

LUISS



Cattedra

RELATORE

CORRELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

INDICE

INTRODUZIONE:.....	5
--------------------	---

Capitolo I – Le garanzie non possessorie in Inghilterra

1.1 Una panoramica delle garanzie in Inghilterra:	9
1.2 I motivi commerciali dietro la nascita della <i>floating charge</i> :.....	12
1.3 La pronuncia <i>Holroyd V. Marshall</i>	14
1.4 Il caso <i>Re Panama, New Zeland, and Australian Royal Mail Co.</i>	19
1.5. Altre pronunce rilevanti.	22
1.6. <i>Fixed e Floating Charge</i> : analogie e differenze.	23
1.7 La <i>crystallisation</i> : quando la <i>floating charge</i> si trasforma in <i>fixed charge</i>	27
1.8 Il contributo del legislatore: il Companies Act.....	31
1.9 Uno sguardo oltreoceano: l’art. 9 dello U.S. Uniform Commercial Code.....	35
1.10 Brevi cenni alle garanzie non possessorie nell’Unione Europea.....	41
1.10.1 Il Diritto Francese.....	41
1.10.2 Il Diritto Spagnolo.....	42
1.10.3 Il Diritto Tedesco.....	43

Capitolo II - Le garanzie non possessorie in Italia

2.1 Il pegno non possessorio in Italia. La responsabilità patrimoniale del debitore.....	45
2.2 Brevi cenni sul pegno ordinario <i>ex. art. 2784</i> del Codice civile.....	46
2.3 La nascita del pegno <i>ex. D.lgs. 59/2016</i>	48
2.4 Una nuova concezione di impresa. La valorizzazione della Continuità aziendale.	48

2.5 Considerazioni sulla valorizzazione della continuità aziendale in economia:	50
2.6 Le garanzie non possessorie in Italia precedenti al pegno <i>ex. D.lgs. 59/2016</i>	54
2.7 Il presupposto soggettivo: l'accesso alla garanzia.....	55
2.7.1 Il presupposto oggettivo e i beni sottoponibili a garanzia.	58
2.7.2 La rotatività <i>ex. lege</i> del pegno mobiliare non possessorio.	63
2.7.3 L'opponibilità ai terzi: il registro dei pegni mobiliari non possessori.	67

Capitolo III – Uso pratico della garanzia non possessoria

3.1 Il confronto fra pegno mobiliare non possessorio e il privilegio <i>ex. art. 46 TUB</i>	71
3.2 L'impiego della <i>floating charge</i> e del pegno mobiliare non possessorio all'interno del c.d. <i>project financing</i> o "finanza di progetto".....	76
3.2.1 Il c.d. <i>security package</i> nelle operazioni di <i>project financing</i> : un possibile inserimento delle garanzie non possessorie.....	79
3.2.2 La copertura del rischio generico nelle operazioni di <i>project financing</i> :	83
3.2.3 Pegno mobiliare non possessorio e <i>floating charge</i> all'interno dei contratti di finanziamento con clausole di <i>non-recourse</i> o <i>limited recourse</i>	85
3.3. Il pegno mobiliare non possessorio nella fusione inversa a seguito ad acquisizione con indebitamento o " <i>merger leveraged buy-out</i> "	89
3.4 Il rapporto fra il divieto di <i>financial assistance</i> <i>ex. Art. 2358 cod. civ.</i> e l'operazione di <i>merger leveraged buy-out</i>	91
3.5 Inserimento della garanzia non possessoria nel contratto di finanziamento nelle operazioni di <i>merger leveraged buy-out</i> :	94
3.5.1 La compatibilità del pegno mobiliare non possessorio con il divieto di <i>financial assistance</i>	97
3.6. Il pegno mobiliare non possessorio nei rapporti <i>intercompany</i> : le <i>intercompany guarantees</i> e la problematica del c.d. <i>corporate benefit</i>	103
3.6.1 Il problema del <i>corporate benefit</i> : Il contesto normativo.	104
3.6.2 L'applicazione dei criteri di valutazione delle operazioni.	105
3.6.3 Il <i>wrongful trading</i> quale limite alla prestazione di garanzie infragruppo nel Regno Unito.	107

3.6.4 Come il pegno non possessorio potrebbe agevolare il fenomeno delle <i>intercompany guarantees</i>	109
3.6.5 La disciplina dell'annullamento dell'atto pregiudizievole: gli aspetti di strategia processuale derivanti dall'impiego del pegno mobiliare non possessorio.	110

Capitolo IV – Escussione della garanzia

4.1 Premessa.	112
4.2 Il “ <i>London Approach</i> ” e il “ <i>turnaround</i> ” aziendale quali criterio di scelta di escussione della <i>floating charge</i> e del pegno mobiliare non possessorio.	113
4.3 Le modalità di gestione di una crisi aziendale nel Regno Unito e in Italia.	114
4.4 La nascita del <i>London Approach</i> e l'influenza sulle prassi nelle procedure adottate dai creditori nell'ambito degli strumenti di risoluzione della crisi.	116
4.5 La duplice natura delle garanzie non possessorie all'interno delle procedure di risanamento delle imprese in crisi.	117
4.5.1 I principi alla base del <i>London Approach</i> e i rapporti con le procedure di <i>tunaround</i> adottate in Italia.	119
4.6 La <i>floating charge</i> e il pegno mobiliare non possessorio quale strumento per l'ottenimento di finanza nuova.	122
4.7 L' <i>administrative receivership</i> : la nomina dell' <i>administrative receiver</i> e la normativa di riferimento. La disciplina <i>pre - Enterprise Act</i> del 2002.....	125
4.8 Le modalità di nomina dell' <i>administrative receiver</i>	127
4.9 Le funzioni dell' <i>administrative receiver</i> : i poteri.....	128
4.10 Alcune critiche rispetto all' <i>administrative receivership</i> : la genesi delle riforme di cui all' <i>Enterprise Act</i> del 2002 e i rapporti con l' <i>administration</i>	131
4.11 La riforma dell' <i>administrative receivership</i> in seguito all' <i>Enterprise Act</i> del 2002.....	134
4.12 Le preferenze fra <i>fixed charge</i> e <i>floating charge</i>	138
4.13 L'escussione del pegno mobiliare non possessorio: analogie e differenze rispetto alla <i>floating charge</i> . Gli eventi di escussione <i>ex. art. 1 comma 7 del D.lgs. 59/2016</i>	141
4.13.1 L'intimazione notificata di escussione al debitore.	144

4.14 Le quattro modalità di escussione del pegno <i>ex. art. 1 D.lgs. 59/2016</i> rispetto alla disciplina dell' <i>administrative receivership</i>	146
4.15 I rapporti fra il pegno non possessorio e le procedure concorsuali.	151
4.16 La <i>refloatation</i> del pegno mobiliare non possessorio.	151
CONCLUSIONI	153
BIBLIOGRAFIA	157

Introduzione

Lo scopo del presente elaborato consiste nella comparazione fra l'istituto della “*charge*” di diritto inglese e il pegno mobiliare non possessorio, introdotto nell'ordinamento italiano con il D.lgs. 59/2016, per il funzionamento del quale è stato recentemente reso operativo il Registro dei pegni mobiliari non possessori.

Nonostante il pegno non possessorio fosse stato introdotto con il D.lgs. n. 59 del 2016 - convertito e modificato dalla L. 119/2016 - sino a poco tempo fa, non aveva avuto alcuna applicazione pratica poiché ai fini dell'opponibilità della garanzia nei confronti dei terzi, è richiesta l'iscrizione all'interno del Registro dei pegni mobiliari non possessori. Il Registro è stato effettivamente istituito solo con il decreto n. 144, del 25 maggio 2021, emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze di concerto con il Ministero della Giustizia e reso operativo il tredici giugno 2023 con il provvedimento dell'Agenzia delle Entrate.

Alla luce della piena operatività dell'istituto si è ritenuto quindi necessario esaminarlo attraverso una comparazione con la *charge* di diritto inglese. Il metodo comparatistico viene impiegato anzitutto con un intento conoscitivo, considerabile quale funzione primaria non solo della comparazione ma di qualsiasi scienza. Il primo capitolo è, per questo motivo, dedicato alla normativa inglese, esaminando l'evoluzione storica della *floating charge* e della *fixed charge* attraverso un'analisi delle prime sentenze rese dalle corti di *equity* nella seconda metà del diciannovesimo secolo.

La ricostruzione storica dell'istituto è fondamentale per comprendere le ragioni della sua nascita e il modo in cui l'utilizzo della garanzia non possessoria si è evoluto nel Regno Unito, per tutto il novecento fino ai tempi attuali. In secondo luogo, si esaminerà la disciplina italiana illustrando le esigenze che hanno portato il legislatore all'emanazione della corrispondente normativa. Il legislatore italiano ha infatti creato una forma di garanzia che affonda le sue radici nella disciplina inglese, effettuando, con i dovuti adattamenti al nostro ordinamento giuridico, un'attività di imitazione.

La volontà di prendere a modello l'ordinamento inglese da parte del legislatore italiano è derivata dalla consapevolezza dell'efficienza economica che la *charge* ha mostrato fino dalla sua nascita. La *charge* dà infatti la possibilità alle imprese di concedere in garanzia i beni produttivi dell'azienda senza che ci sia lo spossessamento del debitore come, al contrario,

avviene nel caso in cui venga costituito un *pledge*, corrispondente al pegno ordinario nell'ordinamento italiano. Si permette quindi all'impresa debitrice di aumentare la bancabilità dell'operazione per l'ottenimento un finanziamento e allo stesso tempo di continuare a disporre e godere dei beni aziendali così da produrre un flusso di cassa sufficiente a mantenere l'impresa in una prospettiva di continuità e a ripagare il debito.

La comparazione tra la disciplina italiana ed inglese ha quindi lo scopo di mettere in luce analogie e differenze fra i due istituti e di mostrare come la disciplina italiana sia stata influenzata da quella straniera, dando luogo ad un vero e proprio fenomeno di circolazione di un modello giuridico.

Anche nel presente elaborato l'efficienza economica si è rivelata essere una modalità di reinterpretazione del concetto di "prestigio" di un istituto giuridico, concetto che assieme a quello dell'"imposizione" dà luogo al fenomeno della circolazione dei modelli giuridici. Il legislatore italiano, nel caso dell'emanazione della legge sul pegno mobiliare non possessorio ha implicitamente mostrato l'importanza del rapporto fra la comparazione e la politica legislativa, la quale è agevolata e resa più efficace solo se si è al corrente delle normative che offrono altri ordinamenti nello stesso settore.

Come si avrà modo di approfondire in seguito, la disciplina della *charge* trae le sue origini già verso la fine dell'Ottocento, grazie alla lungimiranza ed elasticità delle corti di *equity*. Lo studio della nascita e dello sviluppo della garanzia inglese è perciò necessario per comprendere l'influenza presente e futura che il pegno non possessorio ha e potrà avere nell'ordinamento italiano.

A livello macro-sistemico, una tale analisi permette di definire i principi di auto-adattamento che gli ordinamenti di *civil law* e *common law* impiegano per tenere il passo alla continua espansione dell'economia. Infatti, la nascita della *charge* si basa su principi quali la continuità aziendale, la maggiore tutela del creditore e una concezione di centralità dei finanziamenti all'interno della crescita economica che, seppur nati a fine Ottocento, si rivelano di grandissima attualità anche alla luce dei recenti principi di diritto europeo derivanti da varie normative, fra le quali la Direttiva (UE) 2019/1023 (c.d. "*Insolvency*"), che cambia completamente la lente attraverso cui il fenomeno dell'attività di impresa deve essere esaminato.

Il diritto inglese si è mostrato nel tempo come un progenitore di questi principi e uno degli intenti principali del presente elaborato è quello di mostrare l'utilità dell'armonizzazione del diritto, in particolare in relazione al settore delle garanzie patrimoniali nell'ambito delle

operazioni e delle prassi del commercio internazionale, permettendo agli stati di stare al passo con il rapido sviluppo economico che già da vent'anni l'Europa occidentale sta attraversando.

Il percorso che si intende seguire all'interno del presente elaborato si avvia all'interno del primo capitolo con l'esame delle principali sentenze emanate dalle corti di *equity* nel Regno Unito a partire dalla seconda metà del diciannovesimo secolo. Una volta ricostruita la *ratio* dell'istituto si prosegue con l'illustrazione della disciplina della *charge* contenuta all'interno del *Companies Act* del 2006 che regola in modo più preciso alcuni aspetti della garanzia, introducendo una serie di disposizioni riguardanti i criteri e limiti di impiego. Il primo capitolo prosegue con un esame della normativa statunitense contenuta all'interno dell'*Article 9* dello *Uniform Commercial Code* e si conclude con dei brevi cenni alle garanzie non possessorie in alcuni ordinamenti europei, in particolare Francia, Spagna e Germania.

Il secondo capitolo si occupa dell'analisi della normativa italiana del pegno mobiliare non possessorio. Si procede inizialmente a una ricostruzione dei principi generali in tema di garanzie e di responsabilità patrimoniale all'interno del nostro ordinamento, per poi continuare con l'approfondimento del D.lgs. 59/2016 il cui art. 1 contiene tutta la normativa primaria applicabile al pegno non possessorio. Alla luce di ciò si procede all'approfondimento del principio di valorizzazione della continuità aziendale che permea non solo la disciplina italiana ma anche quella di diritto inglese.

Il terzo capitolo è invece dedicato all'applicazione pratica del pegno mobiliare non possessorio. Per comprendere i vari spunti di utilizzo dell'istituto si è fatto riferimento inizialmente al paragone con il privilegio speciale *ex. art. 46 TUB* illustrando i vantaggi che l'utilizzo del pegno non possessorio potrebbe portare agli operatori del diritto. In seguito, si è esaminata la possibilità di utilizzo del pegno non possessorio e della *floating charge* inglese all'interno del c.d. *security package* presente in ogni operazione effettuata in modalità di finanza di progetto, per poi esaminare in modo più approfondito l'inserimento della garanzia all'interno delle operazioni di *merger leverage buy-out* alla luce del corrispondente divieto di assistenza finanziaria presente nel nostro ordinamento e in quello inglese. Il terzo capitolo si conclude con l'esame della normativa inerente al c.d. *corporate benefit* e negli ultimi paragrafi si approfondisce la possibilità di inserire la garanzia non possessoria all'interno dei rapporti *intercompany*, in particolare nella forma di *intercompany guarantee*.

Infine, il quarto capitolo illustra la disciplina dell'escussione della *floating charge* e del pegno mobiliare non possessorio, mostrando le analogie e le differenze in relazione ai due istituti. Per raggiungere tale obiettivo si è esaminato anzitutto il c.d. *London Approach*, ossia una serie di prassi seguite dalle banche nei confronti delle società che si trovano in stato di crisi

e che nel tempo ha avuto diffusione anche all'interno dell'ordinamento italiano. Questo approfondimento ha permesso di comprendere la duplice natura delle garanzie non possessorie all'interno di un procedimento di ristrutturazione aziendale in modo tale da mostrare come, a seconda del momento del procedimento in cui venga inserita, la garanzia possa rappresentare un vantaggio o uno svantaggio al raggiungimento dell'obiettivo del risanamento dell'impresa in crisi. Alla luce di ciò si sono esaminate e messe a confronto le modalità di escussione della *charge* e del pegno mobiliare non possessorio le quali anche se all'apparenza risultano differenti, in seguito ad un approfondimento più oculato si rivelano essere simili e con differenze di forma più che di sostanza. L'elaborato si conclude mettendo a confronto la *refloatation* della *floating charge*, ossia la sua trasformazione da *fixed charge* a *floating charge*, per poi approfondire la possibilità di un tale fenomeno anche in relazione al pegno non possessorio *ex. art. 1 D.lgs. 59/2016*.

CAPITOLO I

LE GARANZIE NON POSSESSORIE IN INGHILTERRA

1.1 Una panoramica delle garanzie in Inghilterra.

L'ordinamento inglese si è sempre caratterizzato per una maggiore propensione all'innovazione giuridica grazie alla sua capacità di adattarsi rapidamente ai nuovi fenomeni economico-imprenditoriali, fenomeni di cui il popolo del Regno Unito è sempre stato protagonista e anche “genitore” nel senso letterale del termine. La seconda rivoluzione industriale, iniziata a metà Ottocento e culminata nei primi anni del ventesimo secolo, ha comportato non solo varie innovazioni dal punto di vista tecnico ma anche innovazioni giuridiche di cui beneficiamo ancora oggi.

In questo clima, il sistema di diritto inglese ottocentesco ha sviluppato la “*charge*”, ossia una forma di garanzia non possessoria di cui possono fruire le solamente le società con personalità giuridica c.d. *incorporated*.¹, avente la caratteristica di non spossessare il debitore dei beni aziendali, in modo tale che quest'ultimo possa continuare ad esercitare la propria attività di impresa e allo stesso tempo dare in garanzia parte dei beni oggetto della suddetta attività. Lo scopo della *charge* è la creazione di una prelazione che permette al creditore di soddisfarsi con preferenza rispetto ai creditori chirografari.

Come sarà successivamente approfondito, ci sono due tipologie di *charge*, la “*floating charge*” e la “*fixed charge*”, le quali differiscono l'una dall'altra in quanto a criteri applicativi e caratteristiche particolari, anche se la *ratio* di entrambe rimane quella di costituire un sistema di garanzie più flessibile, adatto alle continue necessità del mondo economico, e soprattutto quella di evitare che nel momento in cui la *charge* viene costituita ci sia lo spossessamento del debitore.

¹ Non sono ammesse alla creazione della *floating charge* le società *unicorporated* ossia tutte quelle che non hanno una personalità giuridica. Nemmeno le persone fisiche possono creare una *floating charge*. Un'eccezione a tale ultima regola la si può trovare però nella sezione quinta dell'*Agricultural Credits Act* del 1928 all'interno della quale si dà la possibilità al *farmer* di costituire una *fixed* o una *floating charge*.

Prima di entrare nel vivo della nascita della garanzia e quindi, di esaminare le varie pronunce delle corti di *equity*, risulta opportuno fornire una panoramica generale delle garanzie reali esistenti nel diritto inglese, al fine di comprendere in modo più limpido in che posizione si possa inserire la *charge*.

Le garanzie nel diritto inglese sono il “*pledge*”, il “*mortgage*”, il “*lien*” e la “*charge*”. Il *pledge* può avere ad oggetto esclusivamente i beni mobili, la sua struttura è praticamente identica a quella del pegno di diritto italiano in cui il debitore viene spossessato del bene oggetto del pegno ma conserva il diritto di proprietà. Elemento fondamentale del *pledge* è quindi la *traditio rei*, ossia la consegna della cosa dal debitore al creditore e solo dal momento in cui avviene tale consegna c’è il perfezionamento della garanzia.

Il sistema giuridico inglese ha conosciuto prima il pegno ordinario con spossessamento e solo successivamente la *charge*. Roy Goode, uno dei principali studiosi di diritto commerciale inglese, in particolare del sistema delle garanzie, ha definito il *pledge* come: “*The most powerful form of security interest known to English law*”². Allo stesso tempo, però, ne evidenzia anche due limiti principali: il primo è che il debitore non può utilizzare il *pledge* per garantire un *asset* che deve utilizzare durante l’attività produttiva, mentre il secondo limite consiste nel fatto che il *pledge* può essere esclusivamente costituito sui c.d. *physical assets* e non sugli *intangible assets* (beni immateriali).

Il fatto che il *pledge* in quanto garanzia possessoria sia sorta prima della *charge* è dovuto alla circostanza che, come ha confermato anche parte della dottrina³, nel diritto inglese, almeno dal punto di vista formale, è in vigore un principio espresso attraverso la c.d. teoria della “*ostensible ownership*”⁴, in base alla quale la condizione di possesso deve essere coincidente con quella dominicale del bene.

Di conseguenza, una situazione in cui il debitore abbia gravato il suo bene di un vincolo ma ne risulti apparentemente titolare (es: nel caso di mantenimento del possesso), determinerebbe un inganno per i terzi⁵. Come nel caso del pegno *ex. art. 2796* del Codice Civile

² R. Goode, *Commercial Law*, Butterworths, 1996, 2nd edition, p. 644.

³ E. Battelli, *Il pegno sui beni immateriali, contributo allo studio del pegno non possessorio sugli intangible assets*, Giuffrè, 2021.

⁴ La teoria è sorta in seguito all’emanazione del *Fraudulent Conveyance Act*, come riporta R. Goode, *Commercial law*, Butterworths, 1996, 2nd edition, p. 644.

⁵ Ovviamente questa teoria rimane in vigore ma solamente da un punto di vista formale. Tuttavia, il principio alla base di questa teoria, quello per cui è necessario rendere dotti i terzi che su un bene grava una garanzia, è alla base della necessità di iscrivere la *charge* all’interno dell’apposito registro. Solo così un terzo potrebbe ragionevolmente sapere che un bene, pur essendo rimasto in possesso del debitore, è oggetto di una garanzia non possessoria. Lo stesso principio vale anche per il registro dei pegni non possessori, funzionale all’iscrizione

italiano, il creditore titolare del diritto di garanzia può vendere la cosa oggetto di pegno in caso di inadempimento da parte del debitore⁶.

Un' ulteriore garanzia è il *mortgage*⁷. Può avere ad oggetto sia beni immobili che beni mobili, con la previsione che il debitore trasferisca la proprietà della cosa al creditore, trattenendone il possesso. Il creditore ha poi l'obbligo di ritrasferire la proprietà della cosa al debitore non appena quest'ultimo adempia perfettamente alle proprie obbligazioni. Come si può notare il *mortgage* ha una struttura simile alla vendita con patto di riscatto e, a differenza del *pledge*, non determina lo spossessamento del bene a carico del debitore anche se le parti possono effettuare una previsione in tal senso.

Infine, l'ultima tipologia di garanzia è il *lien*, il quale corrisponde al diritto del creditore, che ha ricevuto legittimamente un bene di proprietà altrui, di trattenerlo fintantoché il debito del proprietario del bene rimane insoluto.

Può essere considerato come una forma attenuata del *pledge* poiché il *lien* conferisce solo il diritto al creditore di trattenere i beni oggetto di garanzia, senza conferire allo stesso il potere di venderli per estinguere o ridurre il debito.

Quanto alla *ratio* sulla base della quale l'istituto è fondato, può essere accomunato al diritto di ritenzione previsto dal nostro ordinamento, che consiste nel diritto a favore del creditore previsto in alcune norme del Codice civile italiano, e consistente nella facoltà di trattenere presso di sé una cosa di proprietà del debitore fino al momento in cui quest'ultimo non abbia eseguito una determinata prestazione.

Un esempio è rappresentato dall'art. 1152 del Codice civile italiano sulla base del quale: " *Il possessore in buona fede può ritenere la cosa finché non gli siano corrisposte le indennità dovute, purché queste siano state domandate nel corso del giudizio di rivendicazione e sia stata fornita una prova generica della sussistenza delle riparazioni e dei miglioramenti...*".

L'ultima garanzia nel panorama della *security law* inglese è la *charge* a cui è dedicato il presente elaborato. Ai fini dell'analisi comparatistica fra *charge* e pegno mobiliare non possessorio ex D.Lgs 59/2016, si esaminerà in primo luogo la *floating charge* e in seguito la *fixed charge*.

del nuovo pegno mobiliare non possessorio come previsto dal c.d. *Decreto Banche*, il quale verrà trattato al Capitolo secondo.

⁶ E. Ferran, L.C. Ho, *Secured Debt, Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2014, p. 302.

⁷Una delle principali definizioni in tema di *mortgage* è quella data da Lord Lindley nella causa "*Santley v Wilde*", in base alla quale il "*mortgage*" consiste nel trasferimento del diritto di proprietà su un bene "a garanzia del pagamento di un debito o dell'estinzione di un'altra obbligazione per la quale viene concesso".

1.2. La nascita della *floating charge*.

All'inizio del diciannovesimo secolo, con la fortissima industrializzazione che l'Inghilterra stava attraversando, le aziende mostravano sempre più la necessità di risorse finanziarie ed economiche per sostenere l'espansione della propria attività d'impresa. Durante questo periodo, contemporaneo e successivo alla seconda rivoluzione industriale, il metodo di raccolta delle risorse finanziarie variava in base alla tipologia di società che ne aveva bisogno.

Infatti, come riportato da parte della dottrina⁸, le società che erano “*incorporated by Act of Parliament*”, ossia tutte quelle costituite per legge dal Parlamento inglese⁹, potevano facilmente ottenere risorse finanziarie mediante aumenti di capitale realizzati tramite l'emissione in massa di azioni.

Tuttavia, oltre alle grandi imprese “pubbliche”, il substrato imprenditoriale inglese di inizio Ottocento era costituito anche da imprese piccole, le quali difficilmente potevano ottenere capitale di terzi mediante l'offerta in sottoscrizione delle proprie azioni. Questo avveniva per due motivi principali.

