.

Per garantire la conformità con il GDPR, il contratto potrebbe inoltre prevedere una responsabilità condivisa tra impresa e finanziatore per la gestione di eventuali incidenti di sicurezza, includendo protocolli per la comunicazione tempestiva e trasparente delle violazioni dei dati personali (*data breach*)¹⁷⁰. Infine, al fine di promuovere la trasparenza

¹⁶⁸ La trasformazione dei dati in forma anonima o pseudonimizzata, prima della loro trasmissione al finanziatore, sarebbe di fatto in linea con le misure di sicurezza richieste dal GDPR, poiché ridurrebbe il rischio di identificazione diretta o indiretta degli interessati (art. 32, par. 1). Inoltre, anonimizzare o pseudonimizzare i dati rispetterebbe anche il principio di integrità e riservatezza previsto dall'art. 5, par. 1, lett. f), proteggendo i dati da accessi non autorizzati.

¹⁶⁹ E ciò in linea con quanto già previsto dall'art. 32 del GDPR che impone l'adozione di misure tecniche e organizzative adeguate per garantire un livello di sicurezza adeguato al rischio. La crittografia dei dati, sia in transito che in archiviazione, risponde infatti proprio alla necessità di proteggere i dati da accessi non autorizzati, salvaguardando l'integrità delle informazioni trasmesse.

¹⁷⁰ Il *data breach*, o "violazione dei dati personali", è definito dal GDPR all'art. 4, par. 12. Si tratta di una violazione di sicurezza che comporta la distruzione, la perdita, l'alterazione, la divulgazione non autorizzata o l'accesso ai dati personali trasmessi, conservati o comunque trattati. L'articolo 33 del GDPR riguarda la notifica delle violazioni di dati personali (*data breach*) alle autorità di controllo. Nello specifico, prevede che, in caso di violazione dei dati personali, il titolare del trattamento sia tenuto a notificare l'incidente

e mantenere un rapporto di fiducia tra le parti, sarebbe auspicabile prevedere, già nella fase di stipula del contratto, un sistema di *audit* e verifica periodica sull'adeguatezza delle procedure di trattamento dei dati personali. Questo approccio non solo garantirebbe la *compliance* con la normativa, ma permetterebbe di aggiornare costantemente le pratiche di gestione dei dati in funzione di eventuali evoluzioni normative o tecnologiche, mantenendo un equilibrio tra le esigenze del creditore e quelle dell'impresa finanziata¹⁷¹.

2.3. L'impatto del COVID-19 sui *covenants*. Clausola *Waiver* e obbligo di rinegoziazione.

La pandemia da COVID-19 ha avuto un impatto significativo sui *covenants*, mettendo a dura prova la loro operatività sul mercato del credito. Le imprese hanno avuto notevoli difficoltà nel rispettare gli obblighi contrattuali assunti nei confronti della banca finanziatrice in conseguenza della restrizione dei volumi di vendita ed in molti casi per effetto del blocco delle attività¹⁷² con inevitabili discostamenti rispetto al *business plan*

all'autorità competente entro 72 ore dal momento in cui ne viene a conoscenza, a meno che sia improbabile che la violazione presenti un rischio per i diritti e le libertà delle persone fisiche.

¹⁷¹ Ciò garantirebbe il rispetto del principio di *accountability* (responsabilizzazione), previsto dall'art. 5, par. 2, e dagli artt. 24 e 25 GDPR. Questi articoli richiedono ai titolari del trattamento di dimostrare la conformità al GDPR attraverso misure tecniche e organizzative. Gli audit periodici permettono di verificare che le misure di protezione siano effettive e adeguate alle circostanze, e garantiscono che il trattamento dei dati rispetti i requisiti normativi e di sicurezza richiesti dal GDPR.

¹⁷² Come Correttamente rilevato da M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, 2020, consultabile su <https://www.diritto bancario.it/art/covid-19-deterioramento-del-merito-creditizio-e-finanziamenti-garantiti-da-covenants/>, "tipicamente [...] per concedere un finanziamento, la banca richiede all'impresa mutuataria l'elaborazione e l'implementazione di un *business plan* che le consenta di generare *cash flow* idonei a garantire il rimborso del capitale erogato e degli interessi, secondo i termini contrattualmente pattuiti. *Business plan* che, come ovvio, sarà predisposto tenendo conto della prevedibile evoluzione della situazione economico-finanziaria dell'impresa. Ebbene, la diffusione del COVID-19 e la conseguente imposizione del divieto di regolare svolgimento dell'attività d'impresa per un periodo di circa due mesi non possono di certo ritenersi fatti prevedibili al momento della redazione del *business plan* e

sottoposto alla banca al momento della accensione della linea di credito: ne è derivata una diffusa prassi, anche sul mercato del credito, di rinegoziazione dei contratti di finanziamento, spesso con una certa indulgenza nella applicazione delle clausole del contratto che ne prevedono la risoluzione in ipotesi di inadempimento o insolvenza dell'impresa finanziata.

Un altro effetto della crisi pandemica è stata l'intensificazione in generale dei controlli sull'impresa finanziata da parte del sistema bancario, con un monitoraggio più rigoroso e frequente delle *performance* aziendali, spingendo le banche a implementare strumenti digitali e reportistica in tempo reale per garantire la *compliance*. In particolare, le banche hanno fatto un maggiore ricorso ai *covenants* informativi al fine di monitorare con più serrata periodicità la capacità di reazione dell'impresa finanziata all'*impasse* economico e finanziario generato dalla pandemia.

2.3.1. Il vuoto normativo: l'assenza di un obbligo di rinegoziazione.

La pandemia ha di fatto alterato le condizioni di mercato, influenzando le valutazioni del rischio e le aspettative sui tassi di interesse. Le aziende hanno dovuto rivedere le loro strategie di finanziamento, adattando i *covenants* alle nuove realtà economiche per garantire la sostenibilità dei contratti.

dell'erogazione del finanziamento; non di meno, tali fatti hanno inciso (e incideranno) sulla regolare gestione dell'impresa e, per l'effetto, sulla capacità di quest'ultima di adempiere le obbligazioni su di lei facenti capo in forza del contratto di finanziamento”.

In tale contesto, la dottrina si è interrogata su quale possa essere il destino di un'impresa che abbia violato i *covenants* contrattuali a causa delle difficoltà economiche sopraggiunte in modo imprevisto per effetto del COVID-19 e dei provvedimenti di emergenza adottati dal Governo per contenerne la diffusione.

Dal punto di vista civilistico l'esperienza della pandemia ha fatto emergere le lacune normative relative ad un obbligo di rinegoziazione del contratto, evidenziando le conseguenze che possono derivare dalla circostanza che il sistema giuridico italiano non contempli un obbligo esplicito per le parti contrattuali di rinegoziare i termini di un contratto qualora si verificano eventi straordinari e imprevedibili che alterino l'equilibrio contrattuale, come una crisi economica improvvisa o una pandemia¹⁷³. Questo vuoto

¹⁷³ La dottrina si è molto interrogata sulla configurabilità di un obbligo di rinegoziazione a carico dei contraenti, anche in assenza di una espressa previsione normativa. Cfr. in argomento cfr. I. PRISCO, *Sull'allocazione convenzionale del rischio contrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 2021, p. 1037 ss. Secondo un primo orientamento dottrinale (cfr. A. GENTILI, *La replica della stipula: riproduzione, rinnovazione, rinegoziazione del contratto*, in *Contr. impr.*, 2003, p. 708; G. SICCHIERO, *Rinegoziazione*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. civ., Torino, 2003, II, p. 1210 ss.; Id., *La rinegoziazione*, in *Contr. impr.*, 2002, p. 777; F. GAMBINO, *Problemi del rinegoziare*, Milano, 2004), non sarebbe possibile individuare nelle disposizioni attuali del Codice Civile un obbligo di rinegoziazione, poiché non esiste una norma esplicita in tal senso. Tuttavia, una parte della dottrina ritiene che vi siano segnali all'interno del Codice che suggeriscono un'apertura verso soluzioni mirate a preservare il contratto, qualora eventi straordinari e imprevedibili ne alterino l'equilibrio originario. A supporto di questa tesi (si v., *ex multis*, P. PERLINGIERI, *Il «giusto rimedio» nel diritto civile*, in *Giusto proc. civ.*, 2011, p. 1; Id., *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, IV, *Attività e responsabilità*, 4a ed., Napoli, 2020, pp. 92, 115; Id., *«Controllo» e «conformazione» degli atti di autonomia negoziale*, in *Rass. dir. civ.*, 2017, p. 204 ss.; F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione dei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996; G. PERLINGIERI, *Profili applicativi della ragionevolezza nel diritto civile*, Napoli, 2015, p. 87; R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, 4a ed., Torino, 2016, p. 1710 ss.) la dottrina cita la possibilità per il creditore di evitare la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, riportando il contratto a condizioni eque (art. 1467 c.c.) e la possibilità di eseguire l'obbligazione non adempiuta tramite esecuzione forzata (artt. 2930 ss. c.c.). Ulteriori riferimenti includono il diritto di chiedere una riduzione proporzionale del prezzo (art. 1492 c.c.), le norme relative alle modifiche nei contratti di affitto per eventi impreveduti (art. 1623 c.c.), e la possibilità di revisione del prezzo negli appalti (artt. 1660 e 1664 c.c.), oltre alle specifiche disposizioni per il contratto di assicurazione (artt. 1897, 1898 e 1926 c.c.). Secondo questa impostazione, si potrebbe addirittura dedurre un obbligo di rinegoziazione dalle clausole generali di buona fede e correttezza stabilite negli artt. 1175 e 1375 c.c., nonché dai principi di proporzionalità, ragionevolezza e adeguatezza, che si ritiene siano impliciti nel sistema

normativo ha avuto un impatto significativo sulla possibilità delle imprese di richiedere adattamenti dei contratti di finanziamento, poiché in situazioni di forza maggiore o di eccessiva onerosità sopravvenuta, le clausole contrattuali (inclusi i covenants) divenute difficili, se non impossibili, da rispettare, hanno posto le imprese finanziate in una condizione di forte rischio. In assenza di un espresso obbligo di rinegoziazione, i finanziatori hanno avuto il diritto di esigere il rispetto delle clausole contrattuali come previste inizialmente, attivando eventuali sanzioni e risoluzioni. Questo ha comportato, in alcuni casi, la richiesta di rientro anticipato del debito o l'imposizione di tassi d'interesse più alti, aggravando la già difficile situazione finanziaria di molte imprese.

In Italia, il rimedio giuridico che più si avvicina a un obbligo di rinegoziazione è l'istituto della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta (*ex art. 1467 c.c.*), che consente, nei contratti ad esecuzione continuata o periodica, di risolvere un contratto se l'adempimento è diventato eccessivamente oneroso per una delle parti a causa di eventi straordinari e imprevedibili non rientranti nella normale alea del contratto¹⁷⁴. È evidente perciò che questo istituto – pure astrattamente applicabile dal momento che l'emergenza epidemiologica da Covid-19 ha rappresentato un evento straordinario ed imprevedibile idoneo ad alterare il sinallagma contrattuale – non prevedendo uno specifico obbligo di rinegoziazione e permettendo semplicemente alla parte in difficoltà di chiedere la risoluzione del contratto, non risolve pienamente il problema per le imprese, che

giuridico italiano. Si potrebbe inoltre richiamare il principio di solidarietà previsto dall'art. 2 della Costituzione, che viene considerato applicabile anche nei rapporti tra privati.

¹⁷⁴ Salvo la possibilità per la controparte di evitare la risoluzione offrendo di modificare equamente le condizioni del contratto (terzo comma).

preferirebbero modificare i termini del contratto piuttosto che cessarlo del tutto¹⁷⁵. È evidente cioè che la norma non assolve all'esigenza di costringere le parti a sedere nuovamente al tavolo delle trattative per rinegoziare le condizioni dei *covenants*.

Né possono essere richiamati i rimedi codicistici previsti in tema di impossibilità sopravvenuta della prestazione con riferimento a varie fattispecie negoziali (artt. 1256, 1258, 1463 e 1464 c.c.)¹⁷⁶.

La prestazione principale che si richiede all'impresa finanziata, ovvero la restituzione del capitale e il pagamento degli interessi, ha natura pecuniaria, è dunque fungibile. Non sono dunque invocabili i rimedi previsti dal codice per l'impossibilità sopravvenuta che afferisce più propriamente alle prestazioni materialmente o giuridicamente irrealizzabili¹⁷⁷.

¹⁷⁵ Cfr. M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, cit.

¹⁷⁶ Cfr. M. CISOLLA, *op. ult.* cit.: l'autore esclude anche l'ipotesi di nullità del covenant, che non appare invocabile in modo fondato nel contesto della crisi sanitaria. La crisi, infatti, non sembra influire sul rispetto del principio di proporzionalità che la clausola aveva originariamente: non si potrebbe sostenere, infatti, che un *covenant*, conforme in origine al principio di proporzionalità, abbia perso questa qualità a causa degli effetti negativi del *coronavirus*. Al contrario, il peggioramento del merito creditizio e il conseguente aumento del rischio sopportato dalla banca rafforzano il diritto del creditore a richiedere ulteriori garanzie dalla finanziata per tutelare il proprio credito. Di conseguenza, è plausibile ritenere che la "soglia" di proporzionalità possa persino aumentare, giustificando nuove richieste da parte della banca per assicurare la propria posizione in un contesto di rischio accresciuto. "In ragione di ciò, si potrebbe financo ritenere che un *covenant* a rischio di invalidità per violazione del principio di proporzionalità prima dell'emergenza, possa ritenersi pienamente valido proprio a causa di quest'ultima e del conseguente aumento del rischio fronteggiato dalla banca", così M. Cisolla, *opera cit.*

¹⁷⁷ F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996, 132.

2.3.2. Il *waiver* come soluzione temporanea.

Le soluzioni rimediali tradizionali offerte dal codice civile si rivelano, perciò, inadeguate in situazioni di crisi straordinaria, come dimostra l'impatto dell'emergenza sanitaria sul rispetto degli impegni contrattuali. Piuttosto, in tali contesti, se un'impresa finanziata si trovi impossibilitata a rispettare un *covenant* per motivi legati a difficoltà economiche improvvise e imprevedibili, potrebbe essere utile adottare lo strumento dei *waiver*¹⁷⁸. Si tratta, nello specifico, di una clausola contrattuale con la quale una delle parti rinuncia temporaneamente a far valere un determinato diritto o ad applicare una specifica condizione prevista dal contratto, per un periodo prestabilito, noto come *grace period*¹⁷⁹. In genere i contratti di finanziamento che includono *covenants* contengono anche i *waiver*, che rappresenta perciò un momento di flessibilità nel rapporto creditizio, permettendo alla banca di valutare la situazione della debitrice e di scegliere se sospendere o meno temporaneamente gli impegni contrattuali, senza dover attivare misure più drastiche. Questa sospensione consente all'impresa finanziata di ripristinare la conformità ai requisiti contrattuali senza incorrere immediatamente nelle conseguenze previste per il mancato rispetto del *covenant*. Va sottolineato però che l'adozione di un *waiver* è

¹⁷⁸ In argomento si v. "Waiver Clause: Key Insights for Effective Contracts" in <https://fynk.com/en/clauses/waiver/>; inoltre "Si tratta, nella maggior parte dei casi, di rinunce a titolo di corrispettivo – di regola, compensate da maggiori interessi o nuove garanzie – che vengono concesse solo a fronte della presentazione da parte dell'impresa finanziata alla banca di piani industriali attendibili che consentano a quest'ultima di valutare l'andamento finanziario della debitrice nel successivo triennio" così M. CISOLLA, COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants, cit. V. anche G. TRIANTIS, *Exploring the limits of contract design in debt financing*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2013, 161, pp. 2041 ss.