In primo luogo, poiché le società piccole avevano (e hanno tutt'ora) una stabilità economica, patrimoniale e finanziaria inferiore rispetto alle grandi imprese, il che determina una restrizione della cerchia dei potenziali investitori all'interno della quale rimangono soltanto coloro che sono disposti ad assumersi un rischio elevato.

Il secondo motivo, complementare al primo, riguarda la struttura proprietaria. Le piccole aziende, infatti, erano nella maggioranza (e ancora oggi sono) di proprietà familiare, di conseguenza, offrire la sottoscrizione di azioni a terzi significava, da un lato, ottenere capitale e risorse finanziarie, ma dall'altro rischiare di perdere il controllo della propria società.

La conseguenza di questi due problemi per le piccole imprese era che l'accesso al capitale di terzi poteva avvenire solamente nella forma del capitale di debito, ossia mediante la sottoscrizione di contratti di mutuo e di finanziamenti.

La rivoluzione industriale ha stravolto anche il sistema delle garanzie patrimoniali a cui è strettamente legato il classamento dei creditori. Infatti, nel periodo precedente alla rivoluzione industriale, le imprese effettuavano un'attività a ritmi molto meno elevati e

⁸ Un importante contributo alla ricostruzione della nascita della *floating charge* è fornito da R.R. Pennington, *The genesis of the floating charge*, in *Modern Law Review*, 1960, p. 630 ss.

⁹ Le società “*incorporated by Act of Parliament*” venivano istituite allo scopo di gestire grandi infrastrutture come ferrovie, canali e in generale tutte le attività imprenditoriali che avevano una pubblica utilità.

avevano come voce principale del passivo dello stato patrimoniale i debiti a lungo termine nei confronti di soggetti finanziatori, denominati ancora tutt'oggi "*bondholders*" (letteralmente, *obbligazionisti*).

A seguito della rivoluzione industriale e con l'intensificarsi dei ritmi del commercio, le imprese hanno iniziato ad assumere debiti anche per coprire i sempre più ingenti fabbisogni economico-finanziari a breve termine, necessari per l'acquisto dei cosiddetti "*current assets*", ossia attività con un alto indice¹⁰ di rotazione all'interno del magazzino¹¹. La conseguenza era che i *bondholders* concorrevano anche con altri creditori e non sempre la liquidazione dell'azienda in caso di fallimento portava alla soddisfazione di tutti. Così nacque la necessità di una nuova forma di garanzia rispetto a quelle tradizionali sopra illustrate.

Le garanzie tradizionali, infatti, erano molto limitate e spesso non riuscivano ad includere i c.d. *current assets* che, come indicato, con l'avvento della rivoluzione industriale costituivano una percentuale sempre maggiore del patrimonio delle aziende inglesi di metà Ottocento.

Il diritto inglese non aveva lo stesso passo della crescita economica e su di esso gravava un problema di particolare rilevanza ossia, che prima dell'introduzione della *floating charge* da parte delle corti di *equity*, le garanzie reali già esistenti in quell'arco temporale in Inghilterra, avevano tutte come requisito la necessità di sussistere su beni determinati e di conseguenza mal si prestavano a gravare su beni in costante *turnover*, quali le attività correnti.

L'inefficienza che comportava una tale lacuna era quella per cui, se si fosse voluta costituire una garanzia su un bene facente parte ad es. del magazzino, ci sarebbe stata la necessità di costituire una garanzia sui nuovi beni, ogni qual volta il bene oggetto della garanzia fosse stato venduto, con un ampliamento oltre misura degli oneri burocratici ed organizzativi che tale meccanismo, se fosse stato attuato, avrebbe senza dubbio comportato.

¹⁰ L'indice di rotazione del magazzino, in inglese "*inventory turnover*", indica quante volte un determinato bene viene sostituito o si "rinnova" all'interno del magazzino. L'indice di rotazione del magazzino si ottiene dividendo il totale delle vendite annue per la giacenza media annuale. Tale indice viene utilizzato per rendere più efficiente la gestione delle scorte. Allo scopo del nostro elaborato, il riferimento a tale valore serve per dimostrare che con l'avvento della rivoluzione industriale con il velocizzarsi delle transazioni commerciali, inevitabilmente la media degli indici di rotazione delle scorte dei magazzini delle aziende si è alzato, dando la necessità per le aziende di reperire risorse finanziarie a breve termine che inevitabilmente, costituendo debiti, andavano e tutt'ora vanno a concorrere con i debiti a lungo termine che vengono concessi ai *bondholders*.

¹¹ Fra i *current assets* sono incluse le materie prime, scorte di magazzino e in generale anche il denaro o equivalenti, al fine di acquistare tali prodotti.

1.3. La pronuncia *Holroyd V. Marshall*

L'arco temporale a cui può essere ricondotta la nascita della *floating charge* è il decennio dal 1860 al 1870, in cui sono state emanate una serie di decisioni delle corti di *equity* riguardanti casi in cui, fra le parti, veniva creata una garanzia non possessoria che aveva la caratteristica di essere "fluttuante". Il contributo principale alla nascita della *floating charge* è stato fornito dall'*equity*¹², per lungo tempo un sistema di giustizia parallelo rispetto alla *common law*, ma non autosufficiente. L'*equity*, quindi, non è un sistema autonomo ma è definibile come una serie di principi di carattere complementare rispetto alla *common law*, avente lo scopo di integrare la legge nel caso in cui la sua rigorosa attuazione porti ad un risultato ingiusto. Si può, a ragione, definire l'*equity* come un sistema di principi non autosufficiente¹³ basato sul diritto naturale e sulle teorie giusnaturaliste sviluppate nel corso della storia da diversi filosofi¹⁴.

Il *leading case* che ha portato alla nascita della *floating charge* è la pronuncia *Holroyd v. Marshall* del 1862¹⁵ in cui fu creato un *mortgage* che successivamente fu identificato come *floating charge*. Il fatto riguardava il sig. Taylor, imprenditore operante all'interno del settore tessile, il quale versando in difficoltà finanziarie, avrebbe dovuto cessare la sua attività imprenditoriale. Il commerciante di tessuti decise quindi di vendere i macchinari della sua fabbrica mantenendone comunque la disponibilità ai fini dell'esercizio dell'attività di impresa. Taylor si accordò infatti con l'acquirente (Holroyd), che avrebbe riacquistato i macchinari per circa cinquemila sterline.

Il negozio giuridico, così come predisposto, costituiva di fatto una vendita a scopo di garanzia avente l'obiettivo di procurare al debitore-venditore una somma di denaro da

¹² L'*equity* si è sviluppata grazie alla Corte di Cancelleria amministrata dai Lord Cancellieri che si occupavano del giudizio di alcune cause in "sostituzione" del sovrano il quale, agli albori, decideva lui stesso delle petizioni dei sudditi ma, con il passare del tempo, questa prerogativa fu ceduta ai cancellieri che erano considerati "*keepers of the king's conscience*". Una delle caratteristiche fondamentali delle corti di *equity* era che decidevano con una fortissima componente di discrezionalità, tant'è vero che era discrezionale anche la possibilità stessa di adire la corte. Se con la prospettiva dei giorni nostri la discrezionalità del giudice è vista sotto cattiva luce, anche per via del fatto che nei sistemi di *civil law* si è sempre avvalorata la tesi per cui il giudice dovesse essere la "*bocca della legge*", è la stessa discrezionalità, che nei sistemi di *common law*, ha portato le corti di *equity* ad essere un propulsore dell'innovazione giuridica in Inghilterra. Infatti, la tradizione giuridica inglese è piena di istituti e rimedi giudiziali, non previsti dalla *common Law*, ma introdotti nel tempo dall'*equity*. Fra i tanti si può fare riferimento all'esecuzione in forma specifica, alla tutela preventiva e al *trust*, istituto che di cui ancora oggi si fa larghissimo uso data la sua malleabilità, nonché capacità di adattamento alle più disparate situazioni giuridiche

¹³ Un proverbio che riassume in poche parole il rapporto fra *equity* e *common law* è "*equity follows the law*". L'adagio esprime il concetto in base al quale l'*equity* è complementare rispetto alla *common law*, e agisce per calmarne il rigore. L'attributo della complementarità viene anche esplicitato da F.W. Maitland che afferma: "*Equity without the common law would have been a castle in the air...*".

¹⁴ Fra i tanti si ricorda Johannes Althusius, Ugo Grozio, Thomas Hobbes e Christian Thomasius.

¹⁵ *Holroyd v. Marshall* (1862) 10 H.L.C. 191.

utilizzare per la sua attività imprenditoriale e costituendo, in pratica, un finanziamento garantito dai macchinari, i quali rimanevano nella disponibilità del debitore.

Il contratto alla base del finanziamento prevedeva anche l'impiego dell'istituto del *trust* e proprio grazie alla sua duttilità, i macchinari sono rimasti in capo al debitore alienante, con l'accordo che, nel caso in cui il debitore non avesse restituito la somma concessagli, il creditore li avrebbe potuti vendere a fini di soddisfacimento del proprio credito. Infatti, all'interno del contratto di garanzia era previsto che i beni presenti e futuri fossero affidati all'alienante (Taylor) in qualità di *trustee* in modo tale che questi potesse comunque continuarne a disporre con la previsione a favore di Holroyd (l'acquirente/creditore) di procedere alla vendita di tali beni in caso di inadempimento da parte di Taylor.

Nel contratto (e qui sta proprio la particolarità del caso), il diritto del creditore di vendere i macchinari si estendeva anche a tutti quei beni aziendali che eventualmente il debitore avrebbe introdotto all'interno del capitale dell'impresa in sostituzione, oppure in aggiunta, di quelli di cui il debitore era originariamente in possesso.

Infatti, all'interno del contratto, c'era una clausola che così disponeva:” *That all machinery, implements, and things, which, during the continuance of this security, shall be placed in or about the said mill, buildings and appurtenances, in addition or in substitution for the said premises, or any part thereof, during such continuance as afore-said, be subject to the trusts, powers, provisoes and declarations here-inbefore declared and expressed concerning the said premises, and that the said Taylor... will at all times during such continuance as afore-said, at the request... of the said Holroyds... do all necessary acts for assuring such added or substituted machinery, implements, and things, so that the same may become vested accordingly*”¹⁶

La clausola contrattuale in questione includeva nella garanzia anche tutti i macchinari (*machinery*), attrezzi (*implements*) e altri beni futuri che avrebbero integrato o sostituito beni del complesso aziendale esistente al momento della stipulazione del contratto e obbligava Taylor “*at the request of the said Holroyd*” a compiere tutti gli atti necessari affinché i nuovi beni aziendali potessero essere trasferiti alla parte creditrice.

Taylor, il commerciante, effettuò vendite e sostituzioni di macchinari, ma quando scadde il termine oltre il quale il pagamento delle somme a lui prestate diventava esigibile, egli risultava inadempiente e, nel frattempo, iniziò un'esecuzione da parte di ulteriori creditori su

¹⁶ J.F. Keeler, *Some reflections on Holroyd Vs Marshall*, in *Adelaide Law Review*, 1969, p. 360-379.

tutti i nuovi beni entrati a fare parte del complesso aziendale. La situazione in cui Taylor si trovava fece nascere un conflitto fra i creditori.

Infatti, da un lato c'era Holroyd, il creditore, che aveva stipulato con Taylor il finanziamento con una clausola "progenitrice" di una garanzia fluttuante su tutti i macchinari aziendali, anche futuri; dall'altro lato c'erano gli altri creditori titolati che avevano avviato un'esecuzione su tutti i beni nuovi introdotti da Taylor nella sua azienda per il soddisfacimento del proprio credito. Holroyd riuscì a farsi rilasciare un'*injunction* che gli riconosceva l'appartenenza dei beni presenti nella fabbrica, compresi tutti i beni inseriti in sostituzione di quelli vecchi o aggiunti, sulla base del negozio giuridico che aveva stipulato con Taylor.

L'*injunction* fu però revocato dalla *Court of Chancery* attraverso un provvedimento di Lord Campbell (*Lord Chacellor*) il quale da un lato riconosceva che fra Holroyd e Taylor c'era stato un trasferimento di beni basato sull'*equity* (*equitable assignment*), ma dall'altro riteneva che l'unico modo in base al quale Holroyd avrebbe potuto essere preferito rispetto agli altri creditori consisteva nel perfezionare il proprio titolo rispetto ai nuovi macchinari mediante un atto formale di presa di possesso dei suddetti beni.

Infatti, secondo Lord Campbell, fino al momento in cui l'atto formale di presa di possesso dei beni non fosse stato fatto, Holroyd avrebbe avuto solamente un "*ius ad rem*", ossia un diritto obbligatorio rispetto a Taylor di ottenere il trasferimento della proprietà dei macchinari a suo favore e tale diritto, secondo Lord Campbell, non avrebbe potuto essere considerato alla stregua di una causa legittima di prelazione rispetto agli altri creditori¹⁷.

La vicenda giudiziale venne riesaminata in ultima istanza, davanti *House of Lords* e in tale sede venne affermato il diritto del creditore originario (Holroyd) non solo sui beni presenti nell'azienda del debitore al momento della stipulazione del contratto, ma anche sui beni inseriti nel complesso aziendale successivamente. Di particolare rilevanza sono i ragionamenti di Lord Westbury e Lord Chelmsford, i quali rovesciano le argomentazioni di Lord Campbell.

Lord Westbury nella sentenza afferma che il negozio giuridico concluso fra il debitore Taylor e il creditore impone di creare un *mortgage* anche sui macchinari entrati a fare parte del complesso aziendale del debitore successivamente al finanziamento, ribadendo che l'*equity* rende tale obbligo vincolante.

Così Lord Westbury: "If a vendor or mortgagor agrees to sell or mortgage property, real or personal, of which he is not possessed at the time, and he receives the consideration for the contract, there is no doubt that a Court of Equity would compel him to perform the contract,

¹⁷ R. R. Pennigton, *The Genesis of the Floating Charge*, in *The Modern Law Review*, 1960, p. 630-646.

and that the contract would in equity transfer the beneficial interest to the mortgagee or purchaser immediately on the property being acquired. This, of course, assumes that the supposed contract is one of that class of which a Court of Equity would decree the specific performance. If it be so, then immediately on the acquisition of the property described the vendor or mortgagor would hold it in trust for the purchaser or mortgagee, according to the terms of the contract.... Apply these familiar principles to the present case; it follows that immediately on the new machinery and effects being fixed or placed in the mill, they became subject to the operation of the contract, and passed in equity to the mortgagees, to whom Taylor (the debtor) was bound to make a legal conveyance, and for whom he, in the meantime, was a trustee of the property in question”.

In questa parte di decisione, Lord Westbury utilizza un ragionamento analogico. Infatti, già all’inizio richiama un principio di *equity* sulla base del quale se un venditore o un soggetto concedente un *mortgage* decide di vendere un bene o costituire il *mortgage* su un bene di cui “*he is not possessed*” al momento in cui conclude il contratto, non vi è dubbio che una corte di *equity* lo obbligherebbe a concludere il contratto trasferendo il “*beneficial interest*”, ossia l’oggetto della controprestazione, immediatamente nel momento in cui il bene entra a fare parte del patrimonio giuridico del venditore o del concedente il *mortgage*. In seguito, Lord Westbury afferma che siccome il principio in questione è valido e comunemente accettato dalle corti di *equity*, allora deve essere applicato anche al caso di specie.

La conseguenza dell’applicazione di tale principio è che i nuovi macchinari entrati a fare parte del complesso aziendale diventano soggetti all’operazione contrattuale (ossia l’obbligo di vendita o costituzione di un *mortgage*), con la conseguenza che il debitore Taylor è obbligato ad effettuare una “*legal conveyance*” ossia una cessione legale di tali beni, la quale, nel caso in cui non venga fatta, è “*enforceable in equity*”.

È fondamentale anche il ragionamento effettuato da Lord Chelmsford il quale, nella porzione di sentenza richiamata di seguito, ricostruisce anche l’originario ragionamento di Lord Campbell basato su una massima di Lord Bacon. Così, Lord Chelmsford:” *The judgement of Lord Campbell resting, as he says, upon Lord Bacon’s maxim, determines that some subsequent act is necessary to enable ‘the equitable interest to prevail against a legal interest subsequently bona fide acquired’.* It is agreed that this maxim relates only to the acquisition of a legal title to future property. It can be extended to equitable rights and interests (if at all) only by analogy; but in thus proposing to enlarge the sphere of the rule, it appears to me that sufficient attention has not been paid to the different effect and operation of agreements relating to future property at law and in a future time, is not assignable; in equity it is so. At law (as we

have seen), although a power is given in the deed of assignment to take possession of after-acquired property, no interest is transferred, even between the parties themselves, unless possession is actually taken; in equity it is not disputed that the moment the property comes into existence, the agreement operates on it”.

Si noti come inizialmente Lord Chelmsford riassume il ragionamento di Lord Campbell, il quale si basa sulla massima di Lord Bacon, il quale affermava che era necessario un atto susseguente di trasferimento del nuovo bene entrato a fare parte del complesso aziendale a favore del creditore affinché quest’ultimo prevalesse rispetto agli altri creditori che su quel bene avevano acquisito un “*legal interest*” in buona fede. Lord Chelmsford afferma che l’applicazione di tale massima vale esclusivamente per l’acquisto di un titolo su un bene futuro.

Tuttavia, sostiene che ci sia una differenza fra la disciplina applicabile ai beni futuri a seconda che si tengano in considerazione i principi di *equity* o le regole di *common law*. Infatti, mentre nella *common law* un bene futuro non può essere ceduto, in *equity*, invece, non vi è dubbio che nel momento in cui il diritto di proprietà di un bene entri a far parte della sfera giuridica di un soggetto, l’accordo che in precedenza quel soggetto ha stipulato su quel bene opera immediatamente anche su quest’ultimo.

Anche se apparentemente i ragionamenti di Lord Westbury e di Lord Chelmsford a prima vista risultano simili, c’è una grande differenza. Infatti, il primo riteneva che il *mortgage* da costituirsi su un bene futuro¹⁸ consistesse nell’obbligo in capo al concedente di compiere un ulteriore atto in modo tale che i nuovi beni potessero essere assoggettati anch’essi al *mortgage originario* (sostenendo che le corti di *equity* avrebbero sempre reso tale obbligo di costituzione *enforceable*), nel momento in cui fossero entrati a far parte del patrimonio del debitore. Mentre il secondo non riteneva fosse necessario un ulteriore atto del debitore-concedente ai fini dell’estensione degli effetti giuridici del *mortgage originario* su tali nuovi beni¹⁹.

In poche parole, secondo Lord Chelmsford i beni nuovi erano automaticamente soggetti al *mortgage* senza la necessità da parte dei contraenti di concludere un ulteriore negozio giuridico. È quindi con il ragionamento di Lord Chelmsford che viene introdotto per la prima volta almeno a livello giurisprudenziale, il modello di quella garanzia che più avanti nel tempo prese in nome di *floating charge*, caratterizzata proprio dal fatto che i nuovi beni aziendali diventano automaticamente soggetti alla garanzia.

¹⁸ In riferimento al caso di specie i beni futuri sono tutti i macchinari e gli impianti che Taylor ha inserito all’interno del proprio complesso aziendale.

¹⁹ R. R. Pennigton, *The Genesis of the Floating Charge*, in *The Modern Law Review*, 1960, p. 630-646.

1.4. Il caso *Re Panama, New Zeland, and Australian Royal Mail Co*

Un ulteriore caso di particolare importanza ai fini dell'analisi della nascita della *charge* e in particolare della *floating charge* è il caso *Re Panama, New Zeland, and Australian Royal Mail Co.*²⁰ davanti alla *Court of Appeal*, la cui decisione risale al 14 febbraio 1870. La causa fu decisa da Sir. G.M. Giffard, Lord Justice. Il caso riguardava una società di nome *Panama, New Zeland and Australian Royal Mail Co* una *limited company*²¹ (di seguito "*Royal Mail Co.*") costituita il 15 giugno del 1866, avente un capitale sociale di 562.500,00 sterline, suddiviso in azioni dal valore nominale di 10 sterline (più avanti ci fu uno "*stock split*" in base al quale in numero di azioni venne raddoppiato e il valore nominale scese da 10 sterline a 5) e composta da una flotta di quattro navi per il compimento delle tratte fra Sydney, Wellington e Panama.

La società aveva emesso delle "*mortgage debentures*" ossia obbligazioni garantite da *mortgage* ai sensi del *Companies Clauses Consolidation Act* del 1845. Il presupposto soggettivo di applicazione della normativa riguardava esclusivamente le "*companies incorporated by statute*" ossia tutte le imprese "*created by authority of Parliament*". Infatti, la *Section 1* dell'Act stabiliva che: "*This Act shall apply to every joint stock company which shall by any Act which shall hereinafter be passed be incorporated for the purpose of carrying on any undertaking...*", il che significa, che legge in questione, si applicava alle società costituite, in virtù di una qualsiasi legge approvata in seguito, per l'esercizio di un'impresa. La *schedule C* di tale legge, intitolata "*form of mortgage deed*", imponeva la redazione del *mortgage* secondo una forma specifica, tant'è vero che era la stessa legge a prevedere un "*template*" per la costituzione della garanzia.

All'interno di tale *schedule C*, si prevedeva che: "we, *The Company, in consideration of the sum of pounds paid to us by A.B. (soggetto finanziatore) of, do assign unto the said A.B., his executors, administrators, and assignors, the said undertaking and all future calls on shareholders and all the tolls and sums of money arising by virtue of the said Act... until the said sum of pounds, together with interest for the same at the rate of for every hundred pounds by the year, be satisfied*".

²⁰ *Re Panama, New Zeland and Australian Royal Mail Co.* (1870) 5 Ch. App. 318.

²¹ Secondo la terminologia attuale è considerabile una *public limited company* (PLC). La sigla è stata introdotta solamente nel 1981. Prima di tale data, veniva utilizzata solamente il termine *limited*.

Il template di *mortgage* prevedeva quindi la cessione a favore dei soggetti finanziatori di tutto il complesso aziendale e di tutte le somme di denaro che da questo sarebbero state generate in futuro, con il patto, come prevedeva *ex lege* il *mortgage* stesso, che il debitore trattenesse il possesso delle cose affinché potesse proseguire la propria attività economica. La formulazione del *Companies Clauses Consolidation Act* del 1845 presentava già di per sé un problema di carattere definitorio, inerente, in relazione al caso di specie, al termine “*undertaking*”.

Infatti, nella *section 2*, il termine *undertaking* era definito tautologicamente così:” ... *and the expression “the undertaking”, shall mean the undertaking or works, of whatever nature, which shall by the special Act be authorized to be executed*”. La conseguenza di questa definizione era che il significato del termine in questione variava a seconda del giudice che era chiamato a fornirne un’interpretazione dato che la legge non era assolutamente chiara sul tema.

Tornando alla *Royal Mail Co.*, la società, con il trascorrere dei successivi due anni, fu sottoposta a una procedura fallimentare a causa della sua incapacità economico-patrimoniale-finanziaria di fare fronte alle proprie obbligazioni, fra cui erano comprese anche le *mortgage debentures* sopra menzionate. La flotta e i beni della società vennero venduti al fine del soddisfacimento dei creditori concorsuali, ma rimaneva ancora il dubbio se i beni che la società aveva incluso successivamente all’interno del complesso aziendale fossero compresi oppure no all’interno delle *mortgage debentures*.

Come prima specificato, fu fondamentale ai fini della progressiva definizione della *floating charge* la sentenza del Lord Justice Giffard, il quale così statuiva:” *I take the object and meaning of the debenture to be this, that the word 'undertaking' necessarily infers that the company will go on, and that the debenture holder could not interfere until either the interest which was due was unpaid, or until the period had arrived for the payment of his principal, and the principal was unpaid. I think the meaning and object of the security was this, that the company might go on during that interval, and furthermore, that during the interval the debenture holder would not be entitled to an account of mesne profits, or of any dealing with the property of the company in the ordinary course of carrying on their business. I do not refer to such things as sales or mortgages of property, but to the ordinary application of funds which came to the hands of the company in the usual course of business*”.

In questa porzione di sentenza, Giffard L.J. afferma che il significato della parola “*undertaking*”, traducibile in italiano come “società”, vede come presupposto intrinseco quello di “*going concern*”, ossia la continuità aziendale, definibile come la capacità di un’impresa di automantenersi sul mercato per uno o più esercizi.

Di conseguenza, come afferma Gifford L.J, se il *mortgage debentures* hanno ad oggetto l'impresa, da considerarsi esclusivamente sotto il profilo della continuità aziendale, allora per forza di cose l'impresa deve essere considerata un complesso di beni di carattere dinamico e che quindi, se la garanzia ha ad oggetto un "bene" dinamico²² quale l'impresa (*undertaking*) allora ha ad oggetto tutti i beni che questa si trova ad avere nel proprio complesso aziendale "*in the ordinary course of business*".

Dalla lettura di questa porzione di sentenza si può notare come il concetto di "impresa", almeno a tali fini, venga inteso in un modo assolutamente innovativo, non solo per il periodo storico all'interno di cui ci si trovava nel momento in cui la sentenza è stata emessa, ossia il 1870, ma anche rispetto al nostro sistema di *civil law*, che solamente con la Direttiva(UE) 2019/1023 (c.d. "*Direttiva Insolvency*") e prima in rare circostanze, ha iniziato ad esaminare la realtà imprenditoriale valorizzandone la continuità e non esclusivamente l'aspetto patrimoniale.

La sentenza del Lord Justice Giffard può essere considerata come una delle tante prove dell'anticipo e dell'efficienza con cui il diritto inglese si adatta a fenomeni di carattere economico, cosa che, come si vedrà nel capitolo secondo, manca all'ordinamento giuridico italiano e in generale è carente nei sistemi di *civil law*.

²² Una riflessione su quanto affermato da Gifford L.J. riguarda la tipologia di ragionamento che il giudice ha effettuato al fine di sbrogliare il nodo del significato della parola "*undertaking*". A mio avviso, e questo può all'apparenza sembrare quasi paradossale, il giudice Gifford, nel punto cruciale della sentenza sopra riportato, ha risolto un problema di carattere giuridico, senza fare riferimento a norme di diritto ma solamente attraverso la sua interpretazione del termine menzionato. Tale interpretazione sarà avallata anche dagli ulteriori casi (*inter alia. Re Florence Land and Public Works Co. del 1878, Edwards v. Standard Rollins Stock Syndicate, del 1893, Robson v. Smith del 1895*), dando definitivamente al caso *Re Panama, New Zealand, and Royal Mail Co.* la qualifica, se così si può dire, di "*leading case*". Entrando nel vivo della logica della decisione il ragionamento che ha portato alla risoluzione del problema può essere definito un ragionamento di carattere linguistico, in cui, anche se non esplicitamente, il giudice ha tratto il significato della parola dal modo in cui la parola viene utilizzata. Questa considerazione, che a primo impatto può sembrare banale e scontata in realtà, non lo è in quanto il L.J Gifford, ha usato a fini di interpretazione giuridica uno dei concetti principali espressi dal filosofo Ludwig Wittgenstein all'interno della sua opera chiamata "*Ricche filosofiche*". Qui il filosofo affermava che: "*Per una grande classe di casi — anche se non per tutti i casi — in cui ce ne serviamo la parola "significato" si può definire così: il significato di una parola è il suo uso nel linguaggio*". Se secondo Wittgenstein il significato di una determinata parola è il suo uso nel linguaggio, allora a mio avviso il Giudice ha implicitamente e anticipatamente rispetto a Wittgenstein, che è un filosofo del 1900, adottato questo concetto nell'interpretazione giuridica. Infatti, l'impresa è nella sua essenza qualcosa di dinamico, questo lo si può notare a mio avviso anche dall'uso che se ne fa nel linguaggio italiano nel momento in cui la parola viene utilizzata. In conclusione, la riflessione vuole dimostrare con una breve digressione, come molti dei problemi di interpretazione giuridica, anche se non tutti, possano essere risolti interrogandosi sull'uso che nel quotidiano si fa di una determinata parola.

1.5. Altre pronunce rilevanti.

Dopo la pronuncia *Re Panama, New Zeland, and Australian Royal Mail Co.*²³ ci sono stati ulteriori casi rilevanti ai fini della definizione dell'istituto della *floating charge*. Una delle pronunce più importanti è stato il caso *Government Stock and Other Sec. Inv. Co. v. Manila Ry* del 1897²⁴ in cui Lord Macnaghten definisce nella sentenza cosa sia una *floating security*: “*A floating security is an equitable charge on the assets for the time being of a going concern. It attaches to the subject charged in the varying condition in which it happens to be from time to time. It is of the essence of such a charge that it remains dormant until the undertaking charged ceases to be a going concern, or until the person in whose favour the charge is created intervenes*”.

In questo caso Lord Macnaghten afferma che una garanzia fluttuante consiste nella creazione di un vincolo sui beni di un'impresa nel momento in cui questa si trova in una situazione di “*going concern*”, ossia continuità aziendale e che, l'essenza di questa garanzia è che rimanga inattiva (*dormant*) fino al momento in cui l'impresa non cessa di essere in una prospettiva di continuità aziendale oppure nel caso in cui il creditore garantito decida di procedere all'escussione.

In riferimento alla definizione della garanzia come “*dormant*”, si deve intendere il fatto che il debitore può disporre dei beni oggetto della garanzia fino al momento in cui non diventa insolvente, ed è proprio da quel momento che la garanzia diventa *fixed* in seguito ad un processo di cristallizzazione che sarà in seguito approfondito.

Un altro caso in cui la natura e le caratteristiche della *floating charge* vengono descritte è *Re Yorkshire Woolcombers* del 1903²⁵, in cui il giudice Romer LJ elenca le caratteristiche che deve avere una *floating charge* affinché possa essere considerata tale: “*I certainly do not intend to attempt to give an exact definition of the term 'floating charge', nor am I prepared to say that there will not be a floating charge within the meaning of the Act, which does not contain all the three characteristics ... I certainly think that if a charge has the three characteristics that I am about to mention it is a floating charge:*

- 1 *If it is a charge on a class of assets of a company present and future;*
- 2 *If that class is one which, in the ordinary course of business of the company, would be changing from time to time; and*

²³ *Re Panama, New Zeland, and Australian Royal Mail Co.* (1870) 5 Ch. App. 318.

²⁴ *Government Stock and Other Securities Investment Co. Ltd. V. Manila Rly. Co. Ltd.* (1897) A.C. 81.

²⁵ *Re Yorkshire Woolcombers Association Ltd* (1903) Ch App 284.

- 3 *If you find that by the charge it is contemplated that, until some future step is taken by or on behalf of those interested in the charge, the company may carry on its business in the ordinary way as far as concerns the particular class of assets I am dealing with”.*

In questo caso, il giudice afferma che una “*floating charge*” non può essere tale se non possiede le tre caratteristiche sopra elencate. Al di là della sostanza e del contenuto delle tre condizioni necessarie affinché una garanzia possa essere definita come fluttuante, è importante la forma. Infatti, anche se le caratteristiche elencate dal giudice Romer erano desumibili anche dalle pronunce prima riportate, in questo caso in particolare le caratteristiche vengono elencate e formalizzate. La sentenza è quindi importante, non tanto per il suo contenuto, ma per il fatto che attraverso un’elencazione esplicita ha contribuito, forse più di tutte, alla sedimentazione all’interno del diritto inglese del concetto di garanzia fluttuante.

Lord Macnaghten, tratta della *floating charge* anche nella pronuncia *Illingworth v. Houldsworth* del 1904²⁶, in cui afferma che: “*A specific charge, I think, is one that without more fastens on ascertained and definite property or property capable of being ascertained and defined; a floating charge, on the other hand, is ambulatory and shifting in its nature, hovering over and so to speak floating with the property which it is intended to affect until some event occurs or some act is done which causes it to settle and fasten on the subject of the charge within its reach and grasp”.*

In questo caso Lord Macnaghten delinea una differenza fra *specific* (o “*fixed*”) *charge* e *floating charge*. La prima è caratterizzata dall’essere basata su dei beni specificatamente individuati, mentre la seconda è per sua natura “*shifting*” ossia mutevole, fino al momento in cui non si presenta una circostanza che la porta a fissarsi sull’oggetto gravato dalla garanzia stessa al momento dell’evento. Le differenze fra *fixed (specific) charge* e *floating charge* saranno approfondite in modo dettagliato nel paragrafo seguente.

1.6. Fixed e Floating Charge: analogie e differenze.

Dopo avere trattato della nascita della *charge* e in particolare della *floating charge* è necessario individuare l’istituto in modo più articolato nella sua “seconda forma”, ossia la c.d. *fixed charge* che, come vedremo, può essere o una garanzia a sé stante oppure una naturale conseguenza della *floating charge*, che si determina in seguito ad un evento di cristallizzazione.

²⁶ *Illingworth v. Houldsworth* (1904) A.C. 355.

L'esame dell'escussione della garanzia sarà trattato nell'ultimo capitolo, nel quale la tematica sarà approfondita sotto il profilo comparatistico.

Prima di passare a descrivere le caratteristiche e le differenze fra *floating charge* e *fixed charge*, è necessario ricordare che con il termine *charge* si intende un “*equitable proprietary security interest*”²⁷, ossia un diritto reale di garanzia su uno o più beni che permette al creditore di essere preferito rispetto agli “*unsecured creditors*” (i creditori che non sono assistiti da alcuna garanzia), *i.e.*, i creditori chirografari. Quando una *charge* viene creata può essere *fixed*²⁸ oppure *floating*. Entrambe sono non-possessorie e permettono al debitore di continuare ad utilizzare il bene durante l'esercizio dell'attività di impresa, ma, se si tratta di una *fixed charge*, è necessario il consenso del creditore per disporne.

In altre parole, in assenza del consenso del creditore il bene oggetto della *fixed charge* non può essere venduto a terzi, per il fatto che la *fixed charge* è caratterizzata da una specifica individuazione del bene (per questo motivo viene anche chiamata “*specific charge*”). Questo concetto è ribadito anche da Lord Walker nel caso *Re Spectrum Plus Ltd*²⁹, del 2005 in cui afferma che: “*Under a fixed charge the assets charged as security are permanently appropriated to the payment of the sum charged, in such way as to give the chargee a proprietary interest in the assets. So long as the charge remains unredeemed, the assets can be released from the charge only with the active concurrence of the chargee*”.

La *floating charge*, invece, permette al debitore di disporre delle cose su cui grava senza che sia necessario ottenere il consenso del creditore. In particolare, così Lord Scott in *Re Spectrum Ltd*: “*In the meantime the chargor is left free to use the charged asset and to remove it from the security*”. La facoltà di disposizione permette al debitore anche di vendere a terzi i beni oggetto della garanzia, senza che questi siano gravati da nessun vincolo. Già da questa differenza si può comprendere che da un lato fra le due tipologie di *charge* c'è una logica di base in comune, dall'altro si distinguono fra loro sulla base delle possibilità applicative.

Infatti, come ogni garanzia non possessoria, la logica alla base si impernia su un efficientamento dei rapporti debito-credito intercorrenti fra l'azienda e il mutuante il che permette all'azienda che la costituisce di godere (e nel caso in cui sia fluttuante anche di disporre) dei beni aziendali e di continuare l'attività di impresa. Il vantaggio per il creditore è da un lato quello di ottenere una garanzia sui beni aziendali e dall'altro, dato il margine di

²⁷ P. Davies, L. Gower, *Principles of Modern company Law*, Sweet and Maxwell, 2008, p. 1162.

²⁸ La *fixed charge* può essere definita anche “*specific charge*”, proprio come l'ha definita Lord Macnaghten nel caso *Illingworth v. Houldsworth* (1904) A.C. 355.

²⁹ *Re Spectrum Plus Ltd.* (2005) UKHL 41.

“manovra” concesso al debitore, la possibilità di fare affidamento, a fini di soddisfacimento del proprio credito, sui flussi di cassa derivanti proprio da quel complesso aziendale che costituisce l’oggetto della sua garanzia³⁰.

Invece, il riferimento al criterio di applicazione è inerente alla modalità di individuazione dei beni su cui, secondo una logica economico-giuridica, la garanzia può gravare.

L’individuazione dei beni sui cui possono gravare le due garanzie, varia a seconda della possibilità di disposizione del debitore. In altre parole, è lo stesso diritto di disporre che funge da criterio sulla base del quale individuare i beni che possono formare oggetto di una garanzia oppure dell’altra.

Infatti, siccome nella *floating charge* il debitore può vendere i beni oggetto della garanzia, mentre nella *fixed charge* non possiede questa facoltà, è evidente come la classe di beni su cui è più conveniente e “sensato” costituire una *floating charge* sono tutti i beni che fanno parte dell’attivo circolante, ossia tutti quei beni che sono destinati ad essere venduti nel corso dell’attività di impresa. Come abbiamo visto è proprio la possibilità di gravare su questi beni che costituisce uno dei principali vantaggi della *floating charge*³¹.

Ovviamente il fatto che il debitore possa disporre dei beni oggetto della *floating charge* non ne garantisce il che tutti gli atti compiuti siano funzionali ad assicurare o a sostenere la continuità aziendale, di conseguenza la dottrina ritiene possibile inserire nella clausole contrattuali che costituiscano un limite alla capacità del debitore di disporre dei beni aziendali, obbligandolo ad esempio, a non porre in essere alcune tipologie di contratti che potrebbero depauperare eccessivamente il patrimonio aziendale³², senza compromettere l’elasticità e l’essenza della *floating charge*.

D’altro canto, la *fixed charge* trova ambito di applicazione sulle immobilizzazioni, le quali, per definizione, avendo nell’*ordinary course of business* un’utilità pluriennale, non sono destinate ad essere vendute.

³⁰ La *ratio* rispecchia anche il principio di prevenzione alla base della Direttiva Insolvency che impone di impostare la normativa nazionale in modo tale da scongiurare il fallimento (ora liquidazione giudiziale) della società, così che questo costituisca solo una “*extrema ratio*”. Alla luce di questo principio, si può notare come una garanzia non possessoria possa aiutarne la realizzazione, in quanto si dà la possibilità alle parti di temperare i propri interessi per tutta la durata della garanzia, con l’auspicio che non venga mai escussa. In tal modo, il momento in cui il debitore deve fermare l’attività di impresa, non è quello in cui la garanzia viene concessa, ma quello in cui viene effettivamente escussa. Anche in questo caso si può notare come il diritto inglese sia stato molto più che lungimirante, arrivando a concretizzare principi, formalizzati nell’UE solamente nel 2019.

³¹ P. Davies, L. Gower, *Principles of Modern company Law*, Sweet and Maxwell, 2008, p. 1163.

³² E. Ferran, L.C. Ho, *Secured Debt, Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2014, p. 324.

Una definizione efficace della *floating charge* che spiega il motivo per cui viene costituita soprattutto sui *current assets* è la seguente: “*A charge which floats like a cloud over the whole assets of the company from time-to-time falling withing a generic description but without preventing the mortgagor from disposing of the assets in the usual course of business until something occurs to cause the charge to become crystallised or fixed*”.

Tramite questo riferimento si può vedere come una delle caratteristiche della *floating charge* sia fluttuare sui beni aziendali via via che vengono sostituiti (“*floating like a cloud*”), infatti, non essendoci la necessità di individuare specificatamente i beni su cui grava, si adatta perfettamente ad essere costituita sulle attività correnti di una società. Nella pratica però, è risultato difficile in molti casi capire se una *charge* possa essere identificata come *floating* o *fixed*. La questione risulta di importanza vitale dato che la *fixed* e la *floating charge* hanno gradi di preferenza differenti³³.

In riferimento quest’ultimo elemento, si sottolinea che la giurisprudenza ha sempre ribadito il principio di prevalenza della sostanza sulla forma anche in relazione alle questioni inerenti alla classificazione della *charge* come *fixed* o *floating*. Così Millett LJ, nel caso *Orion Finance Ltd v Crown Financial Management Ltd* del 1996³⁴: “[t]heir ill-chosen language must yield to the substance”.³⁵

Inoltre, come affermato dal *Privy Council* nel caso *Re Brumark Investments Ltd*³⁶ (conosciuto anche come “*Agnew v. IRC*”) il processo definitorio è caratterizzato da due fasi: “[i]n deciding whether a charge is a fixed charge or a floating charge, the court is engaged in a two-stage process. At the first stage it must construe the instrument of charge and seek to gather the intentions of the parties from the language they have used... The object of this stage of the process... is to ascertain the nature of the rights and obligations which the parties intended to grant to each other in respect of the charged assets. Once these have been ascertained, the court can then embark on the second stage of the process, which is one of categorization, which is a matter of law”.

In sostanza, quindi, il processo di definizione di una *charge* vede, come prima fase, la ricostruzione della volontà delle parti sulla base della terminologia da esse utilizzata, in modo tale da accertare i rispettivi obblighi e diritti.

³³ Anche se la questione verrà poi approfondita successivamente, in particolare nel Capitolo quarto del presente elaborato, è necessario evidenziare che la *fixed charge* ha un grado di preferenza maggiore rispetto alla *floating charge*, di conseguenza capire la qualifica di una determinata garanzia risulta di notevole importanza.

³⁴ *Orion Finance Ltd v. Crown Financial Management Ltd* [1995] EWCA Civ. J1221-6.

³⁶ *Re Brumark Investments Ltd* [2001] UKPC 28.

La seconda fase è un processo di sussunzione della fattispecie concreta, così com'è stata ricostruita dal giudice, sotto la fattispecie astratta. A livello comparatistico si può notare come questo approccio rispecchi quanto stabilito dall'articolo 1362 primo comma del Codice civile Italiano, rubricato "*intenzione dei contraenti*".

Infatti, proprio come il giudice inglese con specifico riferimento alla *charge* è chiamato alla ricostruzione della volontà dei contraenti, anche il giudice italiano, a livello generale, nel momento in cui è chiamato ad interpretare il contratto: "*deve indagare quale sia stata la comune intenzione delle parti e non limitarsi al senso letterale delle parole*".

Inoltre, nel caso *Spectrum Plus Ltd, Re*³⁷, la House of Lords ha confermato questo orientamento affermando che uno degli elementi fondamentali, sulla base del quale si può valutare se una *charge* appartenga ad una categoria piuttosto che all'altra, è verificare, indipendentemente dalla tipologia dei beni gravati dalla garanzia, se il debitore mantiene la possibilità di disporre dei suddetti beni durante l'attività di impresa.

Tuttavia, anche alla luce di queste considerazioni, ci sono inevitabilmente situazioni in cui non è semplice distinguere fra *fixed charge* e *floating charge*. L'incertezza definitoria non viene colmata nemmeno dall'impiego della cartina di tornasole delle diverse caratteristiche individuate da Romer LJ nel sopra esposto caso *Re Yorkshire Woolcombers* del 1903³⁸.

Infatti, ci possono essere delle *charges* che pur non avendo una delle tre caratteristiche sopra menzionate, vengono ugualmente qualificate come delle *floating charges*. Tant'è vero che lo stesso Romer LJ nella citazione sopra riportata aveva esordito dicendo: "*I certainly do not intend to attempt to give an exact definition of the term 'floating charge...'*".

Un esempio di un caso in cui manca proprio una delle tre caratteristiche elencate è *Re Croftbell Ltd*³⁹. in cui una *charge* viene qualificata *floating*, anche se i beni oggetto della garanzia, ossia azioni di una società controllata, non erano destinati ad essere oggetto di un "*regular turnover*" nel corso dell'esercizio commerciale⁴⁰.

1.7: La *crystallization*: quando la *floating charge* si trasforma in *fixed charge*.

Sebbene la *fixed* e la *floating charge* abbiano presupposti di utilizzo diversi e attribuiscono un grado di preferenza differente (l'esame del grado di preferenza è rinviato al

³⁷ *Re Spectrum Plus Ltd* [2005] UKHL 41.

³⁸ *Re Yorkshire Woolcombers Association Ltd* [1903] Ch.App. 355.

³⁹ *Re Croftbell Ltd* [1990] BCC 781.

⁴⁰ E. Ferran, L.C. Ho, *Secured Debt, Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2014, p. 326.

Capitolo 4), queste sono legate dal fenomeno della “*crystallisation*”, ossia un processo in base al quale, al ricorrere di determinati eventi, la *floating charge* diventa *fixed* determinando la concentrazione della garanzia su uno o più beni specificatamente individuati.

I beni su cui la *floating charge* si cristallizza sono quelli che fanno parte del patrimonio aziendale nel momento in cui si verifica un *trigger event* e, ad eccezione che ciò non sia espressamente escluso dalla garanzia stessa come definita dalle parti, anche i beni che vengono acquisiti successivamente entrano a fare parte della *fixed charge*⁴¹.

Oltre all’effetto di identificazione precisa dei beni, nel momento in cui si verifica la cristallizzazione entra in gioco anche un’altra delle caratteristiche della *fixed charge*: quella per cui il debitore non può più disporre dei beni senza l’autorizzazione del creditore.

Al fine di fare scattare gli effetti della cristallizzazione devono sussistere tre requisiti che sono⁴²:

1. L’esistenza di un rapporto di credito garantito dalla *charge* (in caso di cessazione del rapporto debito-credito, estinguendosi l’obbligazione principale, verrebbe meno anche la garanzia che aveva ad oggetto tale obbligazione);
2. Un valido accordo di costituzione della *charge*;
3. Una serie di beni determinati o determinabili sui quali il debitore ha diritti

Indipendentemente dal verificarsi delle prime due condizioni, nel caso in cui il debitore non abbia alcun diritto sui beni siano, non ci potrebbe essere alcuna garanzia e men che meno alcuna forma di cristallizzazione.

La cristallizzazione scatta in seguito al determinarsi dei c.d. “*default events*” i quali non sono determinati specificamente, ma secondo una serie di principi che hanno portato alla definizione di cinque categorie all’interno di cui possono essere ricompresi:

1. Emissione di un provvedimento di liquidazione della società. In questo caso si fa riferimento a tutti i tipi di liquidazione, sia quelli di liquidazione volontaria che quelli di liquidazione c.d. “*compulsory*” (obbligatoria);
2. La nomina di un c.d. *administrative receiver*, sia che la nomina avvenga da parte del creditore oppure sia nominato giudizialmente;

⁴¹ E. Ferran, L.C. Ho, *Secured Debt, Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2014.

⁴² Gower, op. cit. ult.

3. La cessazione dell'attività della società. Come si è specificato sopra, la *ratio* principale della *floating charge* è quella di permettere alla società di continuare ad operare, quindi nel caso in cui la società cessi la sua attività la *floating charge* perde in un certo senso, per usare un termine attinente ai rapporti contrattuali nel codice civile italiano, la sua "causa";
4. La presa di possesso dei beni aziendali da parte del creditore garantito;
5. Tutti gli altri casi in cui si verifica un evento di cristallizzazione previsto dalle parti (c.d. "*automatic crystallisation*").

In particolare, l'*automatic crystallisation*, si concretizza in due tipologie di clausole. La prima è una clausola in cui la cristallizzazione si realizza al determinarsi di specifici eventi previsti dalle parti senza che però ci sia alcuna attività da parte del creditore garantito.

La seconda, (c.d. "*express crystallisation*") più frequentemente utilizzata nella prassi, prevede che la cristallizzazione avvenga solamente nel momento in cui il creditore garantito invii una notifica in tal senso al debitore.

Il maggior impiego della *express crystallisation* è giustificato dal maggior controllo che le parti hanno sulla produzione degli effetti giuridici, infatti, nel caso di una clausola di primo tipo, la cristallizzazione potrebbe avvenire in circostanze in cui per il creditore sarebbe comunque stato conveniente mantenere una *floating charge* e non una *fixed charge*.

Oltre a questo problema di convenienza della produzione degli effetti della cristallizzazione, ci potrebbero essere dei problemi di carattere definitorio in quanto è necessario, nel caso di predisposizione di una clausola di primo tipo, individuare una serie di circostanze nel modo più inclusivo possibile, in modo da evitare che alcuni eventi per errore non vengano esclusi e non succeda che, quando opportuno, la cristallizzazione non si verifichi⁴³.

Uno degli errori di carattere definitorio, è il cosiddetto "*overkill*" che consiste in un'individuazione eccessivamente specifica dei *default events*, che, senza riferimenti a principi di determinazione, lascia inevitabilmente fuori dalla previsione delle parti molte situazioni in cui invece è opportuno il verificarsi della cristallizzazione.

La soluzione potrebbe essere quella di prevedere all'interno del contratto che regola la *charge*, un principio sulla base del quale individuare tutti i casi che possono determinare la cristallizzazione, senza commettere l'errore di ricadere nello specifico e facendo attenzione a

⁴³ Eilis Ferran. op. cit.ult.

che l'identificazione dei casi particolari sia sempre e comunque basata su un principio ben definito in partenza.⁴⁴

In relazione alla *crystallisation* si può verificare anche una situazione in base alla quale la *floating charge* che è stata cristallizzata e quindi è diventata *fixed charge*, ritorni, in seguito ad un processo di *de-cristallizzazione*, ad uno stato fluttuante. Al fine di redigere una *floating charge* con la possibilità che questa torni ad essere fluttuante in seguito ad un evento di cristallizzazione, si devono inserire apposite clausole nel contratto.

Lo strumento della c.d. "*refloatation*", anche se da alcuni punti di vista può risultare utile, si può sicuramente prestare ad abusi. Infatti, si potrebbe presentare la circostanza in base alla quale il creditore garantito dopo avere individuato un bene del debitore e dopo averne intimato la consegna, si renda conto che nel patrimonio del debitore sia entrato un nuovo bene di maggior valore o di più pronta e facile realizzazione. In seguito all'individuazione di tale bene il creditore potrebbe quindi far scattare la clausola di de-cristallizzazione, riconsegnando la cosa precedentemente consegnatagli dal debitore.