¹⁷⁹ Si tratta sì una vera e propria "leva negoziale" attribuita al finanziatore. V. G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., p. 382. Per un esempio di questa clausola si v. *Un esempio di Contratto di finanziamento contenente covenants*, in *Rivista di diritto societario*, 3, 2019, p. 681, consultabile in parte qui: <https://www.rivistadiritto societario.com/Article/Archive/index.html?ida=550&idi=-1&idn=40&idu=-1>.

discrezionale e non obbligatoria per il creditore, sicché questi potrebbe rifiutarsi di concederlo se ritiene che il rischio di credito sia troppo elevato. Di conseguenza, il successo dell'istituto dipende in gran parte dalla volontà della banca, che come anticipato non è obbligata a rinegoziare i termini del contratto.

Altro tema attiene alla qualificazione: qualora la banca accettasse di concedere il *waiver*, questo potrebbe essere qualificato come misura di *forbearance* secondo la normativa vigente – ossia un intervento volto a tollerare temporaneamente le difficoltà del debitore per evitare che il prestito venga classificato come deteriorato (*non-performing exposure*) – poiché rappresenta una concessione verso un debitore in difficoltà finanziaria, in linea con il principio del *favor debitoris*¹⁸⁰. Le misure di *forbearance* sono infatti strumenti di tolleranza mirati a prevenire la classificazione di un'esposizione *in bonis* come deteriorata (*non-performing exposure*), o a riportare una posizione già deteriorata *in bonis*. D'altro canto, la qualificazione del *waiver* come misura di *forbearance* ha implicazioni rilevanti, proprio in riferimento alla piena operatività dei *covenants* informativi: il finanziamento sarebbe infatti sottoposto alla disciplina delle *forborne exposures*¹⁸¹, la quale comporta un monitoraggio particolarmente intenso e duraturo da parte della banca, spesso nella prassi applicativa per un periodo superiore ai due anni, e include l'obbligo per l'impresa di fornire ampie

¹⁸⁰ Il paragrafo 163, Parte II, Allegato V del Regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 della Commissione, del 16 aprile 2014, come modificato dal Regolamento di esecuzione (UE) 2015/227 della Commissione del 9 gennaio 2015, definisce le “misure di tolleranza” (*forbearance measures*) come concessioni accordate a un debitore che sta affrontando o è prossimo ad affrontare difficoltà nel rispettare i propri obblighi finanziari. Tali concessioni possono includere modifiche ai termini e alle condizioni del contratto di finanziamento, come l'estensione delle scadenze di pagamento, la riduzione dei tassi di interesse o la ristrutturazione del debito. Questa normativa è ulteriormente dettagliata nelle linee guida della Banca Centrale Europea (BCE) e dell'Autorità Bancaria Europea (EBA). V. EBA, *Guidelines on legislative and non-legislative moratoria on loan repayments applied in the light of the COVID-19 crisis*, in EBA/GL, 2020, 2, 2 aprile 2020; cfr. M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, cit.

¹⁸¹ Cfr. M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, cit.

informazioni e documentazione periodica. Limitandoci al contesto sorto in seguito alla crisi pandemica, per rispondere alla crisi, l'Autorità Bancaria Europea (EBA) ha introdotto delle linee guida che permettono alle banche di non classificare automaticamente le moratorie generali come *forbearance*, a condizione che rispettino determinati requisiti. Nello specifico, bisognerebbe distinguere tra l'ipotesi in cui l'impresa versava in condizioni di difficoltà finanziaria già prima della crisi sanitaria quelle in cui la crisi è stata una conseguenza diretta della pandemia. Se l'impresa era in buone condizioni economiche prima dell'emergenza COVID-19, il *waiver* in teoria non dovrebbe essere classificato come misura di *forbearance*, poiché si tratterebbe di una difficoltà nuova e transitoria. Al contrario, qualora l'impresa fosse già in una situazione di difficoltà economica, sia pure aggravata dalla pandemia, il *waiver* sarebbe, in teoria, soggetto alla disciplina delle *forbearance measures*¹⁸². Se le condizioni delle linee guida EBA sono rispettate, la moratoria concessa dalla banca non deve essere considerata una misura di *forbearance*. Tuttavia, trattandosi di linee guida e quindi di *soft law* non vincolante, la banca potrebbe comunque decidere di qualificare il *waiver* come misura di *forbearance* per

¹⁸² Le linee guida dell'EBA stabiliscono infatti criteri specifici per riconoscere una moratoria come “di portata generale,” così da esentarla dalla disciplina delle *forbearance measures*. In primo luogo, la moratoria deve derivare da una previsione normativa o da un'iniziativa del settore privato, ma solo quando questa sia sostenuta da un accordo condiviso ampiamente tra le istituzioni bancarie, come l'Accordo per il Credito 2019. Inoltre, deve applicarsi a una categoria ampia e ben definita di debitori, utilizzando criteri generali e non selettivi. La moratoria deve poi riguardare esclusivamente l'estensione delle scadenze di pagamento, senza introdurre sospensioni, posticipi o riduzioni temporanee di capitale o interessi né altre modifiche al contratto, inclusi i *covenants*. Le condizioni devono essere uniformi per tutti i soggetti che ne beneficiano, senza distinzioni o trattamenti individualizzati. È importante che la moratoria si applichi solo ai finanziamenti concessi prima della sua introduzione, escludendo quindi i nuovi finanziamenti. Infine, deve essere chiaro che la moratoria ha una finalità strettamente legata all'emergenza COVID-19 e che la sua applicazione deve essere limitata temporalmente, in particolare entro il 30 giugno 2020. Questi requisiti sono finalizzati a mantenere la neutralità e l'ampiezza della moratoria, garantendo così che essa possa essere trattata come una deroga alla classificazione di *forbearance*, favorendo una risposta finanziaria equilibrata in un contesto di crisi eccezionale.

prudenza, al fine di evitare eventuali contestazioni da parte delle Autorità di Vigilanza in caso di successivo dissesto dell'impresa.

Dunque, qualora l'impresa finanziata si trovi a rischio di violare uno o più *covenant* a causa della crisi sanitaria e delle restrizioni governative, la via percorribile è quella di avviare una negoziazione con la banca per ottenere un *waiver*, che permetta di superare la fase critica temporanea¹⁸³. La durata di questo waiver dovrebbe essere proporzionata al tempo necessario per il ripristino della normalità operativa dell'impresa. È chiaro, però, che la banca non ha alcun obbligo di concedere tale sospensione, il che rende l'ottenimento del *waiver* più agevole per le imprese che si trovano in difficoltà esclusivamente a causa dell'emergenza sanitaria. Per quelle che erano già in crisi, la strada appare più complessa, poiché le difficoltà preesistenti potrebbero scoraggiare la banca dall'adozione di misure temporanee e ritenere più prudente procedere con la classificazione come *forbearance*, attivando i relativi meccanismi di controllo e monitoraggio.

Per estensione interpretativa, si potrebbe sostenere che la medesima conclusione possa applicarsi anche in contesti di crisi diversi dalla pandemia, purché caratterizzati da eventi eccezionali e imprevedibili che minano la capacità dell'impresa di rispettare i *covenants* previsti nel contratto di finanziamento. In situazioni di emergenza economica o sociale di portata straordinaria (come catastrofi naturali, crisi finanziarie globali, *shock* economici settoriali o eventi geopolitici dirompenti) l'impresa potrebbe subire effetti negativi

¹⁸³ Si v. come esempio di richiesta alla banca finanziatrice da parte del revisore di una rinuncia a revocare il finanziamento il documento consultabile su <https://www.fiscal-focus.it/all/Esempio-di-lettera-del-revisore-con-violazione-del-covenant-pattuito-e-richiesta-alla-banca-finanziatrice-da-parte-del-revisore.pdf>.

analoghi a quelli causati dall'emergenza sanitaria, con una conseguente difficoltà a rispettare i vincoli contrattuali.

Analogamente al caso del COVID-19, in queste circostanze, la negoziazione di un *waiver* potrebbe costituire un rimedio temporaneo per consentire all'impresa di affrontare le difficoltà contingenti senza incorrere in sanzioni contrattuali immediate o in un peggioramento della propria esposizione creditizia. È evidente peraltro che alla concessione del *waiver* dovrebbe seguire un'accurata valutazione, da parte della banca, che potrebbe applicare una deroga alle misure di *forbearance* ove l'emergenza in questione sia generalizzata e riconosciuta a livello istituzionale, evitando così una sovraesposizione del credito dipendente da cause che esorbitano dal controllo dell'impresa finanziata. Questa estensione interpretativa consentirebbe un'applicazione più flessibile della disciplina, riconoscendo come causa giustificativa per la richiesta di un *waiver* non solo l'evento pandemico, ma qualunque evento straordinario che impedisca oggettivamente la normale operatività dell'impresa. Tale approccio avrebbe il vantaggio di mitigare l'impatto di eventi imprevisti sul sistema creditizio, evitando un'eccessiva applicazione delle misure di *forbearance* e la conseguente penalizzazione delle imprese, soprattutto quelle in difficoltà esclusivamente a causa dell'evento straordinario.

Del resto, l'orientamento interpretativo proposto sarebbe coerente con un'applicazione del principio del *favor debitoris*, inteso come tutela dell'equilibrio contrattuale e della continuità aziendale in momenti di emergenza. Questo principio, se interpretato in modo estensivo, giustificherebbe un trattamento analogo per tutte le situazioni straordinarie che compromettono la stabilità operativa delle imprese, permettendo al sistema creditizio di

reagire con flessibilità e preservare la solvibilità del tessuto economico anche in scenari di grave crisi.

Tuttavia, occorre sempre ricordare che il *waiver* è basato su un'intesa che non può essere garantita completamente da un punto di vista legale. Infatti, l'impresa si affida alla discrezione e alla buona fede della banca, che potrebbe decidere, per vari motivi, di ritirare il *waiver* o di richiederne il rispetto in modo più rigido se la situazione finanziaria dell'impresa peggiora ulteriormente¹⁸⁴.

In questo contesto, l'incertezza è un elemento critico. L'impresa non ha una garanzia legale assoluta della durata o della stabilità del *waiver*, e se la banca decidesse di modificare o ritirare la rinuncia, l'impresa potrebbe trovarsi improvvisamente a dover adempiere agli obblighi del *covenant*, compromettendo la possibilità di ottenere ulteriori finanziamenti o di proseguire l'attività. Inoltre, in caso di inadempimento della banca rispetto ai termini impliciti del *waiver*, l'impresa si troverebbe con opzioni legali limitate e spesso insufficienti a compensare tempestivamente eventuali danni o ritardi causati dalla revoca del *waiver*.

Da quanto detto, il *waiver* risulta uno strumento meno incisivo rispetto all'obbligo di rinegoziazione, che, pur non essendo esplicitamente previsto dal nostro ordinamento, trova fondamento nella dottrina attraverso il principio di buona fede. Questo principio, cardine del diritto contrattuale, impone alle parti un comportamento leale e collaborativo, che va oltre il mero rispetto formale degli obblighi contrattuali. Nella

¹⁸⁴ C. S. BJERRE, *Secured Transactions Inside Out: Negative Pledge Covenants Property and Perfection*, in *Cornell L. Rev.*, 1999, 84, consultabile su <https://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol84/iss2/1/>, 379 “Moreover, the lender’s waiver would introduce an unusual reversal of the relationship between debtor and creditor: the debtor would have to trust the creditor to abide by the waiver”.

rinegoziazione, la buona fede si traduce in un impegno reciproco a preservare l'equilibrio dell'accordo, soprattutto di fronte a circostanze straordinarie che ne alterano significativamente le condizioni iniziali. In tal senso, la buona fede funge da presupposto per un obbligo di cooperazione, che spinge le parti a trovare una soluzione sostenibile e vantaggiosa per entrambe. Nel caso del *waiver*, invece, il principio di buona fede assume un significato più limitato, riducendosi a una manifestazione di tolleranza da parte del creditore, che decide di non esigere immediatamente il rispetto dei propri diritti contrattuali. Inoltre, mentre il *waiver* è temporaneo, giacché di regola non muta i termini di fondo dell'accordo in modo permanente, ma si limita a sospendere temporaneamente le conseguenze di una violazione, mantenendo l'integrità del contratto (e al termine della situazione che ha dato origine al *waiver*, il contratto ritorna alle sue condizioni originarie), l'obbligo di rinegoziazione modifica i termini dei *covenants* in modo stabile, creando un nuovo assetto sostenibile e congruo per entrambe le parti. L'istituto della rinegoziazione ha una natura molto diversa. La rinegoziazione implica un cambiamento sostanziale e permanente dei termini contrattuali, richiedendo il consenso di entrambe le parti. Non si tratta, quindi, di una semplice tolleranza momentanea, ma di una vera e propria revisione dell'accordo: la scelta tra *waiver* e rinegoziazione dipende dalle prospettive finanziarie del debitore: se è atteso un recupero a breve termine, il *waiver* può essere una soluzione adeguata; al contrario, in presenza di difficoltà strutturali, la rinegoziazione rappresenta un adattamento necessario per mantenere il finanziamento sostenibile nel tempo. Attraverso la rinegoziazione del contratto, infatti, il debitore e il finanziatore rivedono i *covenants*, modificando, ad esempio, le soglie di determinati rapporti finanziari o cambiando i termini di pagamento per ridurre il peso finanziario sul

debitore. La rinegoziazione, dunque, consente di adattare il contratto a nuove condizioni economico-finanziarie, garantendo la continuità del rapporto senza che il debitore si trovi costantemente inadempiente.

CAPITOLO 3

3. Validità dei *covenants*: profili di nullità e giudizio di meritevolezza.

3.1. La dialettica tra autonomia e controllo nei *covenants*

Dall'analisi sin qui condotta risultano chiare le criticità applicative dell'istituto che si colloca, per così dire, al crocevia tra due esigenze opposte: la tutela del credito e la libertà imprenditoriale del debitore¹⁸⁵. La necessaria ricerca di un punto di equilibrio non è priva di difficoltà: se da un lato i *covenants* rappresentano sofisticati strumenti di gestione del rischio creditizio, dall'altro possono degenerare in meccanismi di controllo eccessivo, tali da alterare il sinallagma contrattuale e compromettere la capacità del debitore di operare in modo autonomo e competitivo. La vera criticità dell'istituto non risiede perciò nella finalità, quanto piuttosto nella sua applicazione concreta, dove spesso si manifesta il rischio di abuso dello strumento negoziale.