Per di più si sottolinea anche che il creditore attraverso questo meccanismo può giovare del fatto che nello stabilire il livello di preferenza, si fa riferimento al momento costitutivo della garanzia. In conseguenza di ciò, non essendoci stata una novazione del rapporto, il creditore che ha deciso di far tornare la garanzia ad uno stato di fluttuazione, potrà giovare di un'antiorità temporale maggiore⁴⁵.

Un'altra parte della dottrina⁴⁶ sottolinea invece che, se è vero che la clausola di de-cristallizzazione può comportare eventuali abusi a sfavore del debitore, bisogna anche considerarne gli effetti positivi.

Infatti, si deve ricordare che in seguito al procedimento di cristallizzazione, siccome la *floating charge* diventa una *fixed charge*, il debitore perde la possibilità di disporre dei beni

⁴⁴ Il rischio di *overkill* è uno dei problemi generali della legislazione. Infatti, capita spesso con le leggi più recenti, che ci sia una pedante individuazione delle situazioni concrete (spinta da una ricerca di certezza) a cui ricollegare il prodursi degli effetti giuridici. La conseguenza inevitabile di questo processo è l'esclusione di altrettanti casi in cui sarebbe stata opportuna una ricomprensione all'interno della norma. La norma dovrebbe invece avere al suo interno un principio generale attraverso il quale l'interprete riesca ad individuare se la situazione concreta possa essere sussunta all'interno della fattispecie astratta indipendentemente dalla presenza di un elenco o meno. Una legge impostata in questo modo rispecchierebbe i requisiti propri dello stesso concetto di "legge", che sono la necessarietà e l'universalità, mentre una legge che descrivesse specificamente solamente i casi a cui si applica senza contenere al suo interno un principio di determinazione, sarebbe una legge valida in generale ma non generalmente valida, mancando così di universalità e quindi non potendo nemmeno essere definita "legge" in senso proprio.

⁴⁵E. Battelli, *Il pegno di beni immateriali, contributo allo studio del pegno non possessorio sugli intangible assets*, Giuffrè, 2021, p. 46.

⁴⁶J. Ricketts, *Automatic Refloatation of a Crystallised Floating Charge*, in *UWA Law Review*, 1992, p. 430.

oggetto della garanzia. Nel caso in cui la *charge* torni ad essere fluttuante, il debitore recupera la possibilità di disporre dei beni e di conseguenza anche di condurre la propria attività di impresa senza limitazioni.

Si pensi alla circostanza in base alla quale un creditore abbia costituito una *floating charge*, che include tutti quei beni compresi all'interno dell'attivo circolante. Nell'eventualità di un evento di cristallizzazione della garanzia il debitore non potrebbe disporre di tali beni e di conseguenza non potrebbe più condurre l'attività di impresa. Così, *a contrario*, nel caso di *refloatation* della *floating charge* cristallizzata, il debitore può tornare a disporre dei beni gravati dalla garanzia continuando il suo business.

1.8 Il contributo del legislatore: il Companies Act.

Illustrata la nascita della *charge* attraverso il riferimento al *case law*, si esamina quanto previsto dal legislatore inglese all'interno del *Company Act*, che regola alcuni aspetti di particolare rilevanza. Attualmente il principale atto normativo a cui fare riferimento è il *Companies Act* del 2006 così come successivamente aggiornato e modificato.

Fino al 2013, il riferimento normativo principale era la *Part 25 "Chapter 1"* rubricato "*Companies registered in England and Wales or in Northern Ireland*", ma a seguito delle modifiche intervenute, oggi il riferimento normativo in tema di obbligo di registrazione delle *charges* è rinvenibile nella *Part 25- Chapter A1* rubricata "*registration of company charges*".

La modifica del *Companies Act* del 2006 è stata preceduta da numerose proposte del BIS (*i.e. Business Innovation and Skills*⁴⁷) aventi il fine di rendere più efficiente il sistema di registrazione delle *charges*, non solo dal punto di vista giuridico, ma anche da quello tecnico introducendo, *inter alia*, la possibilità di registrazione in via telematica.

Oltre alla possibilità di effettuare la registrazione in via telematica, la proposta mostrava anche la necessità di adottare uno schema di registrazione unico applicabile a tutte le società

⁴⁷ Il BIS è un dipartimento del governo inglese avente lo scopo di effettuare delle raccomandazioni per tenere aggiornata la legge, renderla più semplice per cittadini e più efficiente da un punto di vista economico. Fra le proposte sul tema di rendere più efficiente il sistema di registrazione troviamo, *inter alia*, BIS, *Registration of Company Charges: Issues to be resolved before preparation of Draft Regulations April 2011* (URN 11/862) e BIS, *Registration of charges created by companies and limited liability partnerships, Proposals to amend the current scheme and relation to specialist registries, March 2010* (URN 10/697). Attualmente il BIS, è stato incorporato con il Department of Energy and Climate Change (DECC), in seguito a tale accorpamento è stato creato il Department for Business, Energy and Industrial Strategy. Il contenuto delle proposte è schematico e costituito da una struttura che in cui all'inizio vengono illustrati gli *issues*, ossia i problemi che sussistono al momento della redazione della proposta e poi si vengono messe in luce le varie proposte con cui tali problemi possono essere risolti.

costituite ai sensi del Companies Act del 2006 o delle sue versioni precedenti nonché la necessità di applicare la normativa inerente alla registrazione a tutte le tipologie di *charge* così da eliminare gli elementi di incertezza che prima della riforma caratterizzavano parte della disciplina della *registration*⁴⁸.

Anche se all'apparenza le norme di cui alla *Part 25-Chapter 1*^o sono interamente dedicate alle modalità di registrazione e quindi ad aspetti meramente tecnici o formali, i requisiti di legge per l'iscrizione hanno una valenza sostanziale, dato che, in caso di violazione la *charge* non può essere iscritta all'interno dell'apposito registro tenuto presso la Companies House⁴⁹. L'iscrizione, infatti, è essenziale per diverse ragioni.

In primo luogo, l'esistenza del registro è giustificata dal fatto che è possibile dare ai potenziali mutanti più informazioni riguardo l'impresa mostrando quali sono i beni che sono già gravati da altre garanzie. Si sottolinea che la registrazione di cui si vuole trattare è limitata alle forme di garanzia non possessorie; infatti, per un'obbligazione garantita da una garanzia possessoria, la funzione pubblicitaria la svolge già di per sé il fatto che ci sia stato lo spossessamento della cosa e, di conseguenza, nei terzi non si può creare alcuna ragionevole convinzione che la cosa rimanga nel c.d. "*apparent wealth*" dell'azienda che ha concesso la garanzia. Il secondo motivo per cui è necessaria la registrazione della *charge* è quello per cui "*the registration is necessary for the perfection of the security*"⁵⁰.

Il terzo ed ultimo motivo è che l'iscrizione della *charge* all'interno del registro determina il grado di preferenza fra i creditori, per cui la priorità di un creditore rispetto ad un altro non deriva dalla data di creazione della garanzia, ma dal momento in cui questa viene iscritta all'interno dell'apposito registro.

Un sistema di preferenze dei creditori basato su un criterio temporale di iscrizione della garanzia all'interno di un registro viene definito "*a system of notice filing*"⁵¹. Dal momento in cui una *charge* viene creata, la registrazione presso la Companies House⁵², deve essere effettuata entro 21 giorni mediante la compilazione di un determinato modulo che in particolare è il modulo MR01, il quale contiene informazioni specifiche, come i dettagli della società che costituisce la garanzia e la parte a favore di cui la garanzia è costituita.

⁴⁸ B. Hannigan, *Company Law*, Oxford, 3rd edition, 2012, p. 550.

⁴⁹ Il "*register*" è stato creato dal Joint Stock Companies Act del 1844 il quale ha introdotto un sistema di doppia registrazione molto oneroso. Per completare ogni fase l'impresa richiedente doveva pagare una determinata somma di denaro. Il sistema è stato poi razionalizzato con il Joint Stock Companies Act del 1856 e del 1862.

⁵⁰ Gower, Davies, *Principles of Modern Company Law*, Sweet and Maxwell, 2008, p. 1182.

⁵¹ Gower, Davies, op. ult. Cit.

⁵² È l'equivalente del nostro Registro delle Imprese.

Oltre alla data di creazione della garanzia, nel caso in cui la garanzia abbia ad oggetto beni, fra cui terreni, natanti, aeromobili o in ogni caso beni che devono essere registrati, è necessario anche provvedere nel modulo con una descrizione di tali beni.

Il modulo in questione che contiene tutte le informazioni è di importanza fondamentale per il fatto che permette ad eventuali interessati di sapere se determinati beni, o nel caso di *floating charge* il complesso aziendale, sono sottoposti ad una garanzia. Sempre al fine della tutela dei terzi, il modulo richiede anche di specificare se il contratto che costituisce la garanzia proibisce o restringe la libertà dell'azienda concedente la *charge* di creare ulteriori garanzie “*that will rank equally with or ahead of the charge*”. L'informazione che in questo caso è necessario fornire ha ad oggetto il cosiddetto *negative pledge* (i.e. *pegno negativo*).

Infatti, molto di frequente⁵³, all'interno dei contratti che costituiscono le *charge*, in particolare quelli costitutivi della *floating charge*, sono contenute clausole che impediscono all'impresa concedente di istituire sugli stessi beni una garanzia di rango uguale o superiore. Infatti, come verrà in seguito approfondito, uno degli svantaggi della *floating charge* è quello di avere un rango inferiore anche rispetto ad una *fixed charge* costituita successivamente, anche nel caso in cui il creditore a favore del quale sia costituita la *fixed charge* sappia già che su quei beni è stata costituita una garanzia fluttuante⁵⁴.

Ai fini di comprendere la *ratio* su cui si basa l'inserimento dell'informazione dell'esistenza o meno del *negative pledge* all'interno del modulo da compilare e da inviare alla Companies House, si propone un esempio di clausola di pegno negativo:” *Not without the previous consent in writing of the Bank (and then only to the extent that such consent permits and in accordance with any conditions attached to such consent) to create or attempt to create any mortgage, pledge, charge (whether fixed or floating) or other incumbrance on or over the whole or any part of the Charged Property or permit any lien to arise on or to affect any part and not (save as mentioned above) to increase or extend any liability of the Company secured on any of the above forms of security*”⁵⁵. In questo caso la clausola è di facile comprensione in quanto afferma che in assenza di previo consenso scritto della banca concedente il finanziamento, la società debitrice non potrà costituire alcuna garanzia sui propri beni.

Dalla lettura della clausola in questione, che nella sostanza rispecchia come vengono redatte la maggior parte delle clausole di tale genere all'interno dei contratti di finanziamento,

⁵³ T. C. Han, *The Negative Pledge As A 'Security' Device*, in *Singapore Journal of Legal Studies*, 1996, 415–441.

⁵⁴ B. Hannigan, *Company Law*, Oxford University Press, 2021.

⁵⁵ La clausola a cui si fa riferimento è contenuta in R. Walton, *The Encyclopedia of Forms and Precedents*, 5th ed., 1986, p. 148.

si può quindi comprendere il perché sia così importante dare alla Companies House, (e quindi ai terzi creditori o ai terzi in generale) l'informazione sull'esistenza di una *charge* accompagnata da una clausola di pegno negativo.

Se la legge non prevedesse l'obbligo di tale informazione i terzi sarebbero alla mercé dell'eventuale mala fede del debitore, con la conseguenza di un costante aumento (ragionando su larga scala) delle controversie che da una situazione regolata in tale maniera, potrebbero derivare.

Il Companies Act del 2006, come modificato nel 2013, stabilisce alla Section 859 H, rubricata "*Consequence of failure to deliver charges*"⁵⁶ una serie di conseguenze piuttosto gravi nel caso in cui non venga adempiuto l'obbligo di registrazione della *charge* presso la Companies House.

La prima conseguenza è la nullità della garanzia nei confronti di una serie di soggetti⁵⁷, ossia il liquidatore, tutti i creditori, e l'*administrator* (che corrisponde al nostro curatore di diritto italiano).

Si sottolinea quindi che ad essere "*void*" non è il rapporto debito/credito sottostante, ma la garanzia che assiste tale rapporto. Inoltre, e qui sta la conseguenza di maggior rilievo, nel momento in cui la garanzia diventa nulla⁵⁸, il credito sulla base del quale la garanzia è stata rilasciata diventa immediatamente esigibile.

Ci sono due ragioni principali per le quali viene stabilita una conseguenza di così grande rilievo. Il primo motivo è che nel caso in cui la garanzia sia nulla, il diritto del creditore di ottenere immediatamente il pagamento viene giustificato sulla base del fatto che in assenza della garanzia, molto probabilmente non avrebbe concesso il credito, quindi diventa suo diritto recuperarlo.

Il secondo motivo, alla base della predisposizione di una normativa così rigorosa, è quello di incentivare i soggetti che costituiscono la *charge* ad iscriverla presso il registro tenuto dalla Company House. Tuttavia, la normativa del Companies Act del 2006, permette a determinate condizioni di effettuare una registrazione tardiva, ossia una registrazione della *charge*, anche dopo che siano trascorsi 21 giorni dalla sua costituzione.

⁵⁶ Tale sezione ha sostituito la vecchia *section* 870 del Companies Act del 2006.

⁵⁷ La sottosezione (3) della sezione 859H del Companies Act del 2006 dispone infatti che: "*Whether this section applies the charge is void against: 1) a liquidator of the company 2) an administrator of the company and 3) a creditor of the company.*"

⁵⁸ La sottosezione (4) della sezione 859H del Companies Act del 2006 stabilisce che: "*Subsection (3) is without prejudice to any contract or obligation for repayment of the money secured by the charge, and when a charge becomes void under this section, the money secured by it immediately becomes payable.*"

Questa possibilità è trattata nella *section* 859M della *Part 25* del Companies Act del 2006, così come modificato nel 2013. Prima di tale riforma, la disciplina era contenuta all'interno della *section* 873 della *Part 25*. La norma in vigore rubricata "*Rectification of register*" che stabilisce⁵⁹

la possibilità di effettuare una registrazione tardiva solamente nel caso in cui l'omissione sia accidentale o determinata da ignoranza/errore scusabile ed esclusivamente nel caso in cui non causi alcun pregiudizio agli interessi dei creditori oppure degli azionisti dell'azienda⁶⁰. La registrazione tardiva è possibile anche nel caso in cui invece ci sia a qualsiasi altro motivo che appaia giusto ed equo, indipendentemente dal fatto che sia presente o meno all'interno della norma⁶¹.

Un'alternativa potrebbe essere quella di costituire immediatamente una nuova *charge* prima che ci sia l'intervento di terzi. Tuttavia, quest'ultimo metodo potrebbe risultare rischioso nel caso in cui la società venisse liquidata o sottoposta ad *administration*, il contratto costitutivo della *charge* potrebbe essere esposto ad eventuali azioni revocatorie secondo l'Insolvency Act del 1986, che detta alcune norme per eliminare gli effetti di eventuali atti pregiudizievoli verso i creditori.

Le norme più rilevanti sono contenute nelle *Sections* 238 ("*Transactions at an undervalue*"), 245 ("*Avoidance of certain floating charges*") e 423 ("*Transactions defrauding creditors*"), che congiuntamente individuano i rimedi applicabili nel caso in cui il debitore abbia compiuto una *transaction*, per un valore significativamente inferiore rispetto alla controprestazione ricevuta⁶².

1.9. Uno sguardo oltreoceano: l'art. 9 dello U.S. Uniform Commercial Code

Negli Stati Uniti, il sistema delle garanzie è stato semplificato e razionalizzato dallo Uniform Commercial Code del 1951 (UCC). Si tratta di una legge modello predisposta sotto

⁵⁹ *The court may, on the application of the company or a person interested (un qualunque soggetto che abbia interesse alla registrazione) and on such terms and conditions court just and expedient, order that the omission or mis-statement be rectified*". Questa norma si applica solamente se: "The requirement in subsection (2) is met" e i requisiti di cui alla *section* (2) sono "that the omission or mis-statement": 1) was accidental or due to inadvertence or to some other sufficient cause; 2) is not of a nature to prejudice the position of creditors or shareholders of the company; or 3) that on other grounds it is just and equitable to grant relief.

⁶⁰ Si noti come, in caso di riparazione di un errore personale, la legge tenga sempre in considerazione gli interessi di tutti quei soggetti che direttamente o indirettamente potrebbero essere pregiudicati dalla costituzione di una garanzia.

⁶¹ B. Hannigan, *Company Law*, 3rd Edition, 2012, Oxford University Press.

⁶² Il termine giuridico utilizzato dalla norma per esprimere tale concetto è "*undervalue*".

la guida della *National Conference of Commissioners on Uniform State Law*, dall'*American Law Institute* e dalla *American Bar Association* avente lo scopo di regolare a livello uniforme la disciplina dei contratti commerciali.

La normativa in questione è composta da nove articoli, di quali forniscono una disciplina generale non solo del sistema delle garanzie (la cui disciplina è contenuta all'interno dell'art. 9, rubricato "*Secured Transactions*") ma anche, *inter alia*, dei titoli di credito, del trasferimento di somme e delle lettere di credito.

Dato che tutti gli stati americani hanno adottato lo UCC, anche se con qualche variante, le imprese possono compiere operazioni commerciali con la sicurezza che ai rapporti giuridici, così come sono stati regolati dalle parti nel contratto, sia applicata dalle corti la medesima legge in tutto il territorio statunitense. Infatti il commercio per svilupparsi, in primo luogo ha bisogno di una legislazione uniforme, cosa che lo Uniform Commercial Code ha contribuito a creare.

Prima di tale data, che rappresentò per il sistema delle garanzie una rivoluzione Copernicana, ogni stato aveva le proprie leggi e i propri registri. Infatti, in riferimento alle garanzie, come ha affermato⁶³ Llewellyn⁶⁴ uno dei principali giuristi che hanno contribuito alla redazione dello Uniform Commercial Code (U.C.C.), il problema della legislazione americana pre-U.C.C. era che "*There is the chattel mortgage, the conditional sale, the pledge of documents of title with its now rather well developed field warehouse variant; there is the trust receipt; there are the two rather different types of assignment of contract rights: that of accounts receivable in bloc and that of a single executory production contract; there is the bailment variation of the sale on installments, familiar especially in railroad... there is the true factor's possessory lien, and the banker-factor's statutory lien on the New York Model*". In sostanza c'era un enorme numero di garanzie, che nel loro insieme creavano solamente un ostacolo allo sviluppo del credito all'interno del substrato socioeconomico americano della prima metà del ventesimo secolo.

Lo U.C.C., come successivamente modificato, ha sostituito tutte queste categorie di garanzie con il concetto di "*security interest*". Il termine esprime il concetto generale di garanzia che assiste una determinata obbligazione. Lo U.C.C. § 1-201(35) definisce il "*Security interest*" come "*an interest in personal property or fixtures that secures payment or performance of an obligation*".

⁶³ K. N. Llewellyn, *Problems of Codifying Security Law*, in *Law and Contemporary Problems*, 1948, p. 687-702.

⁶⁴ Llewellyn è stato anche uno dei principali fondatori del *realismo giuridico*. In particolare, si focalizza su una visione comportamentale del diritto. Al centro del suo interesse vi è un discorso di carattere predittivo della condotta dei giudici e non un discorso di carattere argomentativo. Un approfondimento sulla tematica lo si può trovare in A. Abignente, *Il diritto come argomentazione*, Editoriale Scientifica, 2017.

Lo Uniform Commercial Code ha portato un'unificazione dei sistemi di registrazione delle garanzie, evitando che, come accadeva in passato, in una situazione caratterizzata dalla molteplicità dei registri, spesso la garanzia risultasse nulla esclusivamente per motivi formali. L'obiettivo dell'Article 9 dello U.C.C. viene illustrato alla Section 109 rubricata "Scope". In questa norma si afferma che "*this article applies to... a transaction, regardless of its forms, that creates a security interest in personal property or fixtures by contract*".

Qui già si può trovare conferma di quanto detto poche righe prima, ossia che la normativa, ha l'obiettivo stabilire un *set* di regole standardizzate per la creazione di una garanzia, in modo tale, da conferire un grado maggiore di certezza a tutta la *security law* statunitense. I requisiti per la creazione del c.d. *security interest* sono esplicitati dalla Section 203 dell'Article 9, in cui si afferma che per la creazione di un *security interest* (e per renderlo *enforceable*)⁶⁵, indipendentemente da quale esso sia, sono necessari 3 requisiti:

1. ... *the debtor must authenticate a security agreement that describes the collateral;*
2. Value has been given; and
3. *The debtor has rights in the collateral or the power to transfer rights in the collateral to a secured party.*

Iniziando con l'esame del primo requisito, la legge menziona la presenza di un c.d. "*security agreement*", il cui obiettivo principale è rendere noto ad un terzo che non sia a conoscenza dell'accordo, che il debitore intende creare un vincolo a favore di un creditore su un determinato bene di sua proprietà.

Il *security agreement* deve contenere una descrizione del "*collateral*" (il bene sul quale viene costituita la garanzia) e la Sec. 108 afferma, come criterio di redazione della descrizione, che questa deve permettere di dare una "*reasonable identification*" del bene oggetto della garanzia.

Il termine *reasonable* deve essere inteso facendo riferimento al principio di buona fede (c.d. *good faith*) presente non solo in tutti i principali ordinamenti di *civil law* ma anche nell'ordinamento statunitense⁶⁶. Nella definizione di cui all'art. 1-201 UCC il principio di

⁶⁵ Il *security interest* per essere *enforceable* si dice che "*it must attach to the collateral*". Se quindi il termine *collateral* è già stato definito (bene sottostante), manca da definire il termine "*attach*". Sono proprio i 3 requisiti di cui si introduce la trattazione che permettono la creazione effettiva di qualsiasi garanzia.

⁶⁶ Lo UCC in particolare all'art. 1-201, nelle *General Definitions* definisce il termine *good faith* (buona fede) in relazione proprio alla ragionevolezza: "... *means honesty in fact and the observance of reasonable commercial standards of fair dealing*". All'interno dell'ordinamento italiano il principio di buona fede è contenuto in numerose disposizioni fra cui l'art. 1175 cod. civ., l'art. 1137, 1338, 1366 e 1375 cod. civ.

buona fede viene legato alla ragionevolezza, richiesta proprio nel caso concreto in relazione alla descrizione del bene.

Alla luce di ciò, il termine in questione introduce un criterio sulla base di cui valutare la specificità della descrizione. In altre parole, è necessario chiedersi se la descrizione del bene permette ad un terzo estraneo di comprenderne le proprietà fisiche ossia, di identificarlo. Di conseguenza, fintantoché la descrizione del bene permette questa operazione, non sarà necessaria una descrizione ancora più dettagliata.

Il secondo requisito richiesto dalla legge è *“value has been given”*. Fra tutti questo forse è il requisito meno complesso da trattare. Esprime infatti il concetto per cui se il debitore concede una determinata garanzia su un proprio bene, allora lo “può” fare solamente se ha ricevuto qualcosa *“in cambio”*⁶⁷, ossia se il creditore gli ha fornito un’utilità.

Da un punto di vista formale la nozione di *“value”* viene data dall’Article 1 Sec. 204 dello Uniform Commercial Code, in base al quale: *“... a person gives value for right if the person acquires them... in return for a binding commitment to extend credit or for the extension of immediately available credit...”*.

La norma prosegue indicando ulteriori significati del termine in questione, tuttavia, ai fini dello sviluppo della tematica di cui al presente elaborato è sufficiente la nozione sopra riportata⁶⁸. Di conseguenza, in assenza di una *consideration* non sarebbe possibile creare una garanzia secondo lo U.C.C.

Tale requisito appare comunque superfluo, infatti a mio avviso è già compreso all’interno del concetto stesso di *“creditore”*. Infatti un creditore è tale solamente nel caso in cui abbia concesso un prestito o altre utilità al debitore, di conseguenza, il requisito *“value has been given”* sembra ribadire un concetto già presente in termini come *“debitore”* e *“creditore”*.

Il terzo ed ultimo requisito impone che *“the debtor has rights in the collateral”*. In questo caso viene ribadito un principio già da tempo acclarato nel diritto di *civil law*, ossia: *“Nemo plus iuris ad alium transferre potest quam ipse habet”*, ossia, *“nessuno può trasferire ad altri, maggiori diritti di quanti ne abbia egli stesso”*.

⁶⁷ In questo caso c’è un forte richiamo alla dottrina della *consideration* sulla base della quale è sempre necessario un rapporto di reciprocità nella conclusione dei contratti. La *doctrine* della *consideration* richiede per la validità di un determinato contratto due requisiti: il primo è il beneficio che il promittente deve ricevere in cambio il secondo è la tutela dell’affidamento del promissario. Ne tratta G. Alpa, R. Delfino, *Il Contratto nel Common Law Inglese*, Cedam, 2021, p. 74 e ss.