Il rischio più frequente è che i *covenants* possano assumere configurazioni oltremodo penalizzanti, imponendo al debitore restrizioni che, anziché salvaguardare il credito, pregiudichino l'autonomia di impresa e con questa, la capacità dell'imprenditore di adattarsi alle dinamiche di mercato e di sfruttare le opportunità¹⁸⁶. Si consideri, ad

¹⁸⁵V. F. BERTELLI, *Autonomia negoziale e iniziativa economica privata alla luce delle modifiche degli artt. 9 e 41 Cost.*, in *Riv. dir. dell'impresa*, 3, 3023

¹⁸⁶ L'articolo 41 della Costituzione sancisce la libertà dell'iniziativa economica, ma al contempo ne sottolinea i limiti imprescindibili, demandando al legislatore il compito di disciplinarla affinché quella libertà non venga esercitata «*in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana*».

esempio, un contratto di finanziamento che preveda clausole che subordinano, in tutto o in larga parte, le decisioni strategiche dell'impresa all'approvazione preventiva del creditore, senza che risulti immediatamente evidente una correlazione diretta e giustificata tra il vincolo imposto e l'interesse alla tutela del credito. *Covenants* di questo tipo – come è facile intuire – se non adeguatamente calibrati sulle effettive esigenze delle parti, rischiano di cristallizzare il rapporto contrattuale, ostacolando il dinamismo imprenditoriale e generando una interferenza eccessiva nella gestione aziendale.

L'analisi delle prassi applicative dell'istituto in chiave comparata, con particolare riferimento all'esperienza statunitense, conferma l'importanza di mantenere – nell'esercizio dell'autonomia contrattuale – un bilanciamento tra le esigenze del creditore e l'autonomia gestionale del debitore, riconoscendo la validità dei patti in questione solo quando risultano ragionevoli e non eccessivamente invasivi¹⁸⁷. In tale prospettiva, il concetto stesso di autonomia contrattuale va rimeditato, soprattutto nei rapporti caratterizzati da asimmetrie tra le parti (in termini di incisività dei rispettivi diritti ed obblighi)¹⁸⁸.

Tale processo di riflessione, che interessa tanto i *covenants* quanto le garanzie atipiche, si traduce nella valorizzazione dell'autonomia negoziale quale strumento propulsivo per la creazione di modelli più flessibili e rispondenti alle moderne esigenze economiche, come si evince dal panorama evolutivo delle garanzie autonome.

¹⁸⁷ Si v. W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, 2006, liberamente scaricabile su <https://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/581/>.

¹⁸⁸ Cfr. V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, n. 4, 2001, 769 ss.

Facendo un passo indietro, infatti, va detto che l'autonomia negoziale si configura come un elemento cardine nell'evoluzione del sistema delle garanzie, ponendosi quale risposta privilegiata alle esigenze di modernizzazione del diritto rispetto alle mutevoli dinamiche socio-economiche. Essa ha consentito un significativo superamento delle rigidità insite nella disciplina codicistica del 1942, talvolta inadeguata a fronteggiare le complessità operative degli scambi commerciali moderni, specialmente nel contesto delle transazioni internazionali¹⁸⁹.

In questo quadro, l'esercizio dell'autonomia privata si è tradotto in una "ricchezza inventiva"¹⁹⁰ di soluzioni giuridiche, che hanno dato vita a un ampio novero di garanzie atipiche¹⁹¹. Tali strumenti, fra cui spiccano le fideiussioni a "prima richiesta" o con clausole "senza eccezioni", si caratterizzano per il superamento del tradizionale vincolo di accessoria¹⁹², che costituisce un tratto distintivo delle garanzie personali codicistiche. Ne emerge una significativa semplificazione operativa, incentrata sull'immediatezza e la

¹⁸⁹ Una carenza che risulta ancor più evidente se confrontata con l'approccio più accorto adottato dall'ordinamento francese, che ha affrontato il tema con una risistemazione organica del sistema delle garanzie all'interno del nuovo IV libro del *Code Civil* e con l'introduzione esplicita della garanzia autonoma, disciplinata dall'art. 2321. Sul punto si v. P. CORRIAS, *Spunti in tema di garanzie personali del credito*, in *Riv. dir. impr.*, 2014, p. 434 s.; C. PETTA, *Profili funzionali e meritevolezza delle garanzie autonome e indennitarie*, Napoli, 2021; nonché E. GABRIELLI, *Autonomia privata e diritto comune europeo delle garanzie mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1995, p. 643 ss.

¹⁹⁰ Così C. PETTA, *Profili funzionali e meritevolezza delle garanzie autonome e indennitarie*, Napoli, 2021, 20.

¹⁹¹ Categoria peraltro, come si è detto, dibattuta in dottrina. V. E. BRIGANTI, *Garanzie personali atipiche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1988, I, p. 573 s.

¹⁹² In argomento cfr. in partic. M. CEOLIN, *Sul concetto di accessoria nel diritto privato*, Torino 2017: l'autore analizza come il principio di dipendenza tra diritto principale e accessorio, tipico delle garanzie personali tradizionali, sia messo in discussione da strumenti giuridici atipici. L'autore sottolinea come l'autonomia privata abbia consentito la creazione di soluzioni innovative, quali le fideiussioni "a prima richiesta" o con clausole "senza eccezioni", che rompono il legame tradizionale di accessoria, acquisendo una maggiore autonomia funzionale rispetto all'obbligazione principale. Questa evoluzione risponde alla crescente complessità delle esigenze contrattuali moderne.

certezza del soddisfacimento dell'interesse creditorio, particolarmente funzionale alle esigenze di rapidità e sicurezza nei traffici economici.

La creatività negoziale, pertanto, ha assunto il ruolo di motore propulsivo di un sistema di garanzie più dinamico e flessibile, capace di adeguarsi alle peculiarità delle relazioni commerciali contemporanee. Tuttavia, l'innovatività di tali modelli richiede una puntuale attività ermeneutica da parte dell'interprete, il quale è chiamato a vagliarne la conformità ai principi fondamentali dell'ordinamento, quali la correttezza e la buona fede, e a verificarne la meritevolezza *ex* articolo 1322 c.c., al fine di garantire il rispetto della solidarietà contrattuale e l'equilibrio tra gli interessi in gioco¹⁹³.

In questo senso, l'autonomia negoziale deve misurarsi con la necessità di tutelare l'equilibrio sostanziale del sinallagma contrattuale. L'asimmetria tra le parti, che può emergere nei rapporti contrattuali, rappresenta infatti una delle principali criticità della libertà contrattuale, sollevando interrogativi sulla legittimità e meritevolezza di vincoli che, benché validi *de iure*, alterano l'equilibrio sostanziale delle rispettive obbligazioni. La libertà contrattuale si traduce così in una costruzione teorica che necessariamente deve confrontarsi con il differente peso contrattuale dei paciscenti (nonché con i differenti scopi perseguiti dagli stessi ¹⁹⁴), già nella fase delle trattative.

¹⁹³ Sul punto, per tutti, si v. P. PERLINGIERI e P. FEMIA, *Nozioni introduttive e principi fondamentali del diritto civile*, Napoli, 2004 p. 177; ID., *Prefazione*, in *Interpretazione e legalità costituzionale*, o.c., p. 8 ss.; ID., *Applicazione e controllo nell'interpretazione giuridica*, o.c., p. 325 ss.

¹⁹⁴ «D'altronde, gli interessi che orientano le condotte del creditore e del debitore sono profondamente e ontologicamente diverse; il creditore è mosso dall'obiettivo della remunerazione e della restituzione del finanziamento concesso, obiettivo che viene di certo agevolato dall'oculata gestione imprenditoriale tenuta dal debitore, che amministra in modo diligente, evitando investimenti avventati, in uno spirito conservativo e non speculativo. Il debitore, dal canto suo, persegue la massimizzazione del profitto e la distribuzione degli utili: in questa prospettiva, può essere spinto ad abbandonare un progetto poco ed equilibratamente remunerativo nel lungo periodo e, al contempo, poco rischioso per impegnarsi in un progetto altamente remunerativo nel breve periodo, ma caratterizzato da un elevato margine di rischio di insuccesso», v. G. LAURINI, *Nuove garanzie atipiche tra diritto, prassi e meritevolezza degli interessi*, o.c., 131.

In particolare, l'esercizio dell'autonomia contrattuale, se non adeguatamente limitata e orientata, rischia di tradursi in una forma di eterodirezione dell'impresa finanziata, da parte del soggetto finanziatore, scivolando verso una dimensione di controllo arbitrario, che travalica dalla mera esigenza di tutela del credito. In tale prospettiva, appare necessario ridefinire i confini dell'autonomia privata all'interno di un modello relazionale che tenga conto non soltanto della diversa forza contrattuale tra le parti durante le trattative, ma anche della funzione economico-sociale del contratto di finanziamento.

Questo approccio comporta una riflessione sulla linea di confine tra autonomia contrattuale e quella che potremmo definire "eteronomia funzionale": la contrattualistica di impresa è sempre più proiettata oltre il recinto dell'interesse dei contraenti, investendo l'intero assetto dei rapporti che fa capo all'impresa e la sua capacità di operare nel mercato¹⁹⁵. In tale prospettiva, la nozione stessa di autonomia contrattuale si inserisce entro un confine giuridico permeabile, nel quale si impone l'esigenza di armonizzare l'iniziativa negoziale con un complesso di principi fondamentali – primi fra tutti, ma non esclusivamente, i principi civilistici di buona fede oggettiva, proporzionalità e

¹⁹⁵ A questo proposito va detto che il concetto di "eteronomia funzionale" si incontra spesso in letteratura soprattutto per descrivere l'influenza di regolamentazioni esterne sull'autonomia contrattuale, specialmente quando le decisioni contrattuali incidono sull'assetto complessivo di un'impresa o sulla sua operatività della stessa sul mercato. Questo fenomeno è particolarmente evidente nel diritto privato "regolatorio", dove le autorità indipendenti emettono regolamenti che incidono profondamente sull'autonomia negoziale, arrivando a condizionare la struttura organizzativa dell'impresa. Sul punto si v. M. ANGELONE, *Diritto privato «regolatorio», conformazione dell'autonomia negoziale e controllo sulle discipline eteronome dettate dalle authorities*, in *Nuove Autonomie*, 3, 2017, 442 ss. L'integrazione eteronoma del contratto, attuata attraverso l'intervento di autorità amministrative indipendenti, rappresenta un chiaro esempio di come l'autonomia negoziale possa essere plasmata da regolamentazioni esterne. Tali interventi, lungi dal limitarsi a prescrizioni formali, incidono profondamente sulle dinamiche contrattuali, influenzando non solo il contenuto dei contratti, ma anche la struttura organizzativa delle imprese e le loro modalità di operare nel mercato. Questo processo evidenzia come il concetto di autonomia contrattuale debba essere costantemente riconsiderato alla luce dell'interazione con discipline eteronome sempre più pervasive. Si v. DEBORAH LICIA MUSTO, *L'eterointegrazione del contratto e il ruolo delle Autorità Amministrative Indipendenti*, in *Dirittifondamentali.it*, 3, 2024.

meritevolezza – che operano come contrappesi essenziali per prevenire e mitigare il rischio di squilibri contrattuali radicali. Il contratto non può più essere ridotto a pura espressione di volontà individuale: la sua effettiva valenza ordinamentale, la sua capacità di produrre effetti socialmente rilevanti e la sua incidenza sull'assetto imprenditoriale impongono un'interpretazione più articolata, in cui la tutela della libertà contrattuale si intrecci con la salvaguardia di valori fondamentali quali sostenibilità, correttezza ed equità sostanziale¹⁹⁶.

Ancor di più, nel contesto dei contratti di finanziamento, l'autonomia contrattuale non può essere considerata un principio assoluto, ma deve essere riletta come uno strumento calibrato sulle esigenze di equilibrio dello specifico rapporto obbligatorio. Una prospettiva che integri i principi di proporzionalità e buona fede oggettiva nell'esercizio dell'autonomia contrattuale, evitando che il contratto si configuri come uno strumento di squilibrio strutturale, mira non solo a tutelare il debitore in quanto parte del rapporto, ma soprattutto a salvaguardare l'efficacia complessiva del vincolo negoziale.

Tale impostazione consente di assicurare che le clausole contrattuali non compromettano la funzionalità economica dell'impresa, preservandone la capacità gestionale e, al

¹⁹⁶ «Il contenuto del rapporto contrattuale è il risultato di un concorso di fonti diverse, delle quali la determinazione volitiva delle parti è una soltanto [...]. L'ambito di efficacia del contratto può essere definito non assumendo ad esclusivo parametro di riferimento gli interessi delle parti contraenti, ma ... collocando questi interessi in un contesto più generale, attento dunque a finalità che si raccordano con il contratto, ma che non si esauriscono nel contratto. [...] Il sistema di integrazione del contratto, inteso come strumento di raccordo tra gli interessi direttamente disciplinati dai contraenti e quelli a più ampio spettro incisi dalla pattuizione, muove sempre dall'interno dell'atto di autonomia, ritenuto meritevole di essere salvaguardato senza arroccarsi entro gli spazi alternativi del recesso e della nullità, ma individua la soluzione finale sul piano degli effetti in base a criteri determinativi, ad indici di valori, più genericamente a fonti, estranei alla struttura del contratto» si v. N. LIPARI, *Per una revisione della disciplina sull'interpretazione e sull'integrazione del contratto?*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, n. 3, 2006, 730 ss.

contempo, garantendo l'adempimento delle obbligazioni assunte in un quadro di equilibrio e sostenibilità operativa.

3.2. Proporzionalità e meritevolezza: il fondamento della giustizia contrattuale.

A presidio di tale equilibrio, è necessario perciò garantire innanzitutto il rispetto del principio di proporzionalità, che impone che i vincoli negoziali imposti a una delle parti siano giustificati dall'interesse dell'altra parte (il creditore) e non eccedano ciò che è strettamente necessario per la tutela del credito¹⁹⁷. Questo principio si lega strettamente al concetto di idoneità della garanzia, richiamato nell'art. 1179 c.c., secondo cui le garanzie devono essere “idonee” e “sufficienti” a tutelare il credito senza degenerare in vincoli eccessivi che compromettano la sostenibilità operativa del debitore. Come già sottolineato, il rispetto di tali requisiti è cruciale per evitare squilibri che trasformino i *covenants* in strumenti oppressivi, capaci di ostacolare l'efficienza gestionale e la capacità dell'impresa di operare in modo efficace e sostenibile¹⁹⁸. Nei *covenants*, i caratteri della idoneità e adeguatezza della garanzia, non possono essere concepiti nel senso della mera sufficienza della stessa alla tutela del credito, ma piuttosto andrebbero letti come parametri per scongiurare l'abuso (*rectius*, l'uso non proporzionato). In tal senso, la proporzionalità non dovrebbe essere intesa come parametro astratto, bensì come uno

¹⁹⁷ “L'interesse si pone dunque quale presupposto oggettivo di validità”. Si v. A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, 1097.

¹⁹⁸ G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2009, 507.

strumento che impone una valutazione dinamica e contestualizzata, capace di bilanciare le esigenze creditorie con quelle operative del debitore. Ciò significa che ogni *covenant* andrebbe scrutinato non solo rispetto alla sua astratta idoneità a garantire il credito, ma anche rispetto al suo impatto concreto sulle dinamiche gestionali di impresa del soggetto debitore. In altre parole, l'analisi critica dei *covenants* non potrebbe prescindere da una valutazione che contempli sia il piano teorico, relativo alla funzione astratta dello strumento, sia la sua applicazione concreta nel singolo rapporto contrattuale. In questo senso, una valutazione "proporzionata" dovrebbe tenere conto del contesto specifico: la situazione economica delle parti, la natura dell'attività svolta dal debitore e il rischio effettivo per il creditore¹⁹⁹. In questo senso, il principio di proporzionalità si configura non solo come criterio tecnico, ma come un presidio etico-giuridico, finalizzato a garantire che i *covenants* rimangano strumenti funzionali alla tutela di legittimi interessi creditori, evitando qualsiasi compressione arbitraria o sproporzionata dei diritti e delle prerogative del debitore.

¹⁹⁹ Si pensi ad un divieto assoluto di trasferimento di un cespite aziendale per l'intera durata di un piano di rimborso del finanziamento: la clausola descritta - tutt'altro che infrequente ed astrattamente valida - impone un giudizio attento e contestualizzato, che tenga conto, tra le altre cose, dei presupposti che hanno condotto alla concessione del credito. Ad esempio, un *covenant* di questo tipo potrebbe trovare giustificazione nell'ambito di un complesso piano di salvataggio aziendale, dove l'esigenza di preservare la struttura patrimoniale è essenziale per la riuscita dell'operazione. Al contrario, nel caso di un finanziamento ordinario, una clausola così restrittiva risulterebbe difficilmente compatibile con i principi di proporzionalità e congruenza della garanzia. Di conseguenza, la valutazione della validità e dell'efficacia dei *covenants* deve necessariamente fondarsi su un'attenta analisi delle circostanze specifiche alla base del contesto negoziale in cui sorgono, analisi che punti a bilanciare l'interesse del creditore alla tutela del proprio credito con la necessità di garantire al debitore spazi di autonomia gestionale sufficienti a mantenere la continuità e l'efficienza dell'impresa. In questo equilibrio risiede la chiave per evitare che strumenti pensati (anche) per prevenire il rischio di insolvenza si trasformino in meri ostacoli alla funzionalità aziendale.

Il giudizio di proporzionalità potrebbe essere articolato in tre fasi fondamentali: idoneità, necessità e adeguatezza. Il giudizio di idoneità mirerebbe a verificare se il vincolo imposto sia congruo rispetto al fine perseguito, come ad esempio la mitigazione del rischio creditizio; la necessità richiederebbe di valutare se esistano alternative meno restrittive per raggiungere lo stesso obiettivo; e l'adeguatezza considera il bilanciamento complessivo degli interessi in gioco, assicurandosi che i sacrifici richiesti al debitore non eccedano il vantaggio garantito al creditore. Queste fasi, applicate congiuntamente, potrebbero rappresentare un metodo strutturato per calibrare equamente le clausole *covenant*, evitando sia restrizioni arbitrarie sia inefficienze che potrebbero alterare il rapporto contrattuale.

L'analisi ermeneutica sulla validità dei *covenants*, tuttavia, non può essere pienamente realizzata senza che vi sia un costante richiamo anche al principio di meritevolezza, che – rispetto al principio di proporzionalità – ne rappresenta il complemento naturale²⁰⁰.

La meritevolezza, infatti, intesa come criterio di validità dei patti ai sensi dell'art. 1322 c.c., impone di verificare la rispondenza dei *covenants* agli interessi generali dell'ordinamento, valutandone la compatibilità con il principio di sostenibilità dei vincoli negoziali.

In particolare, l'art. 1322 c.c. impone che le clausole contrattuali siano funzionali alla tutela di interessi conformi all'ordinamento e non trasformarsi in strumenti di controllo

²⁰⁰ Sull'applicazione del principio di meritevolezza, si v. in particolare, P. PERLINGIERI e A. FEDERICO, *Causa*, in P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile*, 10^a ed., 2021, p. 490 ss.; ID., *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, o.c., p. 337; ID., *Il controllo di «meritevolezza» degli atti di destinazione ex art. 2645 ter*, in *Foro nap.*, 2014, 1, p. 58 ss.; S. POLIDORI, *Il controllo di meritevolezza sugli atti di autonomia negoziale*, in G. PERLINGIERI e M. D'AMBROSIO (a cura di), *Fonti, metodo e interpretazione. Primo incontro di studi dell'associazione dei dottorati di diritto privato*, Napoli, 2017, p. 394.

arbitrario. A tal proposito, dottrina e giurisprudenza²⁰¹ hanno più volte chiarito che il giudizio di meritevolezza *ex art. 1322 c.c.*²⁰² implichi una valutazione di natura sostanziale: il giudizio sulla conformità del contratto agli interessi riconosciuti e tutelati dall'ordinamento giuridico non si esaurisce in un accertamento meramente formale circa la liceità della causa e del patto in sé, ma richiede un'indagine approfondita sulla causa concreta del contratto, ossia sulla funzione che esso realizza nel contesto specifico delle parti²⁰³. Attraverso tale concezione, i motivi delle parti si “oggettivizzano”, purché volti alla realizzazione di interessi che l'ordinamento giudica meritevoli di tutela ai sensi dell'art.

²⁰¹ Si v. Cass., 8 maggio 2006, n. 10490, in *De Jure*. La Corte ha sottolineato l'esigenza di sviluppare un'interpretazione del concetto di causa svincolata dall'ideologia tradizionale che la concepisce come strumento di controllo sull'utilità sociale del contratto. Tale approccio si basa su una critica rigorosa alla teoria della predeterminazione causale del negozio, la quale, tra le altre cose, non fornisce una spiegazione adeguata per i casi in cui un contratto tipico presenti una causa illecita. La sentenza propone di intendere la causa come una sintesi degli interessi effettivi che il contratto è finalizzato a realizzare, indipendentemente dal modello tipico attraverso cui esso si manifesta.

²⁰² Sul punto, com'è noto, occorre ricordare che la concezione paternalistica di Emilio Betti, che vedeva nella causa una funzione economico-sociale finalizzata alla realizzazione dei fini superiori dell'ordinamento, ha progressivamente lasciato spazio ad una impostazione esegetica diversa. Secondo questa diversa interpretazione, la causa rappresenta la funzione economico-individuale del contratto, come delineato nella teoria della causa in concreto sviluppata da Ferri. Pertanto, nel contesto attuale, la formazione del regolamento contrattuale non è più esclusivo appannaggio della volontà delle parti, ma si caratterizza per l'interazione paritaria di diverse fonti integrative. Di conseguenza, le parti contraenti non rivestono più il ruolo esclusivo di “legislatori sovrani” del rapporto contrattuale, vedendo la loro autonomia bilanciata e subordinata a un più ampio controllo sistemico. Si v. E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Trattato Vassalli*, XV, 2, Torino, 1960, 170 ss.; G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966.V. anche O. CLARIZIA, *Valutazione della causa in concreto e superamento del tipo legale*, in G. PERLINGIERI e G. CARAPEZZA FIGLIA (a cura di), *L'«interpretazione secondo costituzione» nella giurisprudenza. Crestomazia di decisioni giuridiche*, II, *Diritti reali. Obbligazioni. Autonomia negoziale. Responsabilità civile*, Napoli, 2012, p. 411 ss.

²⁰³ Come evidenziato dalla giurisprudenza di legittimità, in particolare recentemente dalla sentenza delle Sezioni Unite n. 5657 del 23 febbraio 2023, il giudizio di meritevolezza non si limita alla verifica della conformità formale del contratto ai principi dell'ordinamento, ma implica un'indagine concreta e sostanziale sulla finalità che il contratto persegue e sul risultato pratico che esso realizza nel caso specifico, identificabile con la sua causa concreta. Tale indagine, come chiarito in precedenza dalla stessa Corte (S.U. 4222/2017), mira a verificare se il contratto atipico persegua un risultato che, pur nella sua originalità, sia conforme ai principi fondamentali dell'ordinamento, ossia alla “coscienza civile, all'economia, al buon costume e all'ordine pubblico” Si v. Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sentenza n. 5657 del 23 febbraio 2023, in *DeJure*.

1322, secondo comma, c.c. In questa prospettiva, il controllo causale non si limita a verificare la presenza di un interesse meritevole, ma si estende alla conformità del contratto ai principi fondamentali. In quest'ottica, clausole che attribuiscono al creditore poteri assoluti e incondizionati sulla gestione dell'impresa finanziata, come il potere di veto su decisioni strategiche, risulterebbero non meritevoli di tutela, in quanto finalizzate non alla protezione del credito, ma piuttosto ad un controllo pervasivo e arbitrario sull'attività del debitore.

Il requisito di meritevolezza assume perciò un ruolo sistematico, operando quale criterio normativo deputato a garantire l'equilibrio negoziale e a scongiurare assetti pattizi che, pur formalmente leciti, risultino contrari ai principi di buona fede, correttezza e proporzionalità²⁰⁴.

I principi di proporzionalità e meritevolezza, pur mantenendo una propria autonomia concettuale, in fase di interpretazione delle norme civilistiche dialogano quindi in modo complementare, contribuendo insieme a definire un quadro di equilibrio e sostenibilità nei rapporti contrattuali. La proporzionalità, in particolare, opera *ab origine* come filtro *ex ante*, garantendo che le limitazioni contrattuali imposte non eccedano il necessario per perseguire l'interesse tutelato, mentre la meritevolezza agisce quale criterio di legittimità

²⁰⁴ Secondo l'insegnamento delle Sezioni Unite, cioè, uno squilibrio eccessivo tra le prestazioni, non giustificato da ragioni oggettive e proporzionate, può tradursi in una violazione del principio di meritevolezza, compromettendo la validità del contratto stesso. Ciò risulta particolarmente significativo nell'ambito dei contratti atipici, ove il giudizio di meritevolezza si pone quale filtro sostanziale per accertare che le clausole negoziali perseguano finalità coerenti con i valori fondamentali dell'ordinamento. Il riferimento alla causa concreta del contratto consente così di valutare non solo la struttura del contratto, ma anche l'effettiva funzione che esso svolge nel caso specifico, con particolare attenzione al bilanciamento degli interessi delle parti e alla sostenibilità delle limitazioni negoziali imposte. V. in particolare Sezioni Unite, sentenza n. 5657 del 23 febbraio 2023, cit.

sostanziale, assicurando che l'impianto contrattuale, nel suo complesso, sia conforme agli interessi socialmente rilevanti tutelati dall'ordinamento²⁰⁵.

In un'ottica applicativa, il rapporto di complementarità tra proporzionalità e meritevolezza non si esaurisce in una valutazione statica dei *covenants*, ma esige una verifica delle modalità con cui tali clausole influenzano il sinallagma contrattuale nel contesto specifico in cui operano. E così la proporzionalità, pur agendo – come si è detto – primariamente quale filtro *ex ante*, realizza il suo compimento anche nel controllo *ex post*, volto a verificare che i vincoli imposti al debitore non si traducano in una compressione eccessiva o arbitraria della sua autonomia gestionale, eccedendo il necessario per la tutela dell'interesse del creditore. In questo senso emerge la teoria della proporzionalità dinamica, sviluppata da una parte della dottrina, che sottolinea la necessità di un adattamento continuo del contratto alle circostanze che mutano. Questo approccio supera l'idea tradizionale di proporzionalità come parametro fisso e invita a considerare la relazione contrattuale come un equilibrio dinamico, che deve essere costantemente calibrato in funzione delle mutate condizioni economiche e operative delle parti. Clausole che appaiono proporzionate al momento della stipula possono diventare eccessivamente gravose nel corso dell'esecuzione del contratto, ad esempio in seguito a una significativa riduzione del debito residuo o ad una variazione delle condizioni di mercato.

²⁰⁵ Sul punto si v. G. PERLINGIERI, *Profili applicativi della ragionevolezza nel diritto civile*, Napoli, 2015, 124 ss.; E. GIORGINI, *Ragionevolezza e autonomia negoziale*, Napoli, 2010, 145 s.; G. SCACCIA, *Gli "strumenti" della ragionevolezza nel giudizio costituzionale*, Milano, 2000, 9; S. PATTI, *La ragionevolezza nel diritto civile*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2012, 1; M. ANGELONE, *Interferenze tra ragionevolezza, proporzionalità e buona fede in tema di garanzie*, in *Riv. dir. priv.*, 3, 2018, 465 ss.

Allo stesso modo, la meritevolezza, lungi dal rappresentare un mero criterio formale, si sostanzia nella verifica e successiva esclusione dal contratto di tutte quelle disposizioni che, nella loro attuazione, non garantiscano un adeguato equilibrio tra la protezione del credito e il rispetto della libertà imprenditoriale, in ossequio ai principi di buona fede e correttezza.

Tali parametri assumono perciò un rilievo determinante nelle ipotesi in cui i *covenants*, pur astrattamente giustificati, siano configurati in modo tale da creare una subordinazione strutturale del debitore, compromettendo la funzione originaria del contratto quale strumento di equilibrio negoziale tra le parti.

Un'applicazione non equilibrata dei principi di proporzionalità e meritevolezza rischia di sfociare nel fenomeno noto come “*lender governance*”, ampiamente discusso nella dottrina tedesca. Questo fenomeno si verifica quando i *covenants* attribuiscono al creditore poteri talmente pervasivi da alterare la funzione economico-sociale dell'impresa, fino a sovvertire l'equilibrio tra libertà imprenditoriale e tutela del credito²⁰⁶. In queste circostanze, i poteri esercitati dal creditore non solo compromettono l'autonomia gestionale del debitore, ma possono sfociare in una lesione dell'intero sistema di valori su cui si fonda l'ordinamento giuridico²⁰⁷.

²⁰⁶ In questo senso, come evidenziato dalla dottrina tedesca, la banca sembra mantenere l'impresa “al guinzaglio”, stabilendo vincoli così stringenti da limitare in modo significativo l'autonomia imprenditoriale del debitore. V. E. REHBINDER, op. cit., 28, «*der Kreditgeber sichert sich also, indem er den Kreditnehmer an der kurzen Leine führt*» ovvero “*Il creditore si protegge tenendo il mutuatario al guinzaglio corto*”.