⁶⁸ Anche se apparentemente il *“value”* che il creditore trasmette al debitore può sembrare il denaro in sé, in realtà il valore sottostante a un credito, non è il denaro come cosa in sé, ma la sua disponibilità immediata. Il denaro, infatti, deve essere restituito quindi non può valere come *“consideration”* intesa almeno in senso stretto. Il vero *“value”* ossia il corrispettivo del pagamento del tasso di interesse da parte del debitore è la disponibilità del denaro stesso. Si tratta quindi della prestazione di un *“servizio”*.

Con tale ultimo requisito, si vuole porre il limite per cui il debitore non può costituire una garanzia su un bene di cui non abbia i diritti necessari. Anche in questo caso, il requisito, da una prospettiva di *civil law*, appare scontato in quanto, è ovvio che se un soggetto non ha i diritti su una cosa non può cedere quella cosa in garanzia.

Un concetto di fondamentale importanza all'interno della *security law* secondo lo U.C.C. è quello di "*perfection*⁶⁹". Dopo la creazione del *security interest* è necessario che la notizia del fatto che il debitore ha costituito una garanzia su un proprio bene sia resa nota ai terzi interessati. Come nel caso della c.d. *registration* della *floating charge*, anche in questo caso, il perfezionamento della garanzia permette di determinare l'ordine di preferenza dei creditori che hanno una garanzia sullo stesso *collateral*.

La procedura di perfezionamento, consiste nel compilare il c.d. *financing statement*, il quale deve, *inter alia*, identificare le parti, identificare il *collateral* anche se in questo caso, quasi paradossalmente, il *collateral* non deve essere identificato con precisione come si è visto nel *security agreement*.

Infatti, la *Sec. 9-504* da un lato afferma che la descrizione deve essere effettuata secondo la *Sec. 9-108* (quindi come la descrizione nel *security agreement*), ma dall'altro prevede la possibilità che il *financing statement* possa dare un'indicazione generica dei beni, ad esempio che la garanzia gravi su "*all the assets*" o "*all personal property*". La conseguenza sarà che il terzo, qualora voglia ottenere informazioni aggiuntive, le dovrà chiedere alle parti direttamente coinvolte.

Illustrata a livello introduttivo la procedura per la creazione di una garanzia secondo lo Uniform Commercial Code, è opportuno mostrare come sia possibile creare, sotto le prescrizioni del codice, un *non-possessory security interest*, ossia una garanzia pressoché identica alla *floating charge* di diritto inglese esaminata al Capitolo 1.

Lo Uniform Commercial Code non fa riferimento specificatamente alla *floating charge*, ma dà la possibilità di costituire una garanzia non possessoria comunemente conosciuta con il nome di "*floating lien*". La normativa a cui fare riferimento è la *Sec. 205* (Article 9) in cui si afferma che: "A security interest is not invalid or fraudulent against creditors solely because... the debtor has the right or ability to:

(A) Use... or dispose of all or part of the collateral, including returned or repossessed goods;

⁶⁹ Il modulo che deve essere compilato a tal fine viene chiamato "U.C.C. 1".

(B) *Collect, compromise, enforce, or otherwise deal with the collateral...*

Tramite la lettura di questa norma si può notare come anche negli USA, sia possibile costituire un *security interest* di carattere non possessorio, in modo tale da permettere al debitore di continuare ad utilizzare i beni oggetto della sua attività di impresa. Tuttavia, secondo lo U.C.C. non tutti i beni mobili possono entrare a fare parte di una garanzia non possessoria, infatti secondo la *Sec. 312(b) (1-3):*” *Except as otherwise provided in Section 9-315...:*

(1) *A security interest in a deposit account may be perfected only by control...*

(2) *... a security interest in a letter-of-credit right may be perfected only by control...*

(3) *A security interest in money may be perfected only by the secured party’s taking possession.*

Dalla lettura della norma possiamo comprendere come i *deposit account*, *letter of credit* e il danaro, non possa mai costituire il *collateral* di una garanzia non possessoria. Infatti, il perfezionamento della garanzia su questi beni, richiede il c.d. *control*, un concetto ampio⁷⁰ all’interno del quale rientra la nozione di possesso.

Accertata quindi la possibilità della creazione di un *non-possessory security interest*, bisogna capire se la garanzia non possessoria secondo lo U.C.C. dia la possibilità di comprendere anche i beni futuri, come del resto prevede la stessa nozione di *floating charge*. La risposta è fornita dalla *Sec. 204* dell’Article 9 rubricata “*After-Acquired property; future advances*”, in base alla quale (lett. a):” *Except as otherwise provided in subsection (b), a security agreement may create or provide for a security interest in after-acquired collateral*”. Quindi è possibile la creazione di una garanzia fluttuante⁷¹ che includa beni presenti (con le esclusioni sopra menzionate) e beni futuri.

Anche se a livello strutturale la *floating charge* e il *floating lien* sono simili, come lo sono a livello di logica e obiettivi di fondo, lo stesso non si può dire per alcuni aspetti di cui è opportuno trattare. Da un lato, secondo l’art. 9 dello U.C.C., in riferimento al *floating lien*, è

⁷⁰ Il termine viene utilizzato in senso ampio per indicare la capacità del creditore di avere il possesso o comunque il controllo anche non fisico sulla cosa. Indica una circostanza in cui in ogni caso, il debitore è nell’impossibilità di utilizzare la cosa.

⁷¹ È importante sottolineare che il termine *floating lien*, non viene mai menzionato all’interno del codice, ma è di derivazione dottrinale. Per chiarezza, nel presente elaborato, i termini *floating lien* e “*non-possessory security interest*”, vanno intesi come sinonimi.

necessario che sia avvenuto il c.d. “*attachment*” affinché ci sia il perfezionamento⁷², mentre la *floating charge* diventa un vero e proprio diritto reale⁷³ solamente in seguito al verificarsi di un *default event* che comporti la cristallizzazione.

Inoltre, lo *Uniform Commercial Code*, adotta una normativa particolarmente rigorosa in riferimento alla c.d. *notice filing* da effettuarsi nei confronti degli altri creditori, mentre, con riferimento al caso dell’*automatic crystallisation*, non c’è alcuna notifica nei confronti dei creditori e dei terzi in generale, nel momento in cui la garanzia si lega a beni determinati.

Si può dire che fra le due forme di garanzia ci sono differenze a livello formale ma non concettuale. Formale per il fatto che nel sistema americano c’è sicuramente più rigore in termini di opponibilità nei confronti dei terzi, mentre a livello concettuale la somiglianza sta nella possibilità che entrambi i sistemi danno di costituire una forma di garanzia non possessoria e nella consapevolezza che un suo uso non abusivo possa contribuire allo sviluppo del mercato del credito in maniera notevole.

1.10 Brevi cenni alle garanzie non possessorie nei principali ordinamenti dell’Unione Europea.

1.10.1 Il Diritto Francese.

Il *Code Civil* francese prevede la possibilità di costituire un pegno senza spossessamento dal 2006, anno in cui è avvenuta un’importante riforma con l’*Ordonnance n. 2006-346 du 23 mars 2006 relative aux suretes*, la quale ha modificato il Libro quarto del *Code Civil*.

Uno dei riferimenti normativi principali è l’*Article 2333* il quale definisce l’istituto del pegno come un accordo fra debitore e creditore che attribuisce un diritto al creditore di essere pagato in via preferenziale. La legge, tuttavia, non menziona la necessità dello spossessamento

⁷² J.L. Goldsberry, *Perfection of Nonpossessory Security Interests Under Revised Article 9: Consequences of the Practical and Conceptual Incompatibility of US and English Secured Transactions Law*, in *Chicago Journal of International Law*, 2002, p. 21.

⁷³ Il testo di cui alla nota 37, riporta anche un riferimento al caso *Evans v Rival Granite Quarries Ltd* [1910] KB 979 in cui si afferma che: “*A floating security is not a specific mortgage of the assets, plus a licence to the mortgagor to dispose of them in the course of his business, but is a floating mortgage affecting any item until some event occurs or some act on the part of the mortgages is done which causes it to crystallise into a fixed security*”.

del debitore quale requisito costitutivo della garanzia attribuendo quindi ai cittadini la possibilità di fruire di un “*gage sans dépossession*”.

Anche in Francia, come in Inghilterra e in Italia, è necessaria ai fini della validità della garanzia la costituzione tramite atto scritto e la conseguente iscrizione all'interno di un registro apposito. La legge Francese peraltro pare molto simile a quella Italiana (che verrà esposta nel capitolo seguente), poiché il pegno senza spossessamento prevede una forma di rotatività *ex lege*, attribuendo al debitore concedente non solo la possibilità di utilizzare i beni oggetto della garanzia ma anche quella di disporne con l'effetto che la garanzia inizierà a gravare sui beni ottenuti dal debitore in sostituzione di quelli originari.

1.10.2 Il Diritto Spagnolo

Con riferimento al sistema spagnolo è fondamentale citare la *Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento* risalente al 16 dicembre del 1954 che ha introdotto il pegno senza spossessamento del debitore. Tale legge è successivamente stata aggiornata nel tempo e l'ultimo aggiornamento risale al 25 luglio 2015. È interessante segnalare l'anticipo dell'ordinamento spagnolo rispetto all'ordinamento italiano, che ha avuto una legge organica e generale sul pegno mobiliare non possessorio solamente con il D.lgs. 59/2016.

La legge spagnola comprensiva di 5 titoli esordisce nel primo con una serie di disposizioni comune all'*hipoteca mobiliaria* e alla *prenda sin desplazamiento de posesion* (il pegno senza spossessamento). Come per la disciplina inglese, italiana e francese, è richiesta la forma scritta, necessaria non solo per l'iscrizione all'interno del corrispondente Registro ma anche per la costituzione del titolo.

A differenza di quanto previsto in tali normative, le quali prevedono *ex lege* la possibilità per il debitore di utilizzare e di disporre del bene oggetto della garanzia, l'articolo 4 della *Ley De Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento* prevede che il debitore non possa disporre dei beni dati in pegno senza il consenso del creditore.

In altri termini, se negli ordinamenti esaminati la rotatività è un effetto naturale della garanzia, secondo la legge spagnola, invece, la rotatività deve essere espressamente stabilita dalle parti. Una delle differenze più rilevanti è però quella per cui il pegno senza spossessamento spagnolo può essere costituito esclusivamente dalle aziende agricole o similari, mentre nel nostro ordinamento, è l'esatto opposto. Se infatti non vi è dubbio che le

imprese commerciali possono costituire un pegno mobiliare non possessorio; è invece discussa in dottrina la possibilità per l'imprenditore agricolo di costituire un pegno non possessorio.

Tuttavia, a differenza della disciplina italiana, che, come si approfondirà successivamente, permette la costituzione di un pegno mobiliare non possessorio esclusivamente per garantire i crediti inerenti all'esercizio dell'impresa, la disciplina spagnola non pone tale limite.

In conclusione, se da un lato il presupposto soggettivo presente nel sistema spagnolo è più restrittivo, il presupposto oggettivo è invece più esteso, potendo garantire una più ampia gamma di crediti rispetto alla corrispondente disciplina francese e italiana. Infine, anche il sistema spagnolo prevede per l'opponibilità ai terzi della garanzia l'iscrizione all'interno dell'apposito registro, ossia l'*Inscripciones de Prenda sin Deplazamiento* previsto dall'art. 67 della *Ley De Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento*.

1.10.3. Il Diritto Tedesco

In Germania, a differenza degli altri ordinamenti di cui si è esposta la disciplina non esiste un istituto identico al pegno senza spossessamento del debitore, ma la norma che più vi si avvicina e che può svolgere una funzione analoga è la vendita con riserva di proprietà che può di fatto assumere la funzione di una vendita a scopo di garanzia.

La norma a cui fare riferimento è l'art. 449 del BGB, il codice civile tedesco. La norma rubricata "*Eigentumsvorbehalt*" (riserva di proprietà) dà, di fatto la possibilità agli operatori del diritto di creare una forma di garanzia senza spossessamento, anche se nell'ordinamento tedesco sono presenti alcune norme che proibiscono il patto commissorio, come l'art. 1149 BGB e il 1129 BGB.

Seppur in presenza di tale limite la giurisprudenza ammette infatti la possibilità di effettuare una vendita a scopo di garanzia, rendendo così di fatto disponibile nell'ordinamento tedesco una vera e propria garanzia non possessoria⁷⁴, pur in assenza di un istituto tipico che lo regolamenti in via generale e definitiva.

Per concludere, merita di essere evidenziata una particolarità rispetto agli ordinamenti precedentemente esaminati, ossia quella per cui, mancando una disciplina tipica della garanzia non possessoria, non vi è alcun registro all'interno del quale iscrivere l'esistenza di tale garanzia su un determinato bene.

⁷⁴ R. Serick, *Le garanzie mobiliari nel diritto tedesco*, Giuffrè, 1990, p. 55 e ss.

Questo aspetto inevitabilmente rappresenta una carenza del diritto tedesco in quanto crea una situazione di incertezza all'interno dell'ordinamento. I terzi, infatti, si trovano nell'impossibilità di sapere se un determinato bene aziendale sia oggetto di una vendita a scopo di garanzia e quindi, di fatto, di un pegno senza spossessamento. Una situazione differente invece si presenta per le garanzie immobiliari in cui invece è presente un registro all'interno del quale poter effettuare le opportune iscrizioni.

CAPITOLO II

LE GARANZIE NON POSSESSORIE IN ITALIA

2.1 Il pegno mobiliare non possessorio in Italia. La responsabilità patrimoniale del debitore.

Il nostro ordinamento contiene al suo interno diverse norme che creano un complesso sistema di garanzie patrimoniali, le quali rappresentano una causa legittima di prelazione ossia un mezzo che permette al creditore che ne è titolare di soddisfarsi con precedenza rispetto ai creditori chirografari sul ricavato della vendita dei beni del debitore.

Infatti, il Codice civile all'interno dell'art. 2740 rubricato "*responsabilità patrimoniale*" stabilisce che: "Il debitore risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri" che letto in combinato disposto con l'art. 2741 dà una visione delle responsabilità del debitore e dei suoi rapporti nei confronti dei creditori.

Infatti, art. 2741 cod. civ. stabilisce il principio per cui i creditori hanno eguale diritto di essere soddisfatti sui beni del debitore fatte salve le cause legittime di prelazione. Al comma secondo vengono elencate le cause legittime di prelazione che sono: il pegno, i privilegi e le ipoteche.

È proprio il secondo comma dell'articolo 2741 che nel nostro elaborato merita una particolare attenzione in quanto crea un sistema di classamento dei creditori a seconda della loro titolarità o meno di un diritto reale di garanzia su uno dei beni del debitore⁷⁵. La norma stabilisce il principio della *par condicio creditorum*, il quale può essere ancora considerato alla

⁷⁵ Ci sarà modo di approfondire successivamente la cessione dei crediti in garanzia, utilizzata soprattutto nell'ambito della finanza di progetto, nel cosiddetto "*security package*". In ogni caso la cessione di crediti in garanzia si aggiunge a tutte quelle garanzie che non sono espressamente previste dal Codice Civile e che però nella prassi trovano un ampio riscontro.

stregua di un principio di ordine pubblico⁷⁶ anche se non mancano tesi divergenti sulla questione⁷⁷.

2.2 Brevi cenni sul pegno ordinario ex. art. 2784 del Codice civile.

Il diritto reale di garanzia su cui si focalizza la trattazione è il pegno non possessorio ma, prima di entrare nel vivo della normativa, è opportuno definire i caratteri principali del pegno ordinario e solo successivamente esaminare le differenze rispetto al pegno mobiliare non possessorio ex. art. 1 D.lgs. 59/2016.

Il pegno è un diritto reale di garanzia disciplinato dagli artt. 2784 e ss. cod. civ. e in quanto tale garantisce al creditore lo *ius distrahendi* che consiste nel potere di espropriare i beni che ne sono oggetto nel caso di inadempimento da parte del debitore.

⁷⁶ Per moltissimo tempo era forte la concezione per cui il combinato disposto degli artt. 2740 e 2741 cc, costituisse quasi un principio di ordine pubblico, a dimostrazione della rigidità con cui il legislatore ha sempre considerato il sistema delle garanzie patrimoniali. Come si evidenzierà più avanti anche attraverso il paragone con il sistema di diritto inglese, tali norme non rappresentano più un principio solido e incontrovertibile, ma comunque rimangono una base che però viene integrata da un numero non indifferente di eccezioni. Lo stesso art. 2741 nel definire le cause legittime di prelazione tratta del “pegno”, facendo riferimento al pegno ordinario civilistico, mentre come si è già avuto modo di notare sono state introdotte altre garanzie quali il pegno mobiliare non possessorio e la cessione dei crediti in garanzia che nel Codice civile non trovano riscontro. Nella legislazione più attuale si possono fare diversi esempi a dimostrazione del fatto che la disciplina civilistica sulla responsabilità patrimoniale del debitore non sia più considerata alla stregua di un principio di ordine pubblico come in passato. Il primo è quello di cui all’art. 2645 ter del Codice civile. Tale norma rubricata “*trascrizione di atti di destinazione per la realizzazione di interessi meritevoli di tutela riferibili a persone con disabilità, a pubbliche amministrazioni o ad altri enti o persone fisiche*” dà la possibilità ad enti o persone fisiche di costituire un patrimonio destinato, e separato rispetto al patrimonio del costituente a patto che le finalità per cui il patrimonio viene costituito siano meritevoli di tutela da parte dell’ordinamento giuridico. In questo caso appare evidente la deroga al 2740 cod. civ. che fissa la responsabilità patrimoniale del debitore non ammettendo le limitazioni di responsabilità se non nei casi previsti dalla legge. La seconda norma, ancora più attuale a cui si vuole fare riferimento è l’art 64-bis del Codice della Crisi d’Impresa e dell’Insolvenza. La norma trattando del PRO (Piano di Ristrutturazione Omologato), uno strumento che permette al debitore di rinegoziare con i creditori la sua posizione debitoria, permette al debitore, dopo l’approvazione del piano di distribuire il “*valore generato dal piano*” anche in deroga rispetto agli articoli 2740 e 2741 del Codice civile, quindi anche senza rispettare le cause legittime di prelazione. In conseguenza dell’applicazione di tale istituto il debitore potrebbe benissimo pagare un creditore ipotecario dopo un creditore chirografario e per esempio anche per la metà rispetto a quanto gli spetterebbe in virtù del suo credito. In conclusione, alla luce di tali norme, nonché delle altre presenti nel nostro ordinamento, si può notare che il sistema di responsabilità patrimoniale del debitore come fissato dal combinato disposto degli artt. 2740 e 2741 cod. civ. stia lentamente perdendo il suo *status* di principio di ordine pubblico visto il sempre maggior numero di eccezioni. Una ricostruzione dei rapporti fra 2645-ter e il combinato disposto degli artt. 2740 e 2740 cod. civ. la fornisce A. Ferraro, *La responsabilità patrimoniale e l’art. 2645-ter c.c.*, in *Salvis Juribus*, 2017.

⁷⁷ Fra le tesi divergenti M. Fabiani, *La par condicio creditorum al tempo del codice della crisi*, in *Questione Giustizia*, 2019, 2, p. 2. Anche P.G. Jaeger, *Par condicio creditorum*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1984, p. 89. In questo articolo Jaeger già nel 1984, parla di una “*crisi della par condicio* come conseguenza della trasformazione delle procedure concorsuali” dovuta al mutamento di valori recepito dal Legislatore, dagli interpreti e dalla prassi nei “*confronti delle situazioni di dissesti imprenditoriali con l’emersione di interessi diversi e contrastanti con quelli posti alla base della disciplina contenuta nella legge del 1942*”.

Il pegno può essere costituito dal debitore o da un terzo per il debitore a favore del creditore, il quale, al momento del trasferimento del possesso diventa titolare del corrispondente diritto reale. A differenza dell'ipoteca che ha ad oggetto esclusivamente beni immobili, il pegno può essere costituito esclusivamente su beni mobili, universalità di mobili, crediti e altri diritti aventi per oggetto beni mobili.

Ai fini della definizione è opportuno ricordare che *ex art. art. 2786 cod. civ.* il pegno si costituisce mediante la consegna al creditore della cosa oppure del documento che conferisce l'esclusiva disponibilità della cosa. Al comma secondo dell'articolo specifica anche la possibilità di consegnare la cosa ad un terzo nominato dalle parti che si occupi della custodia della cosa. Ciò che è importante, anche in questo caso è che comunque il debitore sia *“nell'impossibilità di disporre senza la cooperazione del creditore”⁷⁸*.

Dal combinato disposto di tali norme si può comprendere come il pegno, quindi, sia un diritto reale di garanzia su beni mobili e che si costituisce⁷⁹ attraverso lo spossessamento. Lo spossessamento, come afferma il termine, consiste nel privare il debitore della disponibilità e del godimento del bene. Al momento del soddisfacimento del credito la cosa oggetto del pegno sarà restituita dal creditore al debitore siccome la garanzia non è più necessaria⁸⁰.

Inoltre, il creditore munito di pegno non può né disporre né godere del bene oggetto della garanzia e nel caso di violazione del divieto è applicabile l'art. 2793 cod. civ. sulla base del quale il debitore può domandare il sequestro della cosa ai sensi dell'art. 670 del Codice di procedura civile.

Ai sensi di tale norma, che disciplina il sequestro giudiziario, il debitore può chiedere il sequestro del bene custodito presso il debitore qualora sussistano due presupposti. Il primo è il *fumus boni iuris*, ossia il diritto di proprietà del debitore sul bene, alquanto facile da provare siccome è il contratto costitutivo del pegno a riconoscere esplicitamente la proprietà del bene in capo al debitore, il secondo invece è il *periculum in mora*, che in relazione al caso di specie, si configura come un pericolo di deterioramento del bene o alterazione del bene. Si aggiunge anche che oltre a chiedere il sequestro giudiziale del bene, il debitore può chiedere anche il risarcimento dei danni.

⁷⁸ Art. 2786 comma 2 cod. civ.

⁷⁹ Che lo spossessamento del debitore sia fondamentale ai fini della costituzione del pegno, lo conferma anche Cass. 1 ottobre 2012, n. 16666. Nella citata sentenza si afferma che: *“... per le parti la convenzione costitutiva del pegno si perfeziona, ai sensi dell'art. 2786 cod. civ., con la consegna della cosa al creditore...”*.

⁸⁰ Alcuni distinguono a livello puramente teorico fra spossessamento del debitore e consegna al creditore. (Realmondo e Ciccarello). La funzione principale della consegna al creditore è pubblicitaria e rende possibili gli effetti del diritto reale di garanzia e gioverebbe esclusivamente a quest'ultimo. Lo spossessamento invece secondo tali autori gioverebbe esclusivamente ai fini della tutela dei terzi.

2.3 I motivi dietro la nascita del pegno ex. D.lgs. 59/2016.

Definiti i caratteri fondamentali del pegno ordinario all'interno del nostro ordinamento, si vuole trattare dei motivi dietro la nascita del più complesso il "pegno mobiliare non possessorio" così da analizzarne le differenze rispetto al pegno tradizionale.

Il pegno mobiliare non possessorio è stato introdotto con il D.lgs 59/2016 convertito con modifiche nella Legge 119/2016 con l'ambizioso obiettivo di adattare il sistema di garanzie patrimoniali, come previsto dal Codice civile, alla necessità delle imprese di non privarsi del bene oggetto della garanzia ma di poterlo continuare ad utilizzare nel corso dell'esercizio. La *ratio* dell'istituto è quindi la stessa di quella della *charge* di diritto inglese anche se con gli opportuni adattamenti dovuti dal fatto che l'istituto è immerso nel contesto giuridico italiano.

La possibilità del datore di pegno di godere dei beni che sono oggetto della garanzia non è solamente una previsione a suo favore; infatti, anche il creditore beneficia della permanenza dei beni nel complesso aziendale, siccome la probabilità di soddisfacimento del suo credito è subordinata alla capacità dell'azienda di generare flussi finanziari nel corso dell'esercizio.

La normativa ha quindi da un lato recepito l'esigenza delle imprese di non privarsi del bene oggetto della garanzia e dall'altro, ha contribuito all'innovazione dei principi mediante i quali viene analizzato il fenomeno dell'attività di impresa.

Infatti, uno dei punti fondamentali di tutta la disciplina è l'approccio economico su cui è fondata. La normativa segna di fatto il confine oltre il quale, con riferimento al sistema delle garanzie, si passa, da una prospettiva patrimoniale ad una prospettiva di carattere finanziario.

2.4 Una nuova concezione di impresa. La valorizzazione della Continuità aziendale.

La prospettiva del legislatore europeo e poi quella del legislatore italiano nell'ultimo ventennio sono cambiate radicalmente, tant'è vero che adesso l'attività di impresa non è più esaminata esclusivamente sotto una prospettiva patrimoniale ma è considerata sotto la lente della continuità aziendale e, di conseguenza, come un fenomeno di carattere finanziario.

Prima di analizzare come la nuova concezione dell'impresa abbia avuto un impatto nell'influenzare la normativa di cui al D.lgs. 59/2016 è necessario approfondire il significato dei termini "patrimoniale" e "finanziario" in relazione all'attività imprenditoriale.

L'impresa, in quanto fenomeno dinamico può essere quindi esaminata sotto due prospettive. La prima è quella patrimoniale che tiene in considerazione l'impresa identificandola solamente come un complesso di beni. Attraverso questa lente la valutazione economica corrisponde alla somma delle attività e delle passività dello stato patrimoniale. Il patrimonio netto, come voce di bilancio, rappresenta perfettamente ciò che comunemente si intende con prospettiva a carattere patrimoniale dell'impresa⁸¹.

Si può ritrovare questa impostazione all'interno di molte norme del Codice civile. Una di quelle di riferimento è l'art. 2327 cod. civ. che stabilisce i requisiti minimi di capitalizzazione per le società per azioni, imponendo ai fini della costituzione, un capitale sociale minimo di cinquanta mila euro.

A prima vista la norma può apparire innocua, ma esaminandone la *ratio*, emerge la prospettiva patrimoniale al di sotto della quale il legislatore originario del Codice civile ha disciplinato l'attività di impresa con le annesse conseguenze. Lo scopo della norma è da un lato quello di assicurare all'impresa un capitale con cui avviare la propria attività economica, dall'altro quello di creare una garanzia per i futuri creditori⁸².

Tale prospettiva ha un problema non poco indifferente, ossia che l'impresa viene semplicemente considerata solo come un complesso di singoli beni con il difetto di non tenere in considerazione il valore aggiunto che la sinergia fra tali beni può creare.

Discutibile è anche la stessa funzione di garanzia del capitale sociale tant'è vero che da più parti si è sottolineato non solo il fallimento della normativa sul capitale sociale ai fini di protezione dei creditori, ma anche l'inadeguatezza del capitale sociale da fungere quale indice della capacità di un'azienda di pagare i propri debiti⁸³, il tutto a dimostrazione di come vedere

⁸¹ La concezione di "patrimonio" dell'impresa come patrimonio netto è alquanto ampia e non è da intendersi esclusivamente come una ricchezza accumulata dall'impresa nel corso del tempo. Il patrimonio è costituito da una pluralità di beni che in questa trattazione sarebbe troppo lungo analizzare complessivamente, ma che hanno la caratteristica di essere funzionali all'attività che l'impresa concretamente compie, in poche parole al suo oggetto sociale.

⁸² Questa concezione la si può ritrovare in diversi manuali, ad esempio G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale 2, Diritto delle società*, UTET, 2019, p. 181. Oppure A. Torrente, P. Schlesinger, *Manuale di Diritto Privato*, Giuffrè, 2018, p.1103. in cui si afferma che: " ... i creditori sociali non hanno altra garanzia, in linea di principio, se non quella costituita dal patrimonio sociale...".

⁸³ L. Enriques, J. R. Macey, *Creditors versus Capital Formation: The case against legal capital rules*, in *Cornell Law Review*, 2001, p. 1165-1204. Un importante approfondimento sulla funzione del capitale sociale è fornito dal *Final report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern regulatory Framework for Company Law in Europe*. In particolare, il riferimento è al Capitolo IV intitolato *Capital Formation and Maintenance*. All'interno del report si mette in discussione la stessa funzione e utilità delle normative degli stati membri sul capitale sociale spiegando che, in un sistema moderno, ai fini dell'agevolazione del mercato del credito, la prospettiva patrimoniale su cui è fondata tutta la normativa sul capitale sociale, deve essere cambiata. Il report prosegue menzionando una proposta elaborata dallo S.L.I.M. Group (Simpler Legislation for the Internal Market)

l'impresa esclusivamente sotto un profilo patrimoniale sia un'impostazione che deve essere superata o quantomeno aggiornata.

Invece, come la logica di fondo delle normative più moderne e le nuove direttive europee hanno confermato, l'impresa deve essere considerata come un *asset* in grado di produrre valore nel tempo.

Infatti, limitare l'analisi dell'attività di impresa al profilo patrimoniale, mostra solamente parte delle esigenze e delle problematiche che il mondo imprenditoriale deve affrontare e siccome la legge deve venire in contro alle esigenze delle imprese, ai fini dello sviluppo dell'economia, non si può non tenere in considerazione l'aspetto della continuità.

Il profilo della continuità è quindi la nuova angolazione attraverso cui il fenomeno dell'attività di impresa può essere esaminato. Solo in questo modo la si può apprezzare nel suo senso dinamico ossia come un fenomeno a carattere "finanziario". Ciò significa che attualmente l'impresa non viene più vista esclusivamente come un insieme di beni, ma come un sistema dotato della capacità di generare valore nel tempo.

Definire il termine "valore" in riferimento all'attività di impresa è un'operazione complessa, in quanto, all'interno del fenomeno aziendalistico, ci sono differenti tipologie di valore che possono essere generate. Il termine che in questa circostanza viene in aiuto è quello di "prospettiva finanziaria" la quale permette di comprendere come con il termine "valore", si debba intendere il valore finanziario generato dall'impresa, ossia la somma di tutti i flussi di cassa che può generare per tutta la sua vita utile.

2.5 Considerazioni sulla valorizzazione della continuità aziendale in economia:

Per comprendere la logica economica che ha spinto il legislatore all'emanazione del D.Lgs. 59/2016 è necessario approfondire la modalità attraverso cui le materie economiche esaminano l'attività di impresa. L'elemento più importante ai fini della trattazione è che in economia l'impresa è già da più tempo valutata con un approccio di carattere finanziario anziché strettamente patrimoniale. La nozione necessaria per comprendere il significato e le conseguenze che può avere l'analisi dell'impresa sotto il profilo finanziario è quella di "continuità aziendale".

per modificare le norme inerenti al capitale sociale *to a more "simplified and modern capital regime"*. Sul tema anche N. De Luca, *European Company Law*, Cambridge University Press, 2021, p. 173 e ss.

La continuità aziendale può essere considerata come il presupposto stesso dell'attività di impresa ed è definibile come la capacità dell'azienda di produrre risultati positivi e generare flussi finanziari nel tempo⁸⁴. In altre parole, è la capacità dell'impresa di automantenersi sul mercato continuando a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro⁸⁵.

All'interno del Codice civile, la continuità aziendale, ai fini della redazione del bilancio, è diventata un punto di riferimento solamente con il D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127⁸⁶, che ha modificato il Codice introducendo l'art. 2423-bis. Tale norma impone agli amministratori della società una serie di principi che devono essere adottati nella redazione del bilancio. Fra questi, il comma 1 n.1 dell'art. 2423-bis cod. civ. afferma che la valutazione delle voci di bilancio deve essere fatta secondo prudenza e nella "*prospettiva della continuazione dell'attività*".

Attualmente una tale impostazione della redazione del bilancio è corroborata anche dal Principio IAS n. 1⁸⁷ che afferma che gli amministratori devono redigere il bilancio nella prospettiva della continuità aziendale a meno che non si intenda liquidare la società o interromperne l'attività.

Nell'ambito economico, invece, si tiene in considerazione da molto più tempo quasi esclusivamente l'aspetto finanziario dell'attività di impresa. Ad esempio, all'interno del settore della valutazione aziendale si utilizzano metodi quali il *discounted cash flow*⁸⁸ il cui assunto è quello per cui il valore di un'azienda non è la somma del valore di tutti i suoi beni considerati separatamente ma la somma dei flussi di cassa che l'azienda stessa può generare in tutta la sua vita utile.

Nell'effettuare tale calcolo, la somma della proiezione dei flussi di cassa generabili ogni anno dall'azienda viene attualizzata mediante un'operazione di sconto ad un determinato tasso

⁸⁴ G. Matranga, *Il rischio di continuità aziendale nel bilancio IAS ed in quello OIC*, in Quaderni della Scuola di Alta Formazione, ODEC, Milano, 2012. Sul tema anche C. Gatti, A. Renzi, G. Vagnani, *L'impresa, fondamenti e profili economico-finanziari*, Giuffrè, 2019, pp. 53 e ss. Un approfondimento in rapporto al risanamento dell'impresa che ha lo scopo di ripristinare la continuità aziendale è fornito anche da O. Lauri, G.M. Ciampaglia, A. I. Baratta, *Risanamento d'impresa e continuità aziendale*, Giuffrè, 2021, p. 23 e ss.

⁸⁵ F. Pacileo, *Continuità e solvenza nella crisi di impresa*, Giuffrè, 2017, p. 61 e ss.

⁸⁶ Il D.Lgs. è l'attuazione della IV direttiva CEE sul bilancio, 25 luglio 1978, n. 660.

⁸⁷ Il paragrafo 23 del principio IAS 1 dispone che: " ... il bilancio deve essere redatto nell'ottica di una impresa i funzionamento a meno che la direzione aziendale non intenda liquidare l'impresa o interromperne l'attività, o non abbia alternative realistiche a fare questo".

⁸⁸ Sul tema sono stati fatti numerosi studi, uno dei più completi è A. Damodaran, *Valutazione delle Aziende*, Maggioli, 2014. Oppure anche G. Fiori, R. Tiscini, *Economia Aziendale*, Egea, 2020.

di interesse. Il tasso di interesse al quale si scontano i flussi di cassa di una determinata società viene comunemente definito *W.A.C.C.*⁸⁹ (*Weighted Average Cost of Capital*)⁹⁰.

A livello storico, il primo a formalizzare questi metodi all'interno di una trattazione scritta è J.B. Williams un economista americano specializzato nell'analisi fondamentale⁹¹ dei titoli azionari che, nel 1938 ha scritto uno dei capisaldi della valutazione aziendale ossia "*The theory of investment value*"⁹².

Il fatto che il mondo economico valuti già da tempo un'azienda prevalentemente alla luce dell'aspetto di carattere finanziario, fa riflettere sulla necessità che già da tempo numerosi studiosi di diritto hanno manifestato, di tenere in considerazione nel momento di produzione legislativa, gli aspetti economici in modo più rilevante⁹³ evidenziando la necessità rendersi conto che le norme di diritto non possono fare a meno della realtà economica sottostante che troppo spesso il legislatore non considera.

⁸⁹ A. Damodaran, *Valutazione delle Aziende*, Maggioli, 2014, p. 66 e ss. Sul tema anche F. Modigliani, M. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, 1958, p. 261-297.

⁹⁰ Il *W.A.C.C.* si basa sull'assunto che il valore del denaro al tempo x sia maggiore del valore del denaro al periodo $x+1$. Il modello calcola il costo del capitale che l'azienda deve presumibilmente utilizzare per finanziarsi e poi utilizza tale risultato come tasso di sconto per attualizzare le somme dei flussi di cassa futuri. (Non c'è il pericolo che il risultato sia un valore infinito in quanto, nel momento in cui si applica un tasso di sconto nel corso degli anni, il flusso di cassa avrà un valore sempre minore, fino ad arrivare quasi allo zero dopo un certo numero di anni. Il metodo *W.A.C.C.* è quello più utilizzato nell'ambito del settore dell'*investment banking* ma in alternativa si utilizzano metodi analoghi che comunque si basano su un principio di valorizzazione dell'impresa in rapporto alla sua continuità aziendale. (Altri metodi sono l'*A.P.V.*, ossia l'*Adjusted Present Value* oppure il *Dividend Growth Method*).

⁹¹ "*L'analisi fondamentale si basa sull'identificazione e la previsione di variabili economiche e finanziarie che influenzano l'andamento delle quotazioni delle azioni. In particolare, l'analisi fondamentale richiede l'analisi di due macroaree di informazioni. Il primo riguarda gli indicatori relativi al sistema economico nel suo complesso, il cui andamento influenza il prezzo dei valori mobiliari (ad esempio, il PIL e il tasso d'inflazione). La seconda, che si fonda su un approccio microeconomico, inerisce le informazioni relative alla solidità patrimoniale e alla redditività attesa delle società emittenti, in relazione al prezzo di mercato dei loro titoli all'interno delle prospettive di crescita del settore di appartenenza*" – Definizione dal sito di Borsa Italiana S.p.A al link: www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/analisi-fondamentale.html.

⁹² J. B. Williams, *The theory of investment value*, BN Publishing, 2014, p. 55 afferma che il valore di un'azione (e di conseguenza di una società, se si moltiplica il valore della singola azione per il numero totale di azioni) è il valore attualizzato al tempo presente di tutti i dividendi futuri... poco dopo torna sul punto affermando che per stimare il valore di una azione di devono stimare i flussi di cassa futuri. La seguente impostazione mostra come nel settore economico, l'azienda venga vista già da molto tempo (il libro è del 1938) alla luce di una prospettiva finanziaria e non patrimoniale.

⁹³ Uno dei principali esponenti della necessità di effettuare una più dettagliata analisi economica del diritto è R. Posner, *Economic Analysis of Law*, ASPEN, 2014. In Italia, punto di riferimento di sviluppo di questo movimento è G. Alpa, F. Pulitini, S. Rodotà, F. Romani, *Interpretazione giuridica e analisi economica*, Giuffrè, 1982. Ne tratta anche F. Cosentino, *Analisi economica del diritto: ritorno al futuro?*, in *Il Foro Italiano*, 1990, p. 153/154-163/164.

Attualmente infatti, come accennato nell'introduzione, l'economia si sta sviluppando sempre più velocemente, anche grazie alla rapida crescita delle aziende del settore tecnologico, che adesso sono la punta di diamante degli stati con un'economia più sviluppata⁹⁴.

Come si avrà modo di vedere successivamente, a differenza dei sistemi di *common law*, il legislatore italiano ha iniziato a dare importanza all'aspetto economico del diritto in modo rilevante solamente nell'arco dell'ultimo ventennio soprattutto grazie alla spinta dell'Unione Europea che attraverso l'emanazione di direttive ha guidato l'Italia verso un approccio normativo sicuramente più orientato all'economia.

La Direttiva c.d. *Insolvency* (Direttiva UE 2019/1023) riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 (Direttiva sulla Ristrutturazione e sull'Insolvenza) è un ottimo esempio di cambiamento di approccio normativo, che passa alla considerazione del fenomeno imprenditoriale da fenomeno a carattere patrimoniale a fenomeno a carattere finanziario.

Infatti, la Direttiva *Insolvency* si pone l'obiettivo di introdurre nuovi principi, all'interno della legislazione degli stati membri, inerenti all'ormai vecchio⁹⁵ "diritto fallimentare" basati sulla valorizzazione della continuità aziendale.

Un esempio di questo cambiamento di prospettiva è contenuto all'interno del considerando numero 49 della Direttiva che afferma: " *Il valore di continuità aziendale è, di norma, superiore al valore di liquidazione, poiché si basa sull'ipotesi che l'impresa continua la sua attività con il minimo di perturbazioni, ha la fiducia dei creditori finanziari, degli azionisti e dei clienti, continua a generare reddito e limita l'impatto sui lavoratori*".

Da tale considerando si può intravedere il motivo per cui la continuità aziendale venga maggiormente tenuta in considerazione. Il cambio di prospettiva in questione portato (non solo) nel considerando 49 non è dovuto a riferimenti di ideologia politica o altri dati di carattere temporaneo, ma al dato, già scoperto da tempo in economia, che come dice lo stesso considerando " *il valore di continuità aziendale è, di norma superiore al valore di liquidazione*".

⁹⁴ Si pensi che la capitalizzazione di Apple Inc. in borsa a marzo 2023 si attesta a circa 2300 miliardi di dollari. Superiore al prodotto interno lordo di molti stati fra cui l'Italia (GDP = 2000 miliardi).

⁹⁵ "Vecchio" in riferimento al termine fallimentare e ai principi sui quali si basava. Invero, nel nuovo Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza (D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14) non si utilizzano più i termini "fallito", "fallimento" e similari ma il fallimento adesso viene definito "liquidazione giudiziale" e il termine "fallito" è stato sostituito con la locuzione "soggetto sottoposto alla procedura di liquidazione giudiziale". Tali modifiche non sono solamente di stile, ma hanno contribuito a rimuovere la concezione di stigma che permeava tutta la disciplina precedente.

Questa considerazione meriterebbe un approfondimento a sé stante, a dimostrazione di come un semplice cambiamento di prospettiva nella considerazione di un determinato fenomeno⁹⁶ possa portare conseguenze estremamente positive, ossia fundamentalmente a una consapevolezza del reale assetto dei beni aziendali e della loro capacità di creare un maggior valore assieme rispetto alla loro considerazione separata.

La normativa sul pegno mobiliare non possessorio tiene proprio in considerazione questo aspetto, dando alle imprese la possibilità di non privarsi del bene oggetto della garanzia, ma di continuarlo ad utilizzare nel corso dell'esercizio.

2.6 Le garanzie non possessorie in Italia precedenti al pegno ex. D.lgs. 59/2016.

Attraverso la disciplina del pegno mobiliare non possessorio introdotto dall'art. 1 del D.lgs. 59/2016 (c.d. "*Decreto Banche*") il legislatore ha finalmente iniziato a tenere maggiormente in considerazione l'aspetto di continuità aziendale nell'ambito della costituzione delle garanzie. La normativa ha reso accessibile su larga scala, la garanzia non possessoria di cui prima potevano fruire solamente limitate categorie di persone giuridiche.

Infatti, la normativa del Decreto Banche è la prima legge organica predisposta dal legislatore avente ad oggetto una garanzia non possessoria, infatti, precedentemente, era intervenuto solamente con normative di carattere settoriale in cui si era riconosciuta la legittimità del pegno senza spossessamento su alcune tipologie di prodotti agroalimentari come sui prosciutti, con la Legge n. 401/1985, e sui prodotti lattiero-caseari, con la Legge n. 122/2001.

Oltre agli interventi in materia agroalimentare prima del Decreto Banche, il legislatore era intervenuto anche con la regolamentazione di cui all'art. 46 TUB (Testo Unico Bancario⁹⁷) che ha introdotto un privilegio speciale a garanzia dei finanziamenti concessi dalle banche alle imprese.

⁹⁶ La questione suscita una riflessione in riferimento al pensiero di Kant. Ancora oggi, infatti, anche attraverso questo cambiamento di prospettiva, si può notare l'attualità del suo pensiero che ha rivoluzionato il modo di percepire il mondo, dimostrando come non esista (e se esiste non è accessibile) una realtà oggettiva, ma la realtà sia in qualche modo il frutto della nostra rappresentazione personale e di come noi ci rapportiamo con essa. In questo caso, un semplice cambio di mentalità nella considerazione del fenomeno aziendale ha portato a conseguenze estremamente positive dal punto di vista economico e di crescita sociale. Si noti inoltre che l'azienda (in quanto concetto) è rimasto lo stesso, ma un cambiamento dell'angolo visuale, ha potuto rideterminare l'applicazione pratica che questo concetto ha nella nostra quotidianità.

⁹⁷ Il TUB è stato emanato in attuazione della direttiva 1989/646/CE, sostituendo la previgente legislazione bancaria che risaliva addirittura al 1936 (R.D.L. 375/36) che ha regolato il sistema bancario fino al 1993.

La garanzia di cui all'art. 46 del TUB dà la possibilità di costituire un privilegio speciale sui beni mobili non iscritti nei pubblici registri a garanzia di finanziamenti a medio e lungo termine concessi dalle banche. Oggetto del privilegio possono essere i beni facenti parte del c.d. "capitale fisso" come impianti e macchinari e beni che fanno parte del "capitale circolante", formato da tutti i beni che sono destinati ad essere rimpiazzati nel corso dell'esercizio.

Il privilegio *ex. art. 46 TUB* in quanto tale non comporta lo spossessamento del debitore ma a differenza del pegno mobiliare non possessorio ha limiti che il pegno non possessorio invece supera. Ad esempio, il privilegio speciale non ha la caratteristica della rotatività, prevista invece *ex. lege* per il pegno non possessorio, salva diversa previsione delle parti.

Anche per l'impiego del privilegio speciale, la normativa stabilisce che è necessaria la trascrizione dell'atto costitutivo del privilegio in un registro apposito ai fini dell'opponibilità nei confronti dei terzi⁹⁸. Dopo la trattazione dettagliata della normativa sul pegno mobiliare non possessorio, si esamineranno le differenze rispetto al privilegio *ex. art. 46 TUB* con lo scopo di ricercare i nuovi ambiti di applicazione⁹⁹ della garanzia di cui al D.lgs. 59/2016.

In ogni caso è importante sottolineare che, anche se la normativa sul pegno mobiliare non possessorio non menziona esplicitamente i rapporti rispetto alle normative precedenti, si ritiene opportuno interpretarle alla luce della normativa di cui al Decreto Banche, in quanto, introduce principi di carattere generale che, oltre ad essere utili per interpretare disposizioni anteriori, sicuramente costituiranno una solida base interpretativa per gli interventi normativi futuri.

2.7 Il presupposto soggettivo: l'accesso alla garanzia.

Prima di procedere all'esame specifico delle norme è opportuno chiarire subito e preliminarmente alcuni dubbi inerenti al profilo della costituzione e a quello classificatorio in quanto, il contratto con cui si costituisce il pegno mobiliare non possessorio, a differenza del

⁹⁸ L'art. 46 del TUB stabilisce che "opponibilità a terzi del privilegio sui beni è subordinata alla trascrizione, nel registro indicato nell'art. 1524 c.c. dell'atto dal quale il privilegio risulta. La trascrizione deve effettuarsi presso i competenti uffici del luogo ove ha sede l'impresa finanziata e presso quelli del luogo ove ha sede o risiede il soggetto che ha concesso il privilegio". Una delle criticità dell'impiego del privilegio *ex. art. 46 TUB* è proprio la complessa disciplina riguardante l'iscrizione della garanzia all'interno del registro. Manca infatti un registro centralizzato, come invece dovrebbe essere quello per il nuovo pegno mobiliare non possessorio, con la conseguenza della nullità della garanzia qualora venga iscritta in un registro differente.

⁹⁹ Sulla possibilità di sostituire il privilegio *ex. art. 46 TUB* con il pegno mobiliare non possessorio *ex. art. 1 D.lgs. 59/2016* anche A. Chianale, *Pegno non possessorio vs. privilegio ex. art. 46 TUB: quale conviene?*, in *Diritto Bancario*, 2023.

pegno ordinario, è un contratto a forma scritta a pena di nullità ed ha effetto nei confronti dei terzi attraverso l'iscrizione all'interno del registro informatizzato dei pegni non possessori *ex art. 1 comma 3*.

La formulazione della norma comunque chiarisce il fatto che ai fini della validità della garanzia è sufficiente il contratto costitutivo, e che di conseguenza la pubblicità da effettuarsi mediante l'iscrizione all'interno del registro ha la funzione di pubblicità dichiarativa. L'iscrizione ha durata di 10 anni ma ai sensi del comma 6 del D.lgs. 59/2016 “è rinnovabile per mezzo di una nuova iscrizione nel registro effettuata prima della scadenza del decimo anno”.

Il contratto, a differenza del pegno ordinario, è *consensuale* e questa, a livello classificatorio è forse la differenza maggiore rispetto al pegno ordinario civilistico, (come è stato descritto sopra) il cui atto costitutivo è un contratto reale¹⁰⁰. Parte della dottrina ammette comunque la possibilità per le parti, indipendentemente dall'utilizzo del nuovo strumento del pegno mobiliare non possessorio, di creare pegni consensuali in cui il costituente non viene privato della disponibilità del bene, con la conseguenza però che tali atti potranno avere soltanto efficacia obbligatoria *inter partes*¹⁰¹.

Il contratto costitutivo del pegno mobiliare non possessorio è considerabile come un contratto consensuale perché si perfeziona con la formazione dell'accordo ed è quello il momento in cui effettivamente inizia a produrre effetti fra le parti. La qualifica di consensualità del contratto verte sul fatto che, siccome non è necessario lo spossessamento del debitore ai fini della costituzione del pegno, non c'è la *traditio* della cosa.

A livello introduttivo, pare opportuno fin da subito sottolineare che il termine “mobiliare” è pleonastico per il fatto che, come si è approfondito in precedenza, il pegno ordinario *ex art. 2784 cod. civ.* è una garanzia esclusivamente mobiliare, di conseguenza, ribadirlo nella rubrica dell'art. 1 è superfluo.

Entrando nel vivo della normativa, la disciplina del pegno mobiliare non possessorio è contenuta interamente nell'art. 1 del *Decreto Banche* composto da 10 commi. La normativa identifica un presupposto soggettivo e un presupposto oggettivo contenuti entrambi all'interno

¹⁰⁰ A sostegno di questa tesi U. Natoli *I contratti reali*, Giuffrè, 1975, p. 66. Sulla stessa scia anche A. Torrente, P. Schlesinger, *Manuale di Diritto Privato*, Giuffrè, 2019, p. 492 in cui si afferma che: “il negozio... costitutivo del pegno è dunque un contratto reale”. *Contra E. Gabrielli, Il pegno anomalo*, Cedam, 1990. In tale scritto Gabrielli sostiene la possibilità di creare un pegno senza spossessamento (per questo “anomalo”) argomentando che siccome il contratto costitutivo di pegno non è caratterizzato da realtà, allora il pegno si può perfezionare anche in assenza di spossessamento del debitore.