²⁰⁷ Sul punto si v. M. MOZZARELLI, p. 36 «*la struttura dei covenants connette alla loro violazione di fatto la chiave d'accesso al lender per interferire nella gestione del debitore. [...] I covenants rappresentano infatti il congegno giuridico che permette al lender di forzare la rinegoziazione dei termini del prestito in una posizione di vantaggio rispetto al debitore. [...] Attraverso i covenants il lender cerca di imporre al debitore una serie di limitazioni (e di incentivi) tali da indicare chiaramente quale sia la linea di condotta avversata e, in controtela, quella preferita) dal lender. [...] la dottrina ha infatti evidenziato come la possibilità di minacciare di fatto la crisi dell'impresa si riveli un efficace deterrente per spingere il debitore verso la riscrittura del contratto in termini più congeniali al lender, date le nuove circostanze*».

3.3. Il giudizio di validità.

Si è detto che se da un lato la libertà contrattuale consente alle parti di modulare i contenuti del rapporto in funzione delle loro esigenze, dall'altro essa incontra vincoli inderogabili quando le clausole negoziate rischiano di alterare in modo sproporzionato l'equilibrio del rapporto obbligatorio²⁰⁸.

È in questo contesto che si colloca il tema della validità dei *covenants*, che, pur concepiti come strumenti di gestione del rischio creditizio, possono degenerare in limitazioni arbitrarie e oppressive, specie quando incidono sulla libertà di disposizione dei beni del debitore²⁰⁹.

²⁰⁸ In argomento v. per tutti F. VOLPE, *Contratto giusto*, in *Digesto*, Torino, 2007.

²⁰⁹ Il tema della validità dei *covenants* si inserisce in verità, in un dibattito giuridico più ampio, che richiama questioni analoghe già affrontate con riferimento ad altri strumenti contrattuali atipici, come le garanzie autonome. Si v. in particolare, in argomento, R. STAMMLER, *Der Garantievertrag. Eine civilistische Abhandlung*, in *Arch. Civ. Prax*, LXIX, 1886, che ha teorizzato per primo la categoria. V. anche C. ANGELICI, *In tema di contratto autonomo di garanzia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, 2, 111 ss.; E. BRIGANTI, *Contratto di garanzia ed esercizio del credito nella prassi bancaria italiana*, in *Vita not.*, 1980, 1061. Anche in questo caso, infatti, il confronto tra prassi negoziale e principi fondamentali del nostro ordinamento ha portato dottrina e giurisprudenza ad esaminare questi strumenti non solo in termini di utilità economica, ma anche di compatibilità con il quadro normativo interno. Sostiene coerentemente Gianfilippo Laurini, *o.c.*, 33, che l'argomento mosso da taluna dottrina secondo cui il rigetto delle nuove forme di garanzia potrebbe pregiudicare la competitività del nostro ordinamento non deve diventare una giustificazione per eludere il giudizio di ragionevolezza e la conformità al sistema normativo generale. Al contrario, il compito del diritto è proprio quello di integrare e conformare la prassi negoziale alle regole fondamentali, bilanciando le esigenze di tutela del credito con la salvaguardia della sostenibilità gestionale e operativa del debitore. Questo approccio è particolarmente rilevante nel contesto dei *covenants*, dove la necessità di prevenire situazioni di crisi deve essere armonizzata con la tutela della libertà contrattuale e dell'iniziativa economica, valori cardine del nostro ordinamento. La loro validità, quindi, non può essere valutata in astratto, ma deve essere sempre collegata alla funzione concreta della clausola e alla sua capacità di rispettare i parametri normativi e costituzionali. Cfr. anche P. PERLINGIERI, *In tema di tipicità e atipicità nei contratti*, in P. PERLINGIERI, *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, o.c., p. 396 ss.; M. ANGELONE, *Nuove forme di garanzia e «legalità costituzionale»*, *cit.*, 911.

Nell'analisi delle possibili ragioni di invalidità che possono interessare i *covenants*, la casistica più frequente è quella che riguarda i casi di contrarietà a norme imperative, nonché i casi di vaghezza o indeterminatezza delle clausole, ed infine – come si è visto – il loro potenziale conflitto con principi fondamentali²¹⁰.

Si pensi alle clausole di *disposal of assets* (di cui si è già parlato nel § 1), che impongono al debitore limiti generalizzati alla disposizione del patrimonio aziendale, salvo specifiche eccezioni (come la sostituzione con beni di valore equivalente o superiore). La validità di tali vincoli, lungi dal potersi presupporre, è evidentemente subordinata alla verifica della loro giustificazione causale e proporzionalità, come richiesto dall'art. 1379 c.c.²¹¹ Tale norma, nella sua portata precettiva, impone che i divieti di alienazione siano strettamente funzionali alla tutela di un interesse concreto, impedendo che assumano una connotazione arbitraria o assoluta. In mancanza di una connessione stringente con lo scopo perseguito dal contratto principale, il vincolo rischierebbe infatti di sfociare in una compressione sproporzionata della libertà contrattuale e gestionale del debitore.

Un ulteriore profilo critico concerne la chiarezza e la precisione nella redazione delle clausole contrattuali. Ai sensi dell'art. 1346 c.c., infatti, un contratto, e conseguentemente le singole clausole che lo compongono, deve avere un oggetto determinato o determinabile. La mancata conformità a questo requisito può compromettere la

²¹⁰ V. M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, 2020, cit., che riferisce quando sostenuto da F. ANCEL, *Nouvelles sûretés pour créanciers échaudés*, in *Cahier de droit de l'entreprise*, 1989, 5, 3 ss. e P. CROCC, *Sûretés et proportionnalité*, in *Études Simles*, Parigi, 2006, 293.

²¹¹ Sul punto, per un approfondimento sul tema, si v. *ex multis*, E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1955, ampiamente, in partic. 181 ss; P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, I.

comprensione reciproca degli obblighi contrattuali, generando incertezza nell'esecuzione del contratto e favorendo l'insorgere di potenziali contenziosi. Va da sé che *covenants* redatti in modo vago o generico possano risultare nulli per indeterminatezza, contravvenendo così a tale principio fondamentale.

Si pensi ai *financial covenants*, in cui la definizione di parametri economico-finanziari quali "indebitamento netto" o "margine operativo lordo", se non accompagnata da criteri e modalità di calcolo dettagliatamente specificati, potrebbe compromettere la prevedibilità degli obblighi contrattuali, rendendo di conseguenza impossibile la verifica della conformità dell'adempimento.

Parallelamente, un altro aspetto problematico potrebbe emergere con riferimento al margine di discrezionalità riconosciuto al creditore nell'applicazione di alcuni *covenants* redatti in modo ambiguo (si pensi alle conseguenze – in termini di equilibrio del sinallagma contrattuale – di un *covenant* che subordini le decisioni strategiche del debitore al consenso del creditore, all'interno di un contratto che non preveda parallelamente una disciplina chiara e trasparente sui limiti di tale potere).

In tutti questi casi, ammesso che l'analisi interpretativa decreti la nullità dei *covenants* sulla base di una lettura che tenga conto dei principi civilistici di cui si è detto in precedenza, tema cruciale riguarda l'interdipendenza tra i *covenants* e il contratto principale, ovvero le conseguenze di una dichiarazione di nullità del *covenants* sul contratto principale.

Come già discusso, l'istituto presenta una natura intrinsecamente ambivalente: se da un lato i *covenants* sono formalmente qualificabili come clausole contrattuali, dall'altro svolgono una funzione sostanziale che in talune circostanze li avvicina agli strumenti di garanzia, contribuendo di fatto al controllo e alla mitigazione del rischio contrattuale.

Tale ambivalenza giuridica rende imprescindibile un esame della loro incidenza sulla struttura negoziale, in particolare con riguardo agli effetti della loro eventuale nullità sul contratto principale. In questa prospettiva, la qualificazione di un *covenant* come clausola essenziale o accessoria assume un rilievo decisivo. Sennonchè, l'eliminazione dal contratto di una clausola invalida pone un'ulteriore questione: può il contratto conservare realmente la propria funzione economico-giuridica senza di essa? La risposta richiede una verifica concreta, che vada oltre la qualificazione formale di "essenzialità" attribuita dalle parti. Non tutte le clausole ritenute essenziali hanno infatti una funzione indispensabile: il criterio determinante dovrebbe allora essere quello di verificare se, anche senza il *covenant* invalido, il contratto possa perseguire gli obiettivi economici e giuridici che le parti si erano prefissate al momento della stipula²¹². Qualora, invece, l'eliminazione della clausola invalida incida su elementi fondamentali della causa negoziale – come la capacità del creditore di monitorare o mitigare il rischio – l'intero contratto potrebbe risultare compromesso.

L'art. 1419 c.c. subordina infatti l'estensione della nullità di una clausola all'intero contratto alla verifica della sua essenzialità rispetto alla causa negoziale²¹³.

In molti contratti di finanziamento, i *covenants* sono esplicitamente qualificati come indispensabili, tanto da essere spesso richiamati come condizione per la concessione del credito o per la sua continuità. Ciò pone un interrogativo fondamentale: fino a che punto

²¹² A riguardo si v. V. FRANCESCHELLI, *Nullità del contratto artt. 1418-1423*, Milano, 377 ss.

²¹³ Sul punto la bibliografia è amplissima. Si v., tra tutti, V. FRANCESCHELLI, *Nullità del contratto artt. 1418-1423*, in *Il codice civile commentario*, Milano, 377, cit.; G. FILANTI, voce *Nullità* (diritto civile), in *Enc. giur. Treccani*, 1990, XXI, 6; A. D'ADDA, *Nullità parziale e tecniche di adattamento del contratto*, Padova, 2008; G. CRISCUOLI, *La nullità parziale del negozio giuridico*, Milano, 1959; S. POLIDORI, *Discipline della nullità ed interessi protetti*, Napoli, 2001; P. M. PUTTI, *La nullità parziale – diritto interno e comunitario*, Napoli, 2002.

la nullità di un *covenant* può compromettere l'intero rapporto contrattuale? È sufficiente la mera qualificazione di “essenzialità” per determinare un'estensione della nullità, o è necessaria una verifica più approfondita sulla reale funzione che la clausola svolge nel contesto negoziale?²¹⁴.

Viene poi da chiedersi se, anche nel caso in cui un *covenant* venga qualificato come essenziale, sia sempre giustificato travolgere l'intero contratto principale con la sua nullità. Una risposta coerente con i principi di proporzionalità e sostenibilità del rapporto negoziale potrebbe portare a ritenere che, persino in presenza di una clausola essenziale, la sanzione della nullità potrebbe limitarsi unicamente al *covenant*, preservando la validità del contratto principale. Questa impostazione si fonderebbe sull'idea che, anche laddove una clausola venga riconosciuta come centrale rispetto alla causa negoziale, la sua nullità non debba necessariamente comportare la caducazione dell'intero contratto. Si potrebbe invece ritenere preferibile una soluzione che valorizzi la capacità del rapporto contrattuale di produrre ancora effetti utili per entrambe le parti, epurato dalla clausola invalida. In questa prospettiva, il creditore perderebbe il beneficio della clausola sproporzionata, senza tuttavia pregiudicare il rapporto complessivo, mentre il debitore potrebbe mantenere in essere un contratto che, pur depurato, rimane funzionale agli obiettivi economico-giuridici originari. Un simile approccio, oltre a garantire la sopravvivenza del contratto, avrebbe un significativo effetto deterrente: la consapevolezza che la nullità di un *covenant* sproporzionato privi esclusivamente la parte beneficiaria della clausola del

²¹⁴ Ciò incentiverebbe una maggiore attenzione alla redazione delle clausole, promuovendo un approccio negoziale più equilibrato e rispettoso dei principi di proporzionalità e buona fede. In questo senso, G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, o.c., 510; v. anche DE VALLOIS – DE LAENDER, *Les sûretés négatives*, o.c., 12.

vantaggio che ne deriva, disincentiverebbe senz'altro l'inserimento di clausole eccessive o abusive.

La giurisprudenza e la dottrina convergono nel ritenere che la qualificazione di una clausola come essenziale non possa essere affidata esclusivamente alla volontà delle parti, ma debba essere valutata alla luce della causa concreta del contratto²¹⁵. In altre parole, occorre interrogarsi se il contratto avrebbe potuto essere concluso anche in assenza del *covenant* nullo. Questo approccio impone un'analisi funzionale del rapporto contrattuale, che consideri non solo le dichiarazioni formali delle parti, ma anche - ancora una volta - la struttura economico-giuridica dell'intero accordo nel suo complesso.

²¹⁵ Il tema dell'essentialità delle clausole contrattuali è stato per lungo tempo al centro di un acceso dibattito giuridico e dottrinale, emerso, ad esempio, in relazione alla nullità delle fideiussioni ABI conformi ai modelli censurati dalla Banca d'Italia. La questione verteva sull'impatto della nullità di una clausola sull'intero contratto: se ritenuta essenziale, la sua invalidità avrebbe potuto compromettere la validità dell'intero negozio; viceversa, se considerata accessoria, il contratto avrebbe potuto sopravvivere depurato di quella specifica disposizione. Si v., tra tutti, per una ricostruzione del dibattito emerso, C. BELLI, *Contratti a "valle" in violazione di intese vietate dalla legge antitrust*, in *giustiziacivile.com*; B. BORRILLO, *La nullità della fideiussione omnibus per violazione della normativa antitrust*, in *Diritto Bancario.it*, 3, 2018; R. FEDERICO, *Operazione economica e nullità dei contratti derivati da intesa anticoncorrenziale*, in *Corr. giur.*, 2018, 8-9, 1063 ss.; I. OTTOMBRINO, *La sorte delle fideiussioni bancarie redatte su schema ABI*, in *Corr. giur.*, 3, 2020, 408 ss. e da A. GENTILI, *La nullità dei contratti a valle come pratica concordata anticoncorrenziale (il caso delle fideiussioni ABI)*, in *Giust. civ.*, 4, 2019, 675 ss. Le Sezioni Unite, con la sentenza n. 41994 del 2021, hanno sancito la nullità parziale delle fideiussioni *omnibus* che riproducevano clausole anticoncorrenziali censurate dalla Banca d'Italia. Con recente ordinanza n. 27243 del 21 ottobre 2024, la Terza Sezione Civile ha poi esteso tale principio anche alle fideiussioni specifiche, affermando che la nullità delle clausole in questione si applica indipendentemente dalla tipologia di fideiussione adottata. La sentenza è disponibile online su [Cass.-Civ.-Sez.-III-21-ottobre-2024-n.-27243.pdf](#). Questa evoluzione giurisprudenziale conferma la necessità di una verifica rigorosa della funzione delle clausole contestate, superando l'automatismo delle qualificazioni fornite dalle parti. In particolare, il principio affermato dalla Corte ribadisce che, se il contratto può sopravvivere senza le clausole invalide, la nullità non si estenderà all'intero negozio, salvo che non si dimostri che le clausole censurate incidono sulla ragione giustificativa del contratto stesso. Applicando questo ragionamento ai *covenants*, si comprende come la loro nullità, pur potenzialmente critica, non debba necessariamente compromettere l'intero contratto. Anche in tale contesto, è imprescindibile interrogarsi sulla reale funzione che le clausole svolgono nel quadro negoziale e sulla loro connessione con la causa concreta del contratto. La giurisprudenza recente rappresenta dunque un passo avanti nel garantire un equilibrio tra la tutela dei principi di concorrenza e la stabilità dei rapporti contrattuali, evitando che l'invalidità di singole disposizioni possa generare conseguenze eccessivamente gravose o sproporzionate.