¹⁰¹ L. Caputo, M. Caputo, *I Pegni: dal modello tradizionale al nuovo pegno mobiliare non possessorio*, Giuffrè, 2017, p. 115.

del primo comma che così dispone:” *Gli imprenditori iscritti nel registro delle imprese possono costituire un pegno non possessorio per garantire i crediti concessi a loro o a terzi, presenti o futuri, se determinati o determinabili e con la previsione dell’importo massimo garantito, inerenti all’esercizio dell’impresa*”. Dalla lettura del primo comma si comprendono diversi elementi circa la normativa.

Il primo, come accennato sopra, è il presupposto soggettivo, nel senso che possono accedere al pegno mobiliare non possessorio solamente gli imprenditori che sono iscritti nel registro delle imprese, anche se comunque non si richiede che il costituente sia un imprenditore commerciale o iscritto nella sezione ordinaria del registro.

Ci sono quindi due differenti requisiti soggettivi per potere effettuare un contratto costitutivo della garanzia non possessoria in questione, un requisito di carattere formale (iscrizione nel registro delle imprese) e un requisito di carattere sostanziale ossia l’esercizio effettivo dell’attività di impresa. A seguito di questa riflessione si deve quindi ammettere alla possibilità di fruire dell’istituto anche l’imprenditore agricolo.

Di particolare rilevanza è proprio la possibilità per l’imprenditore agricolo di accedere alla garanzia di cui trattasi. La figura dell’imprenditore agricolo e le sue possibilità di fruizione di determinati istituti giuridici, non è solo controversa in relazione all’oggetto del presente elaborato ma anche a numerosi settori del diritto commerciale. Infatti, troppo frequentemente si sollevano dubbi in merito all’impresa agricola e in riferimento a questo aspetto si propone una breve riflessione ai fini di dare un minimo contributo alla loro risoluzione.

Uno dei modi per provare a risolvere i frequenti dibattiti circa l’impresa agricola, è quello di fare riferimento ai principi di carattere generale che hanno ispirato il legislatore nell’emanazione della disciplina. È quasi indiscutibile il fatto che il legislatore nel dettare le norme applicabili all’imprenditore agricolo lo abbia voluto favorire attraverso una disciplina a tratti più stringente e per certi versi quasi “paternalistica”¹⁰². Infatti, ciò che il legislatore ha considerato nella stesura della normativa è il rischio climatico a cui un’impresa agricola va in contro nel momento in cui inizia ad operare.

L’imprenditore agricolo non solo ha lo stesso rischio-mercato dell’imprenditore commerciale¹⁰³, rischio legato al prezzo delle materie prime che l’impresa agricola commercia,

¹⁰² Sul punto dà conferma di questa impostazione storica del legislatore anche G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale 1, Diritto dell’impresa*, Utet, 2019, p. 48. in cui afferma che:” *...resta tuttavia fermo che l’imprenditore agricolo gode ancora di un trattamento di favore rispetto all’imprenditore commerciale*”.

¹⁰³ Il rischio mercato è riconducibile ad una variazione del valore di costi e prodotti. Una variazione di costi in ogni caso riduce il margine di guadagno dell’impresa. Lo stesso effetto negativo lo può produrre una variazione del prezzo inerente all’equilibrio di mercato dei prodotti oggetto di vendita dell’attività di impresa. Si sottolinea infatti

(si pensi al prezzo del grano che dalla metà del 2022 a marzo 2023 è passato da un prezzo di 510€ /tonnellata a 420€ /tonnellata, una riduzione di circa il 21,4% in meno di un anno) ma anche il già citato rischio climatico che può impattare fortemente sui raccolti e sul ciclo di rotazione dei terreni (il ciclo di rotazione dei terreni impatta a sua volta sulla scelta delle colture).

In considerazione di ciò il legislatore ha escluso l'impresa agricola dal fallimento (ora "liquidazione giudiziale") e dalle altre procedure concorsuali, fatti salvi comunque gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Quindi, dato il *favor* del legislatore nei confronti dell'impresa agricola, non si vede il motivo per cui non si possa estendere la possibilità della fruizione del pegno non possessorio anche a tale tipo di attività imprenditoriale caratterizzata, peraltro da grandi quantità di capitale circolante¹⁰⁴, su cui potrebbe essere costituita una garanzia non possessoria a fronte di finanziamenti concessi da istituti di credito.

La legge afferma anche che è possibile costituire la garanzia nell'interesse di un altro soggetto, in questo caso il costituente assume la veste di terzo datore di pegno. L'impiego del pegno non possessorio concesso a favore di terzi può sicuramente rivelarsi utile in tutti i casi di *intercompany guarantee* o *parent company guarantee*, questa possibilità verrà esaminata all'interno del terzo capitolo.

In riferimento ai requisiti che deve avere il creditore beneficiario della garanzia la legge permette anche ai creditori che non siano banche o istituti di credito di beneficiare della garanzia anche se, nelle operazioni di finanziamento di maggior rilievo pare inevitabile che il creditore sarà nella maggior parte dei casi una banca, oppure un intermediario abilitato alla concessione di finanziamenti *ex. art 106 TUB*¹⁰⁵.

2.7.1 Il presupposto oggettivo e i beni sottoponibili a garanzia.

In riferimento al presupposto "oggettivo", il pegno mobiliare non possessorio può essere costituito solamente a garanzia di crediti inerenti all'esercizio dell'impresa ossia crediti

che per esempio se i prodotti che una determinata impresa *alfa* vende abitualmente calano di prezzo perché per esempio i consumatori non sono più portati ad acquistarli al valore precedente, allora anche i margini dell'impresa si riducono.

¹⁰⁴ Si pensi all'enorme quantità di scorte che un'azienda agricola ha in magazzino e anche i prodotti naturali che l'azienda costantemente commercia.

¹⁰⁵ Si ricorda che ai sensi del rilascio dell'autorizzazione da parte della banca d'Italia ai fini di iscrizione all'interno dell'albo di cui all'art. 10 TUB è necessario avere numerosi requisiti di forma societaria e requisiti a livello di capitale.

che sorgono in funzione dello svolgimento dell'attività imprenditoriale. La *ratio* di tale limitazione è quella di evitare un abuso dello strumento, e quindi di evitare che siano dati in garanzia dei beni dell'impresa a fronte di situazioni che non sono attinenti al raggiungimento dell'oggetto sociale.

La locuzione “inerente all'esercizio dell'impresa” deve essere interpretata in modo ampio, nel senso che il concetto di inerenza deve valere anche per operazioni che riguardano l'impresa indirettamente e non solamente rispetto ad operazioni strettamente connesse alla gestione ordinaria¹⁰⁶. Sempre ai sensi del comma 1, i crediti che possono essere garantiti sono quelli determinati, determinabili, presenti o futuri. La legge poi prevede che sia definito “l'importo massimo garantito” e in questo caso, si deve ritenere che la previsione si debba applicare solamente per i crediti futuri e per quelli presenti di carattere determinabile. Non avrebbe senso prevedere l'importo massimo garantito a fronte di crediti presenti già determinati nel loro ammontare.

Il legislatore, attraverso l'obbligo per l'impresa di concedere la garanzia per crediti futuri prevedendo però l'importo massimo garantito, ha richiamato quasi espressamente uno dei principi fondamentali in tema di fideiussione, nello specifico, uno dei requisiti che deve avere la c.d. *fideiussione omnibus* per essere valida

La *fideiussione omnibus* è una garanzia generica che viene di solito prestata dalle banche nei confronti di tutti i debiti presenti o futuri di un determinato soggetto. La legge però richiede, fra gli altri requisiti, che sia previsto l'importo massimo garantito¹⁰⁷ e nel caso in cui manchi una previsione di tal genere all'interno dell'atto costitutivo, la fideiussione è considerata nulla. Sia nella fideiussione *omnibus* che nel pegno mobiliare non possessorio il legislatore, con la previsione dell'importo massimo garantito ha voluto evitare che il garante si possa obbligare ad una prestazione potenzialmente illimitata¹⁰⁸.

Per quanto riguarda i beni su cui può essere costituita la garanzia non possessoria il comma secondo dell'art. 1 D.lgs. 59/2016 specifica che i beni che possono essere oggetto del pegno sono i beni mobili non registrati, compresi quelli immateriali purché siano destinati all'esercizio dell'impresa. Inoltre, la norma dà la possibilità di costituire il pegno non

¹⁰⁶ M. Campobasso, *op. cit.*, p. 707 e F. Murino, *op. cit.*, p. 241.

¹⁰⁷ Nel caso in cui l'importo massimo garantito venga superato, il fideiussore non risponde.

¹⁰⁸ Negli USA e in Giappone, al posto della fideiussione si utilizzano le c.d. “*stand by letters of credit*” in cui una banca si assume l'obbligo irrevocabile di pagare un soggetto beneficiario nel caso in cui il debitore “garantito” non abbia provveduto ad effettuare il pagamento del debito entro un determinato termine. Lo schema negoziale è in parte simile alla nostra fideiussione autonoma a prima richiesta e in parte al credito documentario. Anche in questo caso è previsto il limite dell'importo massimo garantito a cui il garante può essere obbligato. Delle *stand by letters of credit* ne tratta C. Simone, *I Pagamenti e le Garanzie Internazionali*, Giuffrè, 2012, p. 257 e ss.

possessorio anche sui crediti derivanti o inerenti a tale esercizio ad esclusione dei beni mobili anche immateriali, registrati. Anche in questo caso il requisito fondamentale è quello dell'inerenza dei beni oggetto della garanzia rispetto all'esercizio dell'impresa.

Siccome, il pegno non possessorio non è ancora stato impiegato per via dell'assenza del registro, parte della dottrina ha provato a ipotizzare le conseguenze della violazione del requisito dell'inerenza sottolineando che in assenza di una disciplina che specifichi gli effetti della violazione, si deve ritenere, per ora, il requisito privo di effetto costitutivo.¹⁰⁹

Anche in questo caso il requisito di inerenza rispetto all'attività di impresa dei beni che possono essere oggetto della garanzia deve essere interpretato in senso lato, quindi tale da comprendere tutti i beni che formano l'azienda *ex. art. 2555 cod. civ.*¹¹⁰. Anche in riferimento a questo aspetto c'è una somiglianza con il privilegio *ex. art. 46 TUB* che permette la costituzione della garanzia sui beni mobili a patto che siano destinati all'esercizio dell'impresa e non iscritti all'interno dei pubblici registri.

Di particolare rilevanza è il fatto che la norma escluda dalla possibilità di costituire il pegno non possessorio sui beni immateriali registrati come marchi registrati, brevetti e tutti quei diritti di proprietà industriale che ai sensi dell'art. 138, comma 1, Cod. Prop. Ind. possono essere costituiti in garanzia.

Un dubbio ulteriore si pone anche per la possibilità di effettuare un pegno mobiliare non possessorio sulle quote di S.r.l. Infatti, secondo la sentenza numero 31051 del 2019 della Cassazione che afferma che *“la costituzione in pegno delle quote di società a responsabilità limitata è soggetta al disposto della norma dell'art. 2806 cod. civ., sicché il diritto di pegno risulta costituito con l'iscrizione del relativo atto nel registro delle imprese”*. Il dubbio verte principalmente sul fatto che per la costituzione di pegno ordinario su quote di S.r.l. è necessaria, come ha affermato la Cassazione nella sentenza riportata, l'iscrizione all'interno del registro delle imprese.

Di conseguenza, se fosse possibile la creazione di un pegno non possessorio sulle quote di S.r.l. ci si chiede quali saranno le modalità di coordinazione dei due obblighi di iscrizione. D'altro canto, la costituzione di un pegno non possessorio sulle quote di S.r.l. potrebbe destare qualche problema in riferimento al requisito dell'inerenza all'attività di impresa per la costituzione in garanzia dei beni. Da un lato si potrebbe infatti sostenere che le quote di s.r.l. non costituiscono un bene strumentale all'esercizio dell'attività di impresa, dall'altro le società

¹⁰⁹ E. Gabrielli, *Una garanzia reale senza possesso*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2017, p. 1717.

¹¹⁰ F. Murino, *Prime considerazioni sul c.d. pegno non possessorio*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2017, p. 241.

qualificabili come *holding* hanno proprio la funzione di gestire partecipazioni in altre società e quindi anche in S.r.l.

Con riferimento alla previsione dell'esclusione dalla possibilità di costituire un pegno non possessorio sulle quote di S.r.l. e sui beni mobili registrati parte della dottrina fra cui Mario Campobasso suggerisce che la ragione dell'esclusione dei beni mobili registrati vada individuata “*nell'opportunità di preservare l'integrità del sistema pubblicitario dei vincoli costituiti sugli stessi*”, seguendo lo stesso ragionamento della dottrina che si è formata in riferimento all'art. 46 TUB¹¹¹. La *ratio* è quella di evitare di creare un doppio sistema di pubblicità, infatti, nel caso in cui questo si andasse a creare, ci sarebbe ovviamente un enorme problema di coordinamento, in quanto, sarebbe necessario tenere in considerazione i vari vincoli inseriti nei rispettivi registri.

Tuttavia, non si ritiene opportuno condividere un'impostazione del genere, per una serie di ragioni. Il motivo principale è quello per cui, se da un lato è vero che l'esclusione dei beni mobili registrati dalla possibilità della costituzione del privilegio speciale ex. art. 46 TUB è giustificata dai problemi di coordinamento che emergerebbero nel caso dell'applicazione dei due registri, dall'altro il nuovo pegno mobiliare non possessorio prevede un registro unitario e di conseguenza i problemi di coordinamento sarebbero di gran lunga inferiori.

Si ricorda infatti che ai fini della costituzione del privilegio ex. art. 46 TUB è necessaria l'iscrizione della garanzia nel registro di cui all'art. 1524 secondo comma cod. civ. Il sistema di registrazione in questione è molto complesso in quanto il registro all'interno di cui si deve effettuare l'iscrizione dei beni che sono oggetto del privilegio varia a seconda del luogo in cui i beni si trovano. L'iscrizione, infatti, deve essere eseguita presso apposito registro tenuto nella cancelleria del tribunale nella giurisdizione del quale è collocato il bene. La conseguenza di questo sistema è ovviamente una pluralità di registri.

Quindi, pare giustificata in relazione al privilegio ex. art. 46 TUB, la logica in base alla quale per problemi di coordinamento si esclude la possibilità di costituire la garanzia sui beni mobili registrati. Sarebbe infatti uno sforzo enorme provare a coordinare, ad esempio, i registri richiesti per la costituzione del privilegio, con il Pubblico Registro Automobilistico nel quale attualmente deve essere iscritta l'ipoteca¹¹² sulle autovetture. Il problema di coordinamento

¹¹¹ R. Costi, *L'ordinamento bancario*, Il Mulino, 2007, p. 476 richiamato dallo stesso M. Campobasso, *Pegno non possessorio. Pegno ma non troppo*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2018. Infatti, anche in relazione al privilegio ex. art. 46 TUB la garanzia non può essere costituita sui beni mobili registrati, probabilmente per evitare problematiche di coordinamento fra i vari registri.

¹¹² Il Pubblico Registro Automobilistico istituito con il r.d.l. 15 marzo 1927, n. 436 equipara l'ipoteca sulle autovetture ex. art. 2810 cod. civ., ad un privilegio speciale.

sarebbe minore però nel caso della costituzione del pegno mobiliare non possessorio su un bene mobile registrato infatti, per il pegno mobiliare non possessorio è previsto un singolo registro a livello nazionale, elemento che anche sotto questo aspetto lo rende più vantaggioso rispetto al privilegio *ex. art. 46 TUB*.

Campobasso specifica, per le stesse ragioni, anche che i diritti titolati di proprietà industriale, per i quali è prevista la pubblicità dei vincoli nel registro dell'UIBM¹¹³, dovrebbero quindi essere esclusi dalla sfera applicativa del pegno non possessorio.

La norma poi chiarisce che il bene deve essere destinato all'esercizio dell'impresa e anche in questo caso i crediti devono essere inerenti all'esercizio di tale attività. Riguardo al profilo probatorio in ordine alla strumentalità del bene rispetto all'esercizio dell'impresa, parrebbe sufficiente l'inclusione nel libro degli ammortamenti/cessi di cui all'art. 16 del d.p.r. n.600/1973, quanto meno a livello presuntivo, nel senso che dovrebbe pur sempre essere possibile dimostrare, in concreto, l'effettiva insussistenza di tale requisito di funzionalità.¹¹⁴

Il suggerimento di Ambrosini nel definire il concetto di inerenza del bene rispetto all'esercizio dell'attività di impresa risulta essere pragmatico e in grado di chiarire una volta per tutte, almeno sul fronte probatorio, i vari dubbi di carattere interpretativo che la normativa inevitabilmente suscita.

Infatti, un riferimento contabile ben si presta ad individuare tutti i beni che ineriscono all'attività di impresa, inoltre l'impiego di un tale criterio fondato sui principi di cui al codice civile, ossia quello di prudenza, rappresentazione sostanziale, prospettiva della continuità aziendale, utilizzati a fini interpretativi della normativa di cui al Decreto Banche, possono sicuramente essere un aiuto per gli operatori del diritto ad interpretare le norme in modo sistematico rispetto ai principi contenuti all'interno del codice civile.

Il suo suggerimento consiste infatti nel fare riferimento al D.p.r. 600/1973 rubricato "Disposizioni comuni in tema di accertamento sulle imposte sui redditi". L'articolo 16 di tale normativa introduce il *registro dei beni ammortizzabili* ossia un libro all'interno del quale le "le società, gli enti e gli imprenditori commerciali" devono indicare per ciascun immobile e per ciascun bene iscritto all'interno dei pubblici registri diverse informazioni fra cui: l'anno di acquisizione, il costo originario, le rivalutazioni, le svalutazioni, il fondo di ammortamento ecc. ecc.

¹¹³ Ufficio Italiano Brevetti e Marchi.

¹¹⁴ S. Ambrosini, *Il pegno non possessorio ex lege 119/2016*, in *Crisi d'Impresa e Fallimento*, 2016, p. 3. Fornisce un approfondimento anche M. Orlando, *Prime riflessioni sul DL 59/2016 (c.d. "Decreto Banche")*, in *Il Fallimentarista*, 2016.

Il ragionamento alla base di Ambrosini è quello per cui sicuramente se un bene può essere ammortizzato, allora ha una utilità pluriennale per l'impresa e di conseguenza non può non essere inerente all'attività di impresa. La logica alla base del suo argomento pare corretta anche se risulta immediatamente agli occhi un problema, ossia che non tutti i beni inerenti all'esercizio dell'attività di impresa possono essere ammortizzati.

Infatti, si pensi al già citato capitale circolante, composto da tutti quei beni che sono destinati ad essere rimpiazzati durante l'esercizio, in questo caso non si tratta di beni che hanno un'utilità pluriennale e di conseguenza non devono essere iscritti all'interno del libro degli ammortamenti, in quanto non devono essere ammortizzati.

Tuttavia (e qui sorge il difetto del ragionamento di Ambrosini) è impossibile negare che tali beni siano inerenti all'esercizio dell'attività di impresa. Il ragionamento fatto da Ambrosini risulta valido a livello probatorio ma limitatamente ai beni che possono essere ammortizzati, ossia alle immobilizzazioni. Si propone quindi di considerare come "inerenti all'attività di impresa tutti i beni presenti nel patrimonio aziendale"¹¹⁵ conformemente a quanto previsto dall'art. 2555 cod. civ.

2.7.2. La rotatività *ex lege* del pegno mobiliare non possessorio.

Fondamentale, risulta essere il comma 2 del D.lgs. 59/2016 in cui si stabilisce l'effetto *fisiologico* di rotatività del pegno mobiliare non possessorio. Infatti, la norma prevede che salvo il caso in cui le parti non abbiano disposto diversamente nel contratto, il debitore o il terzo concedente il pegno possono "*trasformare o alienare*" o comunque disporre dei beni oggetto della garanzia nel rispetto della loro destinazione economica.

Nel caso in cui la parte costituente il pegno trasferisca, trasformi, o disponga del bene la legge prevede che il pegno si trasferisce, al prodotto risultante dalla trasformazione, al corrispettivo della cessione del bene gravato o al bene sostitutivo acquistato con tale corrispettivo.

¹¹⁵ A sostegno della tesi per cui il concetto di inerenza debba essere interpretato in maniera piuttosto ampia, anche M. Campobasso in "Pegno non possessorio – pegno – ma non troppo" dove afferma che "quanto al requisito della *destinazione imprenditoriale del bene pignorato*, esso deve essere inteso in senso estensivo: è sufficiente che il bene rientri nel patrimonio aziendale e non si richiede alcuna indagine circa l'utilizzo in concreto nell'attività d'impresa del concedente. In sostanza, sono idonei alla garanzia solamente i beni non compresi nell'azienda del costituente".

Questa porzione di normativa è fondamentale in quanto stabilisce che la rotatività è un effetto naturale del pegno, infatti, la caratteristica di rotatività opera “*ove non sia diversamente disposto nel contratto*”.

La rotatività ovviamente, non è una novità della normativa, infatti, nella prassi bancaria viene utilizzata frequentemente la c.d. “clausola di sostituzione” che ha lo scopo di permettere alla banca garantita da pegno di titoli obbligazionari di ottenere nuovi titoli alla scadenza dei primi senza interruzione del contratto di garanzia. Un ulteriore meccanismo di sostituzione è contemplato per il pegno su strumenti finanziari dematerializzati, da realizzare tramite appositi conti destinati a consentire la costituzione di vincoli sull’insieme degli strumenti finanziari in essi registrati¹¹⁶

Nel caso di applicazione effettiva del meccanismo di sostituzione del pegno la legge stabilisce che “*ciò non comporta la costituzione di una nuova garanzia*”, di conseguenza non si avrà alcun effetto di novazione della garanzia in seguito alla sostituzione della cosa oggetto del pegno. Ovviamente anche se il concetto di rotatività nel nostro ordinamento era già ammesso, in questo caso risulta particolarmente utile il fatto che viene richiamato dalla disciplina del pegno mobiliare non possessorio oltre che ad essere prevista dalla legge, salvo il caso in cui le parti non decidano di effettuare una pattuizione in senso opposto.

Inoltre, tale normativa prevede che se le parti non stabiliscono nulla in merito alla rotatività, questa come detto sopra, è un effetto naturale del pegno. Tale meccanismo è particolarmente utile per il fatto che all’interno dell’impresa potrebbe essere costituito il pegno non possessorio così anche su dei beni che sono destinati ad essere ceduti dalla società nel corso dell’esercizio, in questo caso si fa riferimento al già richiamato capitale circolante o *working capital*.

Nel caso in cui la cosa oggetto del pegno venga sostituita, in funzione di tale meccanismo, sarà oggetto del pegno la somma corrispondente oppure la cosa com’è stata effettivamente trasformata a seguito di un procedimento di lavorazione interno dell’azienda.¹¹⁷

La legge però pone una condizione al procedimento di sostituzione¹¹⁸ della cosa oggetto del pegno ossia che l’alienazione e la trasformazione della cosa avvenga nel “*rispetto della*

¹¹⁶ M. Campobasso, *Pegno non possessorio. Pegno ma non troppo*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2018.

¹¹⁷ Si pensi per esempio a tutte le materie prime su cui può essere costituito un pegno mobiliare non possessorio con effetto di rotatività, e che vengono trasformate nella merce che effettivamente l’impresa vende. Potrebbe benissimo capitare una situazione del genere ossia si costituisce il pegno non possessorio sulle materie prime, poi il pegno si sostituisce alle materie prime come sono state trasformate nel processo di lavorazione interno, e poi si trasferisce sulle corrispondenti somme oggetto della vendita del bene sul mercato.

¹¹⁸ L’opinione prevalente ritiene che un tale meccanismo di sostituzione fosse già implicito nel privilegio speciale Ex. Art 46 TUB (in tema di finanziamenti a medio/lungo termine alle imprese).

destinazione economica”. Se tale condizione appare comunque chiara nel caso in cui il bene sia semplicemente trasformato, risulta difficile comprendere quali siano le condizioni richieste dal legislatore per il rispetto della destinazione economica nel caso dell’alienazione del bene.

Infatti “trasformare la cosa oggetto del pegno nel rispetto della sua destinazione economica” significa che la cosa non deve essere trasformata in un qualcos’altro che non sia almeno una derivazione materiale indiretta. Nel senso che la cosa oggetto del pegno non può essere trasformata in qualcosa che non abbia nulla a che fare con il bene originario.

Riguardo alla tematica della sostituzione la normativa prevede anche implicitamente una possibilità di inserimento di una clausola di integrazione in quanto prevede che l’oggetto del pegno può essere costituito da beni presenti o futuri individuati anche solamente il riferimento all’importo massimo garantito.