Ad esempio, un *covenant* che imponga al debitore il rispetto di determinati indici finanziari potrebbe essere considerato essenziale se strettamente collegato alla mitigazione del rischio creditizio. Tuttavia, laddove tale clausola si riveli sproporzionata o non strettamente necessaria, la sua nullità non dovrebbe automaticamente travolgere l'intero contratto, ma richiederebbe una valutazione più approfondita sulla possibilità di mantenerlo in vita senza quella specifica clausola.

3.4. L'inadempimento: proporzionalità e meritevolezza nell'applicazione dei rimedi.

La violazione di un *covenant* è un evento tutt'altro che infrequente²¹⁶ e determina il c.d. *technical default*, che non coincide con l'inadempimento dell'obbligo di rimborso del capitale o degli interessi, ma riguarda esclusivamente il mancato rispetto del parametro stabilito dalla clausola o del comportamento da rispettare (qualora si tratti di un *covenant* positivo). In questo senso, il *technical default* non equivale quindi ad una situazione di crisi aziendale, ma segnala unicamente una deviazione dal requisito previsto. Anche per questo le conseguenze giuridiche di una violazione del *covenant* possono assumere forme diverse, calibrate sulla gravità della violazione e sulle specifiche esigenze di tutela del creditore²¹⁷. *In primis*, potrebbe essere prevista la risoluzione automatica del contratto mediante clausola risolutiva espressa (art. 1456 c.c.) o condizione risolutiva (art. 1353 c.c.),

²¹⁶ V. M. MOZZARELLI, *o.n.c.*, 28 s., «la chiave di volta della dinamica dei *covenants* è contenuta nella combinazione di violazione e rinegoziazione dei *covenants* stessi. Il punto di partenza dell'analisi è la frequenza delle violazioni: lungi dal rappresentare un fatto sporadico, la violazione dei *covenants* nell'esperienza statunitense è un evento piuttosto comune».

²¹⁷ G. LAURINI, *Nuove garanzie atipiche tra diritto, prassi e meritevolezza degli interessi*, cit., 221.

strumenti che il codice civile riconosce purché vi sia una chiara predeterminazione del loro funzionamento e della causa scatenante. Questi rimedi, se non calibrati in maniera congrua rispetto alla gravità dell'inadempimento, rischiano tuttavia di eccedere il loro scopo, violando il principio di proporzionalità sancito implicitamente nell'art. 1322 c.c. di cui si è detto²¹⁸. Questo rischio si amplifica nei casi in cui la violazione del *covenant* non sia imputabile direttamente alla società debitrice, ma dipenda da decisioni di terzi – come i soci – che, pur essendo giuridicamente riconducibili alla società, non sempre riflettono la volontà diretta del soggetto contrattualmente vincolato. Per questa ragione, la prassi bancaria tende a evitare un'attivazione automatica della risoluzione, utilizzando invece un sistema rimediale più graduale e flessibile, attuando rimedi che adattino cioè la risposta del creditore alla gravità del *default*²¹⁹. Ciò dipende anche dalla circostanza che i *covenants*,

²¹⁸ Sul punto la bibliografia è amplissima, si v. *inter alia* M. GIORGIANNI, *Obbligazione (diritto privato)*, in *Noviss. dig. it.*, XI, 1965; ID., *L'inadempimento*, Milano, 1975.

²¹⁹ La prassi bancaria e contrattuale degli ultimi anni, soprattutto in seguito alla crisi economica scaturita dall'emergenza COVID-19, ha evidenziato un progressivo mutamento nell'approccio ai rimedi contrattuali. Tradizionalmente, l'impostazione codicistica era fortemente orientata verso rimedi demolitori, come la risoluzione automatica del contratto, in caso di inadempimento. Tuttavia, il contesto emergenziale e la conseguente necessità di preservare il tessuto economico e sociale hanno accelerato l'affermazione di una diversa gerarchia dei rimedi, che vede prevalere quelli conservativi. Tali rimedi si basano su una logica di flessibilità e gradualità, mirata a salvaguardare la continuità dei rapporti contrattuali e a limitare l'impatto di eventi eccezionali o transitori sulle parti coinvolte. L'orientamento verso misure più accomodanti riflette una maggiore attenzione alla sostenibilità economica, ma anche una rinnovata interpretazione del principio di buona fede contrattuale, che impone un'attivazione responsabile e proporzionata del potere risolutivo del creditore. Questa evoluzione è visibile, ad esempio, nell'applicazione delle moratorie sui mutui e nei meccanismi di ristrutturazione del debito, strumenti che hanno acquisito centralità nel contesto pandemico. La loro crescente adozione testimonia come i rimedi demolitori, pur mantenendo la loro rilevanza teorica, stiano diventando sempre più recessivi nella prassi, cedendo spazio a strategie orientate alla mitigazione delle conseguenze del *default*, in linea con l'esigenza di favorire una ripresa economica inclusiva e sostenibile. Si v. sul punto P.G. MARASCO, *La rinegoziazione del contratto. Strumenti legali e convenzionali a tutela dell'equilibrio negoziale*, Padova, 2006, 108 ss.: «se è vero che il principio di correttezza non è semplicemente specchio di un generico sentire sociale, ma somma di valutazioni espresse “nella legge fondamentale dello Stato, come tali sopraordinate ad ogni altra anche dal punto di vista formale”, si deve allo stesso modo ritenere che la normativa sulla correttezza (con le regole che ne scaturiscono, ivi compreso il dovere di rinegoziare un contratto sperequato, non possa essere derogata né dalla volontà delle parti né da norme dispositive (rispetto alle quali, nell'ipotesi di “contrasto”, è destinata comunque a prevalere). Dunque,

come si è visto, sono concepiti soprattutto come strumenti di monitoraggio continuo del rischio creditizio, operano come una sorta di “segnale di allarme” che abilita la banca a esercitare diritti specifici, volti non solo a proteggere le proprie ragioni creditizie, ma anche a preservare, ove possibile, il rapporto contrattuale. In questo senso appare più coerente che la loro violazione non si traduca automaticamente in una risoluzione del contratto, ma costituisca piuttosto un elemento che consente alla banca di attivare meccanismi di tutela proporzionati alla gravità dell’inadempimento. La risoluzione del contratto e la decadenza dal beneficio del termine (*ex art. 1186 c.c.*), benché previste come *extrema ratio*, vengono cioè attuate, nella prassi, solo quando altre soluzioni più bilanciate si rivelino inefficaci nel ristabilire l’equilibrio del rapporto negoziale²²⁰.

Coerentemente con quanto detto, per inadempimenti meno rilevanti, i c.dd. *soft defaults*, nella prassi non è raro che si scelga di applicare semplicemente un aumento del tasso di interesse, il quale, oltre a compensare il maggior rischio sopportato dal creditore, assolve a una funzione deterrente e correttiva. Per inadempimenti più gravi, invece, non è infrequente nella prassi contrattuale che si adottino misure alternative come la richiesta di garanzie supplementari, la riduzione dell’indebitamento attraverso la cessione di *asset* non strategici ovvero l’imposizione di limitazioni gestionali, quali l’obbligo di ottenere il consenso del creditore per operazioni strategiche²²¹. Tali strumenti, pur trovando

allorché l’esecuzione del contratto secondo buona fede imponga ai contraenti di rinegoziare l’originario assetto contrattuale al fine di adeguarne il contenuto alla mutata realtà per la sua migliore attuazione, il rimedio della rinegoziazione (a favore di tutti i contraenti svantaggiati o meno dalla sopravvenienza), in quanto espressione di una norma imperativa dell’ordinamento giuridico, dovrebbe prevalere su quello risolutorio».

²²⁰ V. M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, cit.

²²¹ Secondo G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, o.c., p. 505, «nella prassi bancaria le stesse clausole di *covenants*, caratterizzando la violazione da parte del debitore dei vincoli da esse posti a suo carico quale specifico event of default, normalmente attribuiscono, intervenuto tale evento, degli specifici diritti al finanziatore, propedeutici alla risoluzione

legittimità nel principio di autonomia negoziale, andrebbero valutati caso per caso in un'ottica di adeguatezza e proporzionalità rispetto alla tutela effettiva del credito e al mantenimento della funzionalità economica dell'impresa.

In questo contesto, si rileva una duplice prospettiva nella prassi bancaria: da un lato, l'utilizzo di clausole rigide come le c.d. *cross default clauses*, che collegano automaticamente il *default* dell'impresa finanziata a eventi di inadempimento relativi ad altri contratti di credito. Queste clausole ampliano la nozione di inadempimento contrattuale, stabilendo che il *default* del debitore nei confronti di un terzo soggetto – sia esso un altro creditore o, in alcune versioni, una società appartenente al medesimo gruppo – possa automaticamente costituire inadempimento anche nel rapporto con la banca finanziatrice. Attraverso questo meccanismo, si crea una correlazione tra diversi rapporti di credito, consentendo al creditore principale di reagire tempestivamente di fronte a segnali di crisi, soprattutto nei contesti in cui la stabilità dell'impresa finanziata risulta compromessa su più fronti²²². Dall'altro lato, si affiancano strumenti più flessibili, come i termini di grazia e le diffide ad adempiere, volti a gestire irregolarità transitorie o

del contratto: ovvero il diritto ad ottenere delle garanzie supplementari, ad inasprire unilateralmente i financial covenants, o a richiedere dei mutamenti nella gestione dell'impresa».

²²² In alcune configurazioni, tali clausole servono anche a preservare la *par condicio creditorum*, prevenendo il rischio che nuovi creditori possano acquisire priorità indebite, in violazione dei diritti dei finanziatori originari. V. M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, o.c. L'utilizzo delle *cross-default clauses*, tuttavia, non è privo di criticità. Se impiegate in modo indiscriminato o rigido, tali clausole rischiano di innescare effetti domino, accelerando lo stato di crisi dell'impresa e aggravando la posizione del creditore stesso. La loro applicazione deve quindi essere accompagnata da una valutazione attenta della specificità del caso concreto, evitando che si traducano in un appesantimento del contesto già fragile dell'impresa finanziata. È evidente, infatti, che il coinvolgimento simultaneo di più rapporti obbligatori potrebbe compromettere le possibilità di ristrutturazione del debito e ostacolare soluzioni volte a preservare la continuità aziendale.

marginali senza ricorrere immediatamente a rimedi drastici, permettendo al debitore di sanare l'inadempimento entro un periodo predeterminato.

Non meno rilevanti, in questo quadro, sono le *waiver clauses*, di cui si è già parlato²²³, ovvero clausole che attribuiscono alla banca la facoltà di sospendere temporaneamente l'esercizio dei rimedi contrattuali, in presenza di condizioni che, pur integrando formalmente un inadempimento, non abbiano determinato un effettivo deterioramento della posizione del creditore. Queste rinunce, spesso concesse previa presentazione di piani industriali credibili e dietro compensi economici sotto forma di maggiorazioni del tasso di interesse o ulteriori garanzie, rappresentano un esempio di adattamento funzionale del rapporto obbligatorio, finalizzato a contenere le ripercussioni di eventi contingenti che non pregiudicano in maniera significativa l'equilibrio contrattuale.

Tali clausole, così come i termini di grazia e le *waiver clauses*, trovano una giustificazione nella logica di prevenzione del rischio e di riequilibrio del rapporto contrattuale, ma devono essere attuate con criteri di proporzionalità e ragionevolezza. Lungi dal rappresentare semplici automatismi sanzionatori, queste previsioni contrattuali devono riflettere un'adeguata ponderazione degli interessi coinvolti, riconoscendo al creditore gli strumenti necessari per tutelare la propria posizione senza però comprimere oltre misura le possibilità di ripresa dell'impresa finanziata. La loro efficacia, pertanto, non può prescindere da una applicazione che tenga conto del quadro complessivo del rapporto e delle finalità negoziali sottese, evitando distorsioni che potrebbero compromettere la funzione economica del contratto stesso.

²²³ § 2.3.

L'impatto dei rimedi previsti in caso di inadempimento non può essere considerato esclusivamente sotto il profilo della loro efficacia immediata nella tutela del credito, ma deve essere analizzato anche alla luce delle conseguenze che tali strumenti possono produrre sul piano strutturale e operativo dell'impresa finanziata. Quando l'applicazione di questi rimedi si spinge oltre i limiti della proporzionalità, non solo si rischia di compromettere irrimediabilmente le possibilità di risanamento dell'impresa, ma si apre anche la strada a potenziali responsabilità del creditore, in particolare per attività che configurano una vera e propria ingerenza nella gestione dell'impresa, rientrando così nell'ambito della responsabilità del finanziatore per direzione e coordinamento.

Si pensi ad un caso di aumento del tasso di interesse ovvero alla richiesta di garanzie aggiuntive, rimedi che, se applicati in maniera indiscriminata, possono aggravare ulteriormente la crisi finanziaria del debitore, erodendo le sue risorse e rendendo più arduo il rispetto delle obbligazioni contrattuali. Similmente, il ricorso a misure quali la cessione forzata di *asset* non strategici, sebbene giustificato dall'esigenza di ridurre l'indebitamento, può alterare l'equilibrio patrimoniale dell'impresa e comprometterne le prospettive di ripresa, spingendo il finanziatore ad un controllo di fatto sulle scelte operative del debitore.

Quando il creditore utilizza rimedi contrattuali in modo tale da condizionare in maniera sostanziale la gestione dell'impresa, si entra perciò in un terreno che può essere riconducibile alla figura della responsabilità del finanziatore per attività di direzione e coordinamento²²⁴. Tali situazioni emergono con maggiore frequenza quando l'esercizio

²²⁴ S. BONFATTI, P.F. CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011, 629 ss.

dei rimedi si traduce in decisioni che vanno oltre la salvaguardia del rapporto contrattuale e incidono direttamente sulla struttura o sulle dinamiche interne dell'impresa.

Il collegamento tra l'applicazione sproporzionata dei rimedi e la responsabilità del finanziatore si radica, dunque, ancora una volta, nella necessità di rispettare i principi di proporzionalità e meritevolezza. Questi principi, oltre a fungere da criteri di equilibrio tra i diritti delle parti nella fase fisiologica del rapporto, ossia durante la fase di predisposizione dei *covenants*, assumono una rilevanza centrale anche nella fase patologica: qui, infatti, operano come strumenti di garanzia contro il rischio che il creditore ecceda i confini della legittima tutela del credito, trasformando il contratto in un mezzo di direzione occulta dell'impresa finanziata. In questo senso, l'adozione di rimedi che limitino la capacità operativa dell'impresa – come la cessione forzata di *asset* strategici o l'imposizione di restrizioni gestionali – deve essere attentamente calibrata. Se tali misure si rivelano sproporzionate o ingiustificate, rischiano di tradursi in una sostanziale espropriazione della capacità decisionale del debitore, facendo emergere una responsabilità del finanziatore per i danni derivanti da un'ingerenza indebita nella gestione dell'impresa. La proporzionalità, quindi, non è solo, come si è visto, un criterio di legittimità dell'istituto, ma anche un argine essenziale contro derive patologiche del rapporto contrattuale.

CONCLUSIONI

L'indagine ha evidenziato che, pur essendo concepiti come strumenti di monitoraggio e mitigazione del rischio, i *covenants* hanno assunto una funzione che si spinge oltre la tutela del credito, sfiorando dinamiche di controllo gestionale dell'impresa finanziata. Tale evoluzione peraltro è particolarmente evidente nel caso dei *green covenants*, i quali, oltre ad una eventuale funzione di protezione del credito, sono progettati per realizzare obiettivi più ampi, come il rispetto dei parametri ESG, promuovendo la sostenibilità ambientale, sociale e di *governance*, e introducendo così finalità che travalicano le esigenze strettamente finanziarie del contratto.

Ciò, se da un lato rispecchia le esigenze di maggiore sicurezza nei rapporti finanziari, dall'altro solleva interrogativi sulla loro compatibilità con i principi fondamentali del diritto civile e con le dinamiche di autonomia privata.

In questa prospettiva critica lo studio è stato condotto sotto differenti prospettive che spaziano dal vaglio di costituzionalità dell'istituto (in relazione alle più diffuse prassi negoziali, caratterizzate da forte ingerenza della banca nelle scelte gestionali dell'impresa finanziata) per arrivare ad esaminare il modo in cui i *covenants* concretamente operano nelle fasi patologiche del rapporto di finanziamento.

Un primo ambito di indagine ha riguardato i limiti di operatività dell'istituto in rapporto alla necessaria tutela del principio di libertà di iniziativa economica sancito dall'art. 41 cost.: risulta evidente che i *covenants* pur senza perdere d'occhio la loro funzione essenziale di mitigazione del rischio creditizio, rischiano di incidere (rischio particolarmente accentuato nei *negative covenants*) sulle scelte di gestione strategica e

operativa dell'impresa finanziata. Soprattutto nelle situazioni di mercato interessate da crisi emergenziali, come è accaduto ad esempio durante la pandemia da Covid-19, è concreto il rischio di perdere di vista (nella strutturazione negoziale e nell'adempimento degli obblighi nascenti dai *covenants*), il principio di proporzionalità, al fine di contemperare l'esigenza di tutela del credito con il necessario dinamismo operativo dell'impresa finanziata.

Si pensi, ad esempio, a tutti quei *negative covenants*, piuttosto frequenti nella prassi negoziale bancaria, che subordinano al consenso della banca la decisione dell'impresa di alienare *asset* aziendali. Ne è emerso che l'eccessiva ingerenza nella *governance* dell'impresa, da parte della banca finanziatrice, rischia di tradire paradossalmente proprio la finalità dell'istituto: il mantenimento dello stato salute economica e finanziaria dell'impresa finanziata, il che necessita inevitabilmente di dinamismo ed autonomia delle scelte gestionali.

È emerso un possibile punto di equilibrio, tra tutela del credito e libertà della *governance*, nell'adozione di *waiver*, che conducono l'impresa finanziata e la banca finanziatrice ad un nuovo tavolo di confronto, che a sua volta presuppone una temporanea sospensione dei diritti e degli obblighi nascenti dal contratto di finanziamento, istituto rivelatosi particolarmente utile durante l'emergenza pandemica. Si tratta a tutti gli effetti di un obbligo di rinegoziazione contrattuale improntato ai principi della buona fede *ad adimplendum*, capace di garantire flessibilità nell'affrontare le normali dinamiche d'impresa.

Un altro tema centrale, a cui si prestato attenzione, discorrendo dei profili di nullità dei *covenants* (nullità derivata anche dalla violazione dei principi costituzionali di cui si è detto), ruota intorno al tema della conservazione del contratto ai sensi dell'art. 1419 c.c. In merito, sembra potersi concludere nel senso che l'invalidazione del contratto di finanziamento, di fronte a un *covenant* interessato da ragioni di nullità, non promana dalla formale qualificazione di quel *covenant* come essenziale. Sembra piuttosto assumere rilievo il profilo funzionale e dunque è utile interrogarsi sulle conseguenze che derivano, sul contratto di finanziamento, dall'eliminazione della clausola sospetta di nullità. Tale approccio implica, di fatto, l'esperimento di una sorta di *stress test* per verificare se, depurato il contratto principale del *covenant* nullo, resti integra la finalità economico-giuridiche dello stesso. In questo contesto torna pienamente operativo ed utile il principio di meritevolezza: la validità del contratto di finanziamento è inevitabilmente condizionata dalla possibilità di continuare a garantire il soddisfacimento dei reciproci interessi delle parti, ancorché quel contratto resti monco della previsione negoziale censurata. In questo contesto l'esperienza pandemica ha evidenziato l'utilità di un approccio flessibile al tema della invalidità dei *covenants*, in funzione della sostenibilità del contratto di finanziamento in presenza, di *covenants* nulli ma non immediatamente e direttamente posti a tutela del credito. Del resto, l'alternativa della risoluzione del contratto di finanziamento, per effetto della nullità della singola clausola, è sempre l'opzione meno preferibile, per l'impresa finanziata, nella misura in cui ciò si tradurrebbe – soprattutto nella fase iniziale del rapporto – in un obbligo di rimborso anticipato del finanziamento.

Un'attenzione particolare è stata riservata al tema dei *green covenants*, ovvero alle clausole ispirate ai principi della sostenibilità e allineate ai parametri ESG (*Environmental, Social,*

Governance). Gli stessi, come è emerso all'esito della indagine condotta, rispondono alle crescenti esigenze di responsabilità sociale, nonché di approccio sostenibile al mercato e di conseguente più agevole fruizione delle leve creditizie. Nonostante alcuni limiti operativi, i *green covenants* potrebbero rappresentare, sul mercato della negoziazione del credito, un'interessante alternativa ai tradizionali strumenti di garanzia, nella misura in cui essi riescano a coniugare l'obiettivo della tutela del credito con il risultato della sostenibilità sociale e ambientale del progetto imprenditoriale. Del resto, l'apprezzamento del prodotto "*green*" sul mercato finale, da parte cioè del pubblico dei consumatori, finisce per incentivare la capacità di penetrazione sul mercato dell'impresa finanziata, dando conforto ai progetti imprenditoriali, e finendo per tutelare maggiormente – in termini di salute economica dell'impresa finanziata – il rischio creditizio.

BIBLIOGRAFIA

- G. ALPA, *Le stagioni del contratto*, Bologna, 2011.
- F. ANCEL, *Nouvelles sûretés pour créanciers échaudés*, in *Cahier de droit de l'entreprise*, 1989, 5, 3 ss.
- C. ANGELICI, *In tema di contratto autonomo di garanzia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, 2, p. 111 ss.
- M. ANGELONE, *Nuove forme di garanzia e «legalità costituzionale»*, in *Giust. civ.*, 2019, p. 924 ss.
- M. ANGELONE, *Interferenze tra ragionevolezza, proporzionalità e buona fede in tema di garanzie*, in *Riv. dir. priv.*, 3, 2018, 465 ss.
- M. ANGELONE, *Diritto privato «regolatorio», conformazione dell'autonomia negoziale e controllo sulle discipline eteronome dettate dalle authorities*, in *Nuove Autonomia*, 3, 2017, 442 ss.
- G. ARKELOF, *The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism*, in *The quarterly journal of economics*, vol 84, 3, 1970, pp. 488 ss.
- P.S. ATIYAH, *The Rise and Fall of Freedom of Contract*, Oxford, 1979
- D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2006, 1209 ss.
- G. BARBARA, *Covenants e «fattispecie aggregative». Contributo alla teoria del controllo e del collegamento «esterni»*, Torino, 2022
- R. BARONTINI, *La valutazione del rischio di credito*, Bologna, 2000
- BANCA MEDIOCREDITO, *I covenants di bilancio dei finanziamenti a medio e lungo termine*, Roma, 2003, 11

- C. BELLÌ, *Contratti a "valle" in violazione di intese vietate dalla legge antitrust*, in *giustiziacivile.com*
- F. BERTELLI, *Autonomia negoziale e iniziativa economica privata alla luce delle modifiche degli artt. 9 e 41 Cost.*, in *Riv. dir. dell'impresa*, 3, 3023
- A. BERTONI, G. BERTINETTI, E. MOSCHETTA, *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano*, Milano, 2000
- J. BESSIS, *Risk management in banking*, Sussex, 2002
- E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Trattato Vassalli*, XV, 2, Torino, 1960, 170 ss.
- G. BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2022
- R. A. BREALEY, S.C. MYERS, F. ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, New York, 2022, consultabile su <https://library.emaan.edu.pk/dashboard/Book/ebook/book/Principles%20of%20Corporate%20Finance%20.pdf>
- E. BRIGANTI, *Contratto di garanzia ed esercizio del credito nella prassi bancaria italiana*, in *Vita not.*, 1980, p. 1061
- E. BRIGANTI, *Garanzie personali atipiche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1988, I, p. 573 s.
- D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2006, 1209 ss.
- C.M. BIANCA, *Diritto civile*, vol. III, Milano, 2° ed., 2000, 163 ss.
- C.M. BIANCA, *Diritto civile, III, Il contratto*, Milano, 2000 p. 422 C
- S. BJERRE, *Secured Transactions Inside Out: Negative Pledge Covenants Property and Perfection*, in *Cornell L. Rev.*, 1999, 84, consultabile su <https://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol84/iss2/1/>
- F. BOCCHINI, *Limitazioni convenzionali del potere di disposizione*, Napoli, 1977

- S. BONFATTI, P.F. CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011, 629 ss.
- B. BORRILLO, *La nullità della fideiussione omnibus per violazione della normativa antitrust*, in *Diritto Bancario.it*, 3, 2018
- P. BORSANO, *Il leveraged buyout nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Il nuovo diritto delle società*, 1, 2015
- W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, 2006, liberamente scaricabile su <https://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/581/>
- R. BROOK, *Debt Covenants and Event Risk: The Practitioner as a Source of Evidence*, in *Working Paper*, in *The Center for Law and Economics Studies, Columbia University School of Law*, 51, 1990
- A. BROZZETTI, *La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2022, I, 415 ss.
- G. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Milano
- A. CARRETTA, *Evoluzione dei modelli di intermediazione finanziaria, cambiamento della cultura bancaria e ruolo delle centrali dei rischi*, in *La centrale dei rischi nella gestione del credito: esperienze e prospettive*, in *a c. della Banca d'Italia*, Roma, 2002
- R. CATALANO, *Inadempimento e abuso nelle obbligazioni negative*, Napoli, 2024
- E. CATERINI, *Sostenibilità e ordinamento civile. Per una riproposizione della questione sociale*, vol. 4, in *Pubblicazioni dell'ADP. Sez. Studi e lezioni / Associazione dei dottorati di diritto privato*, Napoli, 2018
- G. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in *Riv. dir. bancario*, 4, 2023, p. 67 ss.

- S.A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2022, 63 ss.
- Y. CHAPUT, *Les sûretés négatives*, in *Annales de la Faculté de droit de Clermont*, 1974, 11
- M. CISOLLA, *COVID-19, deterioramento del merito creditizio e finanziamenti garantiti da covenants*, 2020, consultabile su <https://www.dirittobancario.it/art/covid-19-deterioramento-del-merito-creditizio-e-finanziamenti-garantiti-da-covenants/>
- R. CLARIZIA, *La causa di finanziamento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 1982, pp. 580 ss.
- R. CLARIZIA, *Il contratto tra tipico e atipico: la distinzione serve ancora?*, in G. CASSANO, R. CLARIZIA (a cura di) *I singoli contratti. Tipici e atipici nell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, Milano, 2017, pp. 1 ss.
- O. CLARIZIA, *Valutazione della causa in concreto e superamento del tipo legale*, in G. PERLINGIERI e G. CARAPEZZA FIGLIA (a cura di), *L'«interpretazione secondo costituzione» nella giurisprudenza. Crestomazia di decisioni giuridiche*, II, *Diritti reali. Obbligazioni. Autonomia negoziale. Responsabilità civile*, Napoli, 2012, p. 411 ss.
- P. CORRIAS, *Spunti in tema di garanzie personali del credito*, in *Riv. dir. impr.*, 2014, p. 434 s.
- L. COVIELLO, *L'obbligazione negativa. Contributo alla teoria delle obbligazioni*, vol. I, Napoli, 1931, 47 ss. e vol. II, Napoli, 1934
- P. CROQ, *Sûretés et proportionnalité*, in *Études Simles*, Parigi, 2006, 293
- J. DALY, C.G. BOIES e E. AGHEDO, *ESG and sustainability-linked provisions in U.S. credit agreements*, in *The Banking Law Journal*, 1, 2023, 194 ss.
- G. D'AMICO, *«Regole di validità» e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996

- P. L. DAVIES, S. WORTHINGTON, *Gower and Davies' principles of modern company law*, Londra, 2012
- A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, 1089 ss.
- Si v. DEBORAH LICIA MUSTO, *L'eterointegrazione del contratto e il ruolo delle Autorità Amministrative Indipendenti*, in *Dirittifondamentali.it*, 3, 2024
- G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, in *Oss. dir. civ. e comm.*, 2, 2021, pp. 347 ss.
- G. DE DONNO, *Tutela del credito e mutamento climatico. Ruolo dell'interprete e rilettura degli istituti*, in *Riv. dir. dell'impresa*, 1, 2024
- G. DE LAURENTIS, *Il rischio di credito, I fidi bancari nel nuovo contesto teorico, normativo e di mercato*, Milano, 1994
- G. DE LAURENTIS, A. SIRONI, *Dalla selezione del credito al credit risk management: opportunità e cautele per le banche italiane*, in *Bancaria*, 1998, pp. 66 ss.
- D. DEPLANO, *Le obbligazioni negative*, Napoli, 2014
- M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002
- V. DESARIO, *Dalla legge bancaria del 1936 al testo unico: profili operativi*, in *Atti del convegno "Il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia: esperienze e prospettive"*, ABI, Roma
- M. DE VALLOIS – DE LAENDER, *Les sûretés négatives*, Parigi, 1998
- T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, 1, 607 ss.
- A. FEDERICO, *Tipicità e atipicità dei contratti*, in C. PERLINGIERI, L. RUGGERI (a cura di), *L'incidenza della dottrina sulla giurisprudenza nel diritto dei contratti*, Napoli

- R. FEDERICO, *Operazione economica e nullità dei contratti derivati da intesa anticoncorrenziale*, in *Corr. giur.*, 2018, 8-9, 1063 ss.
- G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966.
- M. FRAGALI, *Garanzia e diritti di garanzia*, in *Enc. dir.*, XVIII, Milano, 1969, p. 448 ss.
- V. FRANCESCHELLI, *Nullità del contratto artt. 1418-1423*, Milano, 377 ss.
- C.A. FUNAIOLI, *Divieto di alienazione (diritto privato)*, in *Enc. dir.*, XIII, Milano, 1964, p. 403
- E. GABRIELLI, *Il pegno "anomalo"*, Padova, 1990
- E. GABRIELLI, *Autonomia privata e diritto comune europeo delle garanzie mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1995, p. 643 ss.
- E. GALANTI, *Garanzia non possessoria e controllo della crisi d'impresa: la floating charge e l'administrative receivership*, in *Quaderni della ricerca giuridica*, n. 51, Roma, Banca d'Italia, *passim*.
- A. GALASSO, *Credito (contratti di)*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. civ., V, Torino, 1989, pp. 25 ss.
- F. GALGANO, *Le società in genere. Le società di persone*, in A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (diretto da) e P. SCHLESINGER (continuato da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, 3a ed., Milano, 2007
- D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, 2008, s.d., in www.unitn.it
- P. GALLO, *Asimmetrie informative e doveri di informazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007
- F. GAMBINO, *Problemi del rinegoziare*, Milano, 2004
- L. GAROFALO, *Il ruolo della buona fede oggettiva nell'esperienza giuridica storica e contemporanea: atti del Convegno internazionale di studi in onore di Alberto Burdese*, Padova, Venezia, Treviso, 14-15-16 giugno 2001

- A. GENTILI, *La replica della stipula: riproduzione, rinnovazione, rinegoziazione del contratto*, in *Contr. impr.*, 2003, p. 708
- A. GERTH, *Atypische Kreditsicherheiten*, Francoforte, 1980
- G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009, III, 609 ss.
- M. GIORGIANNI, *Obbligazione (diritto privato)*, in *Noviss. dig. it.*, XI, 1965
- M. GIORGIANNI, *L'inadempimento*, Milano, 1975
- E. GIORGINI, *Ragionevolezza e autonomia negoziale*, Napoli, 2010, 145 ss.
- H. HARRIES, *Die negativklausel*, in *Wertpapiermitteilungen*, 1978, 1158
- C. A. HILL, *Is secured debt efficient?*, *Tex. L. Rev.*, 2002, 80, pp. 1117 ss.
- R. A. HILLMAN, *The Richness of Contract Law: An Analysis and Critique of Contemporary Theories of Contract Law*, Berlino, 1997
- M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Fin. Econ.*, 3, 1976, pp. 305 ss.
- M. JENSEN, *Active investors, LBO's, and the privatization of bankruptcy*, in *Journal of applied corporate finance*, Vol. 2, 1, 1989, pp. 35 ss., reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1581817
- M. KAHAN, M. KLAUSNER, *Antitakeover provisions in bonds: bondholder protection or management entrenchment?*, 40 *UCLA L. Rev.*, 931, 1993, *passim*
- M. KÄSTLE, *Rechtsfragen der Verwendung von Covenants in Kreditverträgen*, Berlin, 2003
- W.A. KLEIN, J.C. COFFEE Jr., *Business organization and finance. Legal and economic principles*, New York, 2004, 252

- J. KÖNDGEN, *Financial Covenants – “Symbiotische” Finanzierungsverträge im Spannungsfeld von Verträgen, Gesellschafts und Insolvenzrecht*, in *Insolvenzrecht*, Colonia, 1997
- G. LAURINI, *Nuove garanzie atipiche tra diritto, prassi e meritevolezza degli interessi*, Napoli, 2020
- M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Riv. del Comm. Internazionale*, 2023, 63 ss.
- M. LIBERTINI, *Gestione “sostenibile” delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. impr.*, 1, 2023, 54 ss.
- N. LIPARI, *Per una revisione della disciplina sull’interpretazione e sull’integrazione del contratto?*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, n. 3, 2006, 730 ss.
- N. LIPARI, *L’ordinamento civile nel nuovo sistema delle fonti legislative*, in *L’ordinamento civile nel nuovo sistema delle fonti legislative*, Milano, 2003
- R.M. LLOYD, *Financial covenants in commercial loan documentation: uses and limitations*, in *Tenn. L. Rev.*, 1991, vol. 58, 348 ss.
- V. B. LOMFELD, *Sustainable Contracting: How Standard Terms Could Govern Markets*, in *Omfeld, Somma & Zumbansen (eds.), Reshaping Markets*, Cambridge University Press, 2016, 257-282, scaricabile liberamente su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3165197
- A. LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici – Contratti di alienazione, di godimento, di credito*, in G. IUDICA e P. ZATTI (a cura di), *Trattato di diritto Privato*, vol. I, Milano, 1995
- F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione dei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996
- F. MACARIO, *Garanzie personali*, in R. SACCO (diretto da) *Trattato di diritto civile - I singoli contratti*, vol. 10, Milano, 2009

- E. MACCHIAVELLO, *Possono esistere “banche etiche”? La nuova definizione normativa di “operatori di finanza etica e sostenibile” tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, I, 188 ss.
- P.G. MARASCO, *La rinegoziazione del contratto. Strumenti legali e convenzionali a tutela dell'equilibrio negoziale*, Padova, 2006, 108 ss.
- P. MARCHETTI, *Il Project Finance*, Roma, 2009, p. 154
- T.P. MARKO, *An argument for invalidating change of control covenants*, *Iowa J. Corp. L.*, vol. 20, 1995, pp. 475 ss.
- E. MCKENDRICK, *Contract Law: Text, Cases, and Materials*, 2018, Oxford
- H. MERKEL, *Die Negativklausel. Recht und Praxis einer schuldrechtlichen Sicherungsvereinbarung*, Berlino, 1985
- H. MERKEL, *Implications of the negative pledge clause in international finance*, in *Int. Bus. Law Journal/Rev. Droit Aff. Int.*, 1987, 7, 669
- E. MOSCATI, *Vincoli d'indisponibilità e rilevanza dell'atto traslativo*, in *Riv. dir. civ.*, 1972, I, p. 269 ss.
- E. MOSCHETTA, *Il ruolo dei financial covenants nella riduzione delle asimmetrie informative sul debito*, in A. BRETONI (a cura di), *La Finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano. Un approccio funzionale*, Milano, 2000, *passim*
- M. MOZZARELLI, *Business covenant e governo della società finanziata*, Milano, 2013, *passim*
- A. NAZZARO, *Obblighi d'informare e procedimenti contrattuali*, Napoli, 2000
- M. OBERMÜLLER, *Ersatzsicherheiten im Kreditgeschäft*, Wiesbaden, 1987, 1 ss.
- I. OTTOMBRINO, *La sorte delle fideiussioni bancarie redatte su schema ABI*, in *Corr. giur.*, 3, 2020, 408 ss.

- A. PADILLA, M. PAGANO, *Endogenous communication among lenders and entrepreneurial incentives*, in *Rev. fin. studies*, 1997, 10
- M. PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca Impresa Società*, 2006, 2, pp. 247-279
- U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 601 ss.
- S. PATTI, *La ragionevolezza nel diritto civile*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2012, 1 ss.
- M.P. PELUSO, *I covenant nei contratti di finanziamento. Profili introduttivi*, in *Riv. trim. di diritto dell'economia (Supplemento)*, 2011, 4, pp. 128 ss.
- M. PENNASILICO, *Sviluppo sostenibile e "contratto ecologico": un altro modo di soddisfare i bisogni*, in *Rassegna di diritto civile*, P. PERLINGIERI (diretta da), Napoli, 2016, 4, 1315 ss.
- M. PENNASILICO, *Sviluppo sostenibile, legalità costituzionale e analisi "ecologica" del contratto*, in *Persona e Mercato – Saggi*, 2015, 48 ss., liberamente consultabile all'indirizzo <http://www.personaemercato.it/wp-content/uploads/2015/05/Pennasilico.pdf>
- G. PERLINGIERI, *Profili applicativi della ragionevolezza nel diritto civile*, Napoli, 2015, p. 87
- G. PERLINGIERI, *Il controllo di «meritevolezza» degli atti di destinazione ex art. 2645 ter*, in *Foro nap.*, 2014, 1, p. 58 ss.
- P. PERLINGIERI, *In tema di tipicità e atipicità nei contratti*, in P. PERLINGIERI, *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003, pp. 391 ss.
- P. PERLINGIERI, *Il «giusto rimedio» nel diritto civile*, in *Giusto proc. civ.*, 1, 2011
- P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, IV, Attività e responsabilità, 4a ed., Napoli, 2020, pp. 92 ss.
- P. PERLINGIERI, *«Controllo» e «conformazione» degli atti di autonomia negoziale*, in *Rass. dir. civ.*, 1, 2017, p. 204 ss.
- P. PERLINGIERI, *L'informazione come bene giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 1990, pp. 326 ss.

- P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, I, p. 337
- P. PERLINGIERI e P. FEMIA, *Nozioni introduttive e principi fondamentali del diritto civile*, Napoli, 2004 p. 177
- P. PERLINGIERI, *Prefazione*, in *Interpretazione e legalità costituzionale*, Napoli, 2012, p. 8 ss.
- P. PERLINGIERI, *Applicazione e controllo nell'interpretazione giuridica*, in *Rass. dir. civ.*, 2010, 3, p. 325 ss.
- P. PERLINGIERI e A. FEDERICO, *Causa*, in P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile*, 10 ed., 2021, p. 490 ss.
- C. PETTA, *Profili funzionali e meritevolezza delle garanzie autonome e indennitarie*, Napoli, 2021
- G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2009, 498 ss.
- G. PIEPOLI, *Le «garanzie negative»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2001, 405
- F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, in Collana diretta da F.D. BUSNELLI, S. PIATTI, V. SCALISI, P. ZATTI, Torino, 2015
- S. POLIDORI, *Il controllo di meritevolezza sugli atti di autonomia negoziale*, in G. PERLINGIERI e M. D'AMBROSIO (a cura di), *Fonti, metodo e interpretazione. Primo incontro di studi dell'associazione dei dottorati di diritto privato*, Napoli, 2017, p. 394
- I. PRISCO, *Sull'allocazione convenzionale del rischio contrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 3, 2021, p. 1037 ss.
- P. PISCITELLO, *Le garanzie bancarie flottanti*, Torino, 1999, *passim*
- B. RAYNAUD, *La stipulation d'indisponibilité*, Clermont-Ferrand, 2004
- R. RAJAN, A. WINTON, *Covenants and Collateral as Incentives to Monitor*, in *The Journal of Finance*, 1995, 50, pp. 1113 ss.

- M. RMAJOLI, *Giuseppe Di Gaspare, Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, Cedam (recensione), 2011, pp. I-478, in *Riv. della regolazione dei mercati*, 1, 2014, p. 217
- E. REHBINDER, in M. KÄSTLE, *Rechtsfragen der Verwendung von Covenants in Kreditverträgen*, Berlino, 2003
- F. RIGANTI, *Climate change e vigilanza prudenziale: questione di (semplici) "aspettative"?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 5, 2022, 1252 ss.
- E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. comm.*, 2008, 1, 1092 ss.
- A. RIZZO, *Covenant e valutazioni qualitative per la concessione del credito*, Cuneo, 2018, consultabile su <https://www.collegio.geometri.cn.it/Upload/CGC/957/Allegati/Covenant%20e%20valutazioni%20qualitative%20per%20la%20concessione%20del%20credito%20a%20cura%20di%20Alberto%20Rizzo.pdf>
- V. ROPPO, *L'informazione precontrattuale: spunti di diritto italiano e prospettive di diritto europeo*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, pp. 747 ss.
- V. V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, n. 4, 2001, 769 ss.
- S. ROSS, R. WESRERFIELD, J. JAFFE, *Corporate finance*, Boston, 1993
- D. RUSSO, *Sull'informazione nei contratti*, Napoli, 2016
- T.V. RUSSO, *Il project financing*, in P. PERLINGIERI (diretto da), *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, Napoli, 2007, pp. 13 ss.
- R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, 4a ed., Torino, 2016, p. 1710 ss.

- G. SANSONE, *Le garanzie del credito nelle procedure concorsuali e nella fase esecutiva*, relazione all'incontro di studi organizzato dal Csm sul ruolo delle garanzie reali, Roma, settembre 2002, liberamente accessibile su <https://www.tribunale.trieste.giustizia.it/documenti/relazioni/garanziebancarie.htm>
- D. SANTUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2009, p. 639
- A.D. SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, I. DEMURO (a cura di), Torino, 2010, 85 ss.
- A.D. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2011, 8, 14 ss.
- G. SCACCIA, *Gli "strumenti" della ragionevolezza nel giudizio costituzionale*, Milano, 2000, 9
- S. SHARPE, *Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: a stylized model of customer relationship*, in *Journal of finance*, 1990
- A. SCHWARTZ, *A Theory of Loan Priorities*, in *Journal of Legal Studies*, 1989, 216 ss.
- W. SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, Tübinga, 2008
- G. SICCHIERO, *Rinegoziazione*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. civ., Torino, 2003, II, p. 1210 ss.
- G. SICCHIERO, *La rinegoziazione*, in *Contr. impr.*, 2002, p. 777
- C. SMIT, J. B. WARNER, *On financial contracting – An analysis of bond covenants*, in *J. Fin. Econ.*, 7, 1979, p. 117 ss.
- R. STAMMLER, *Der Garantievertrag. Eine civilistische Abhandlung*, in *Arch. Civ. Prax*, LXIX, 1886

J.E. STIGLITZ, A. WEISS, *Credit rationing in markets with imperfect information*, in *The american economic review*, vol. 71, 3, 1981, pp. 393–410, consultabile su <https://pages.ucsd.edu/~aronatas/project/academic/Stiglitz%20credit.pdf>

V. STUPPIA, *I covenants nei finanziamenti a medio e lungo termine*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2011, XI

A. TAMASAUSKAS, *The Negative Pledge Clause: An Investigation into the Remedies Available to the Original Lender with Special Emphasis on the Tort of Interfering with Contractual Relations*, Copenhagen, 2003, consultabile su https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/58999905/tamasauskas_np_2003.pdf

G. TEUBNER, *Global Law Without a State*, 1997

G. TRIANTIS, *Exploring the limits of contract design in debt financing*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2013, 161, pp. 2041 ss.

D. VALENTINO, *Obblighi di informazione, contenuto e forma negoziale*, Napoli, 1999

C. VARRONE, *Alcune considerazioni in tema di project financing*, in G. MORBIDELLI (a cura di), *Finanza di progetto*, Torino, 2004, p. 139

F. VELLA, *Il nuovo diritto societario e la “governance” bancaria*, in *Banca imp. soc.*, 2003, p. 309 ss. in partic. p. 310

M.C. WEIDEMAIER, R.E. SCOTT, G. MITU GULATI, *Origin Myths, Contracts, and the Hunt for Pari Passu*, 2010, *University of North Carolina Legal Studies Research Paper*, liberamente scaricabile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1633439