Inoltre, è prevista a pena di nullità dal comma 3 l’indicazione dell’importo massimo garantito, in modo tale che gli aumenti di valore dell’oggetto della garanzia comporteranno un incremento della prelazione solamente entro il limite convenuto. Inoltre la legge prevede che se “*il prodotto risultante dalla trasformazione ingloba, anche per unione¹¹⁹ o commistione, più beni appartenenti a diverse categorie merceologiche e oggetto di diversi pegni non possessori, le facoltà previste dal comma 7¹²⁰ spettano a ciascun creditore pignoratizio con obbligo da parte sua di restituire al datore della garanzia, secondo criteri di proporzionalità, sulla base delle stime effettuate il valore del bene riferibile alle altre categorie merceologiche che si sono unite o mescolate*”.

La *ratio* di tale norma è quella di evitare che si abbia un incremento eccessivo dei beni sottoposti a garanzia a discapito degli altri creditori titolari di una garanzia non possessoria, a seguito di operazioni di trasformazioni dei beni oggetto del pegno mobiliare non possessorio. Anche in relazione alla rotatività si può evidenziare una differenza di carattere classificatorio rispetto al pegno ossia che se il pegno rotativo rientra nella *forma legis* del pegno, seppure come forma anomala, il pegno non possessorio è invece un sottotipo del pegno ordinario.

Tale carattere risulta dalla circostanza che - secondo la teoria che distingue fra tipo e sottotipo - la figura presenta rispetto al tipo generale delle caratteristiche ulteriori, le cc. dd.

¹¹⁹ L’unione è definibile come il materiale congiungimento fra due cose mobili, le quali comunque possono ancora essere separate. La commistione è una mescolanza fra due cose e si differenzia dall’unione per il fatto che le cose oggetto della mescolanza non possono essere separate. Per fare un esempio, due beni dello stesso genere e specie come il frumento o anche più semplicemente l’acqua, nel caso in cui vengano uniti non possono essere separati. Si può solo restituire ai proprietari il *tantundem eiusdem generis et qualitatis*.

¹²⁰ Il comma 7 del D.lgs. 59/2016 prevede le varie modalità di escussione della garanzia non possessoria a cui il creditore può procedere una volta che abbia inviato un’intimazione notificata al debitore e all’eventuale terzo concedente il pegno.

note extra tipiche, le quali non sono rinvenibili nel tipo legale del pegno, e tanto meno nella sua forma “rotativa”.

Inoltre, sul piano esegetico e sistematico, un indice evidente della riconducibilità del pegno non possessorio al tipo legale del pegno, come suo sotto-tipo, è inoltre data dalle disposizioni di chiusura del corpo normativo, secondo cui “agli effetti di cui agli artt. 66 e 67 del R.D. 16 marzo 1942, n 267 “*il pegno non possessorio è equiparato al pegno*”, e dalla regola sancita nell’art 10 bis della Normativa Pegno, secondo cui “*per quanto non previsto dal presente articolo, si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni di cui al libro sesto, titolo III, capo III, del Codice Civile*”.¹²¹

Importante ai fini della costituzione della garanzia il comma 3 del D.lgs. 59/2016 che stabilisce che il contratto costitutivo di pegno non possessorio deve essere in forma scritta ed oltre ad indicare le parti, ossia creditore, debitore ¹²², deve fornire una descrizione dei beni che sono oggetto della garanzia.

All’apparenza la previsione della descrizione del bene oggetto della garanzia potrebbe sembrare poco utile se non obsoleta, siccome la normativa prevede la rotatività *ex lege*. Con la previsione di una rotatività *ex lege*, la descrizione potrebbe apparire funzionale esclusivamente nel momento di costituzione della garanzia per individuare almeno alla tipologia di beni che vi sono sottoposte e dato che i beni, in caso di pegno non possessorio sono destinati ad essere sostituiti, la descrizione originale perderebbe, in un certo senso, il suo scopo.

Tuttavia, in seguito un’analisi più approfondita è possibile apprezzare l’utilità della richiesta della descrizione del bene. Anzitutto, la descrizione del bene può servire per verificare il rispetto del requisito dell’inerenza del bene all’attività di impresa richiesto dall’art. 1 comma due della normativa.

Infatti, nel caso in cui il bene non venisse descritto non si sarebbe in grado di comprendere se il bene possa fare parte del complesso dei beni aziendali oppure no. Non sarebbe nemmeno possibile effettuare la verifica proposta da Ambrosini, (di cui sopra), ossia di accertarsi che, nel caso in cui il bene sia un’immobilizzazione, sia presente all’interno del registro dei beni ammortizzabili.

In secondo luogo, la descrizione del bene è necessaria per comprendere se è stata rispettata la previsione normativa di cui all’art. 1 comma 3 che stabilisce che la trasformazione del bene è possibile esclusivamente “*nel rispetto della (sua) destinazione economica*”.

¹²¹ E. Gabrielli, *Una garanzia reale senza possesso*, in *Giurisprudenza Italiana*, Roma, 2017, p. 1715 e ss.

¹²² Eventualmente deve anche essere indicato il terzo concedente il pegno.

Infatti, se la descrizione del bene fosse assente non ci potrebbe essere alcun criterio per stabilire se nella fase di trasformazione o alienazione, la destinazione economica del bene sia stata rispettata.

D'altro canto, si evidenzia una lacuna della normativa in quanto, da un lato viene richiesta la descrizione dei beni, dall'altro non si specifica se in caso di alienazione questa descrizione debba essere aggiornata oppure no.

Il problema è particolarmente delicato in quanto, nel caso in cui la descrizione dei beni dovesse essere aggiornata via via che il bene venga sostituito oppure alienato, si presenterebbero numerosissimi oneri di carattere burocratico per il soggetto che costituisce la garanzia.

Quest'ultimo infatti dovrebbe aggiornare la descrizione del bene nel caso di una sua sostituzione o trasformazione. L'onere graverebbe inoltre in modo completamente diseguale sui soggetti costituenti il pegno non possessorio a seconda dell'oggetto della garanzia.

Infatti, un soggetto che abbia costituito il pegno *ex* D.lgs. 59/2016 su impianti o beni che fanno parte delle immobilizzazioni materiali, difficilmente si troverebbe onerato da tale obbligo di aggiornamento della descrizione del bene in quanto le immobilizzazioni per definizione hanno un'utilità pluriennale e di rado vengono sostituite più volte nel corso dell'esercizio.

Una situazione completamente differente è riscontrabile per il debitore che abbia costituito un pegno mobiliare non possessorio, ad esempio, sui beni del magazzino. In questo caso ogni volta che i beni dovessero essere venduti sarebbe necessario aggiornarne la descrizione. In ogni caso il legislatore non prevede nulla in merito, anche se sarebbe auspicabile una delucidazione in quanto questo problema potrebbe indurre molti soggetti a non impiegare la garanzia per via di un eccessivo aumento degli oneri burocratici¹²³.

2.7.3. L'opponibilità ai terzi: il registro dei pegni mobiliari non possessori.

Il quarto comma del D.lgs. 59/2016 prevede che il pegno non possessorio sia opponibile ai terzi solamente attraverso l'iscrizione nell'apposito registro dei pegni non possessori. Dal

¹²³ Si pensi che le PMI (sono le imprese che hanno congiuntamente i seguenti requisiti: un numero di dipendenti inferiore a 250, un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro) rappresentano il 99% delle imprese operanti in Italia e non tutte potrebbero avere i mezzi economici per sostenere tali costi.

momento in cui il pegno viene iscritto nel registro prende grado ed è opponibile ai terzi e come specifica la norma anche *“nelle procedure concorsuali”*.

Sebbene il pegno non possessorio sia una garanzia nata nel 2016, al momento della pubblicazione della legge non poteva essere utilizzata poiché mancava il provvedimento costitutivo del registro all'interno del quale iscrivere la garanzia.

Nessun creditore, infatti, avrebbe voluto che il debitore costituisse a suo favore una garanzia non possessoria se, al momento della creazione, questa non fosse stata opponibile ai terzi a causa dell'assenza del registro. Lo strumento è rimasto infatti carta bianca fino ai tempi recenti.

Un passo in avanti verso l'impiego della garanzia non possessoria lo ha fatto il Ministero dell'Economia e delle Finanze di concerto con il Ministero della Giustizia attraverso l'emanazione del decreto del 25 maggio 2021, n. 144. Il decreto, entrato in vigore il 25 agosto successivo, istituisce il registro dei pegni mobiliari non possessori.

Come previsto dall'art. 1 comma 1 del decreto, il registro viene istituito presso l'Agenzia delle Entrate tenuto in un apposito ufficio con sede in Roma e come previsto dal comma 4 dell'art. 1 viene *“diretto da un conservatore”*.

Rilevante è il fatto che il Ministero della Giustizia provvederà alla vigilanza dell'attività di direzione dell'ufficio competente per curare il registro con lo scopo di assicurare la legittimità dell'attività amministrativa e *“delle procedure predisposte per la relativa gestione”*.

Tuttavia, il menzionato decreto del 25 maggio 2021, n. 144 non è stato sufficiente a rendere pienamente operativo il registro in quanto, come previsto dall'art. 12, erano necessari successivi interventi attuativi da parte dell'Agenzia delle Entrate¹²⁴.

L'Agenzia delle Entrate ha provveduto all'emanazione di alcuni provvedimenti attuativi, fra cui il provvedimento del 12 ottobre 2021 in cui viene redatta la lista delle categorie merceologiche, le quali sono particolarmente rilevanti in relazione al comma 2 del D.lgs. 59/2016, che prevede le norme applicabili al caso in cui il prodotto oggetto della garanzia non possessoria sia stato trasformato inglobando categorie merceologiche differenti.

Passando alla regolazione del registro, anzitutto si sottolinea che l'iscrizione è possibile esclusivamente in via telematica come stabilito dall'art. 3 del decreto 25 maggio 2021, n. 144. La norma in questione richiede che la parte che effettua la domanda per l'iscrizione deve

¹²⁴ Ai sensi dell'art. 12 del decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze di concerto con il Ministero della Giustizia del 25 maggio 2021, n. 144: *“Il sistema informatico di cui al presente regolamento è realizzato dall'Agenzia delle Entrate entro 8 mesi dalla data di entrata in vigore del presente regolamento. Entro trenta giorni dalla data di cui al periodo precedente sono adottate le previste specifiche tecniche”*.

completare la domanda inserendo varie informazioni volte all'identificazione delle parti, e dell'eventuale terzo datore di pegno.

Fra le tante informazioni che la normativa prevede, oltre all'identificazione delle parti, una delle più importanti è quella di cui all'art. 3 comma 2 lettera h), ossia la descrizione del credito garantito. Anche in questo caso la descrizione è fondamentale ai fini di verificare la sussistenza del requisito dell'inerenza all'attività di impresa dei crediti che possono essere garantiti, requisito previsto dall'art. 1 comma 1 del D.lgs. 59/2016.

La lettera p) invece introduce la possibilità per le parti di eliminare l'elemento di rotatività dalla garanzia prevedendo che il contratto costitutivo del pegno non possessorio *“non consenta al costituente la garanzia di trasformare il bene oggetto del pegno (o di alienarlo o comunque di disporne)”*.

Fondamentale è il comma 4, art. 3, del Decreto 25 maggio 2021, n. 144 che stabilisce che il contratto costitutivo del pegno non possessorio deve risultare da atto pubblico oppure scrittura privata autenticata o accertata giudizialmente. La mancanza dell'adempimento di tale requisito di forma non rende nullo il contratto costitutivo della garanzia, ma non iscrivibile all'interno del registro e di conseguenza non opponibile ai terzi. Si ricorda infatti che ai fini della validità del contratto è richiesta solamente la forma scritta, ma non anche la forma dell'atto pubblico o l'autenticazione notarile.

Degna di considerazione è anche la previsione di cui all'articolo 4 del decreto che stabilisce che l'iscrizione ha durata decennale. È possibile effettuare la rinnovazione dell'iscrizione prima del decorso del termine decennale con il privilegio per la parte che chiede l'iscrizione che il pegno non possessorio mantiene il grado acquisito al momento dell'iscrizione originaria. Invece nel caso in cui la nuova iscrizione venga effettuata decorso il termine decennale di efficacia della prima iscrizione *“il pegno prende grado dalla data della nuova iscrizione”*.

In seguito alla compilazione della domanda con tutte le informazioni richieste dalla normativa, il conservatore è chiamato ad effettuare un controllo di regolarità volto alla verifica della presenza di tutti i requisiti richiesti dalla legge e dai vari regolamenti attuativi. Appare rilevante, ai fini della verifica, la disciplina contenuta all'interno dell'art. 8 del decreto del 25 maggio 2021, n. 144. la quale dispone, al comma 1, l'obbligo del conservatore di controllare la correttezza delle domande di iscrizione e, al comma 2, tratta delle ipotesi patologiche, ossia tutti i casi in cui il conservatore non può ricevere le domande e i titoli. Le ipotesi identificate dalla legge sono eterogenee e includono:

- a. Il caso in cui le domande e i titoli non siano intelleggibili o in lingua diversa da quella italiana¹²⁵;
- b. La mancata presentazione in via telematica della domanda;
- c. L'assenza dei requisiti di cui all'art. 3 comma 2 del decreto¹²⁶;
- d. L'inadempimento in relazione ai requisiti di forma (atto pubblico o scrittura privata autenticata o contratto sottoscritto digitalmente).

In queste ipotesi il conservatore ai sensi del comma 3 dell'art. 8 deve indicare “*i motivi del rifiuto*”. Il richiedente l'iscrizione può però opporsi al rifiuto attraverso il procedimento di cui all'art. 745 secondo comma del Codice di procedura civile.

Tale norma prevede che nel caso di rifiuto o ritardo da parte dei pubblici depositari, il richiedente l'iscrizione possa ricorrere al presidente del tribunale nella cui circoscrizione il depositario esercita le sue funzioni. Sentito il pubblico ufficiale, il presidente del tribunale si pronuncia con decreto¹²⁷.

Nell'ultimo anno sono stati fatti numerosi passi avanti lungo il complesso *iter* per giungere ad una piena operatività del registro. Un primo progresso è stato fatto con il provvedimento dell'Agenzia delle Entrate del 12 gennaio del 2023 in cui sono state approvate le specifiche tecniche per la redazione delle domande di iscrizione della garanzia all'interno del registro. Il 6 aprile 2023 inoltre, l'Agenzia delle Entrate ha emanato un provvedimento inerente alle modalità di versamento dei tributi richiesti ai fini dell'iscrizione.

L'ultimo passo per assicurare l'operatività del registro dei pegni non possessori è stato effettuato con la risoluzione n. 26/E del 14 giugno 2023, mediante la quale l'Agenzia delle Entrate ha regolato le modalità di versamento delle imposte tramite modello F24, dovute per le operazioni di iscrizioni, consultazione, modifica nonché rinnovo o cancellazione della garanzia all'interno del registro del registro dei pegni non possessori. Dal 14 giugno 2023, diventa quindi pienamente operativo, dopo ben 7 anni, il pegno mobiliare non possessorio istituita con il D.lgs. 59/2016 .

¹²⁵ Ai sensi dell'art. 8 comma 2 lett. A) del decreto 25 maggio 2021 n. 144 sono fatti salvi i casi di bilinguismo previsti dal nostro ordinamento.

¹²⁶ In relazione a questo aspetto, parte della dottrina fra cui S. Conforti, *Il registro dei pegni mobiliari non possessori*, in *Esecuzione Forzata*, 2022, p. 211. Evidenza che i requisiti di cui all'art. 3 comma 2 rappresentano uno “*statuto descrittivo*” che disciplina in maniera organica tutte le caratteristiche tecniche che deve avere il pegno mobiliare non possessorio.

¹²⁷ A livello procedurale il procedimento si avvia con l'atto del ricorso scritto da parte del soggetto richiedente l'iscrizione all'interno del registro. Sulla natura del procedimento Cassazione Civile Sez. I, sentenza n. 2095 del 28 gennaio 2011, che afferma che il procedimento ha natura di giurisdizione volontaria. Di conseguenza, non essendoci una parte vincitrice o soccombente non si ha condanna alle spese e nemmeno ricorso straordinario per cassazione ex art. 111 Cost.

CAPITOLO III

USO PRATICO DELLA GARANZIA NON POSSESSORIA

3.1 Il confronto fra pegno mobiliare non possessorio e il privilegio *ex. art. 46 TUB*.

Il presente capitolo è dedicato all'indagine inerente alle possibilità di applicazione del pegno mobiliare non possessorio all'interno di diversi settori del nostro ordinamento, effettuando anche un confronto con l'impiego della *floating charge* nel Regno Unito.

L'ambito all'interno del quale la garanzia non possessoria trova sicuramente il suo spazio è il settore finanziario in quanto può e potrà svolgere un ruolo completamente innovativo all'interno della struttura dei contratti di finanziamento. L'intento è quello di comprendere in quali occasioni può essere utilizzato il pegno non possessorio, anche prendendo spunto dall'impiego della *floating charge* in Inghilterra.

Prima di esaminare nel dettaglio la possibilità di utilizzare il pegno mobiliare non possessorio all'interno dei contratti di finanziamento, pare opportuno quantomeno, approfondire in modo più specifico i rapporti fra il pegno *ex. art. 1 D.lgs 59/2016* e il privilegio *ex. art. 46 TUB*. Si ricorda anzitutto che la garanzia di cui all'art. 46 TUB è già stata menzionata nel capitolo secondo, definendone alcune caratteristiche che in questa sede è opportuno solamente accennare.

Il privilegio *ex. art. 46 TUB* esattamente come il pegno mobiliare non possessorio è una garanzia, un privilegio speciale mobiliare che non richiede lo spossessamento del debitore che la concede, dando a quest'ultimo la possibilità di continuare ad utilizzare i beni dell'azienda nel corso dell'esercizio. È stato introdotto con il D.lgs. del 1° settembre 1993 n. 385 ed è una garanzia esclusivamente mobiliare. Non può essere costituito né sugli immobili né sui beni mobili registrati.

Tuttavia, a differenza del pegno non possessorio, il privilegio *ex. art. 46 TUB* può garantire solamente finanziamenti da parte di banche alle imprese, mentre il pegno *ex. Decreto Banche* può garantire qualsiasi tipologia di credito con il requisito che sia inerente all'attività di impresa. Questa è una delle differenze fra le due garanzie, che ne delinea i due ambiti applicativi. La possibilità di garantire qualsiasi tipologia di credito e non solo a favore delle banche amplia di gran lunga le occasioni in cui una garanzia del genere può essere utilizzata.

Il pegno mobiliare non possessorio, infatti, potrebbe essere concesso a favore di un fornitore, oppure a favore di altri creditori che non siano strettamente delle banche o istituti di credito.

Questo allargamento di orizzonte della sfera di soggetti a favore del quale può essere concesso un pegno mobiliare non possessorio agevola di gran lunga le possibilità di risanamento di un'impresa, non solo perché possono essere garantiti crediti non-bancari, ma anche per il fatto che il Decreto Banche non prevede un limite minimo alla durata del credito che può essere garantito, con la possibilità di garantire anche debiti con scadenza ravvicinata. La fruibilità della garanzia anche per i debiti a breve, ossia quelli con scadenza inferiore ai dodici mesi può giovare alle imprese che siano, o per una situazione di crisi, o per struttura intrinseca¹²⁸ in costante fabbisogno di attività a breve¹²⁹ per fare fronte alle *c.d. current liabilities*. Di conseguenza il pegno non possessorio potrebbe essere concesso anche a garanzia di contratti di apertura di credito revocabili *ad nutum*, contratti di sconto, oppure di cessione dei crediti (*c.d. factoring*).

Invece, il comma 1 dell'art. 46 TUB specifica che il privilegio speciale a favore delle banche può essere concesso esclusivamente a garanzia di finanziamenti "*di medio lungo termine*" con la conseguenza di non potere essere uno strumento utile per garantire operazioni finanziarie a breve termine che, come si è avuto modo di approfondire, possono essere essenziali durante il corso della vita di un'impresa.

Fra il pegno mobiliare non possessorio e il privilegio *ex. art. 46 TUB*, la differenza di maggior rilievo sta nella rotatività. Infatti, nell'ambito della disciplina di cui al Decreto Banche, l'aspetto della rotatività è intrinseco al pegno non possessorio, salva diversa volontà delle parti,

¹²⁸ Le situazioni in cui un'impresa può essere in fabbisogno finanziario a breve termine sono plurime, ma suddivisibili sotto due categorie. Il fabbisogno finanziario per crisi, dovuto a fattori interni o esterni che non sono attinenti alla gestione ordinaria dell'impresa e il fabbisogno finanziario strutturale, nel senso che ci sono alcune attività imprenditoriali che quasi "per definizione" sono in costante fabbisogno finanziario. Un esempio di un settore industriale in costante fabbisogno finanziario è quello dell'edilizia. Infatti, un'impresa operante in quell'ambito ottiene i proventi del proprio lavoro, solamente alla fine, attraverso operazioni di vendita dell'immobile oppure, più raramente di locazione. Siccome però il procedimento di completamento della struttura spesso richiede molto tempo, l'impresa, per gran parte del suo operato non avrà flussi finanziari in entrata, ma solamente quelli in uscita dovuti a tutti i costi che devono essere sostenuti per la costruzione dell'immobile. Per un'analisi più approfondita sulla struttura finanziaria delle imprese D. Cherubini, *Il dimensionamento della struttura finanziaria ottimale di un'impresa industriale*, in *ODEC Perugia*, 16 aprile 2013, il quale esprime il concetto per cui la struttura finanziaria di un'impresa dipende dalla struttura gestionale.

¹²⁹ Il valore che aiuta a comprendere se una determinata impresa si trova in una situazione di deficit finanziario è il "capitale circolante", che è un indice della solidità finanziaria dell'azienda nel breve termine. Infatti, come si può approfondire in C. Arlotta, S. Carbone, F.A. De Luca, A. Tami, *Il controllo della liquidità nelle strategie aziendali e nelle situazioni di crisi*, in *ODEC Milano*, 2016, p. 13 "*le variazioni del capitale circolante, esprimono la capacità della gestione aziendale di generare liquidità o attività liquidabili a breve scadenza e l'analisi dei relativi flussi è essenziale per comprendere ... come a fronte di risultati economici largamente positivo possa accompagnarsi un peggioramento della solvibilità dell'azienda, segnalata con una riduzione di capitale circolante netto*".

mentre nella disciplina di cui all'art. 46 TUB la rotatività è completamente esclusa, tant'è che parte della dottrina ha ritenuto, proprio per questo motivo, il privilegio *ex. art. 46 TUB* non assimilabile alla *floating charge* di diritto inglese nemmeno a livello concettuale¹³⁰.

Il comma 2 dell'art. 46 TUB stabilisce infatti che “*nell'atto* (costitutivo del privilegio speciale) *devono essere esattamente descritti i beni e i crediti sui quali il privilegio speciale viene costituito...*”. Questa previsione, che richiede l'esatta descrizione del bene, impedisce ogni possibile meccanismo di rotatività che invece è un effetto *ex lege* del pegno mobiliare non possessorio.

L'assenza di rotatività nel privilegio speciale *ex. art. 46 TUB* è una carenza che viene colmata dalla disciplina di cui al Decreto Banche, carenza che fa sentire il suo peso soprattutto per via del fatto che le imprese non possono garantire un finanziamento con il loro capitale circolante. Questa impossibilità porta anche ad una disparità di trattamento fra le imprese. Solo le imprese il cui patrimonio è formato nella maggior parte da immobilizzazioni possono fruire del privilegio di cui al TUB, mentre quelle che hanno una grande quantità di capitale circolante non ne possono fruire poiché non possono utilizzarlo a fini di garanzia.

A testimonianza della volontà e dell'esigenza delle imprese di fruire di una garanzia rotativa non possessoria si sottolinea che nella prassi è stato spesso aggiunto all'interno dell'atto costitutivo del privilegio speciale *ex. art. 46 TUB* l'obbligo di sottoscrivere un atto di pegno non possessorio di primo grado *ex. D.lgs. 59/2016* nel momento in cui il registro dei pegni non possessori fosse diventato pienamente operativo¹³¹.

Oltre all'elemento della rotatività quale elemento di differenza fra le due garanzie, risulta importante trattare dei rapporti di prevalenza fra il privilegio speciale e il pegno non possessorio, ossia chiedersi, qualora entrambe le garanzie ricadano su uno stesso bene, quale dei due creditori abbia la facoltà di soddisfarsi sul ricavato della vendita del bene con preferenza rispetto all'altro. La prima considerazione¹³² che in questo caso è opportuno fare è il riferimento all'art. 2748 cod. civ. il quale al comma primo dispone che il privilegio speciale, se la legge non dispone altrimenti, non può essere esercitato in pregiudizio del credito pignoratorio. La norma in questione risulta di grande utilità ma deve comunque essere letta in conformità all'art. 1 comma 10 del D.lgs. 50/2016 il quale stabilisce che per quanto non

¹³⁰ *Ex multis* F. Fiorentini, *Il pegno*, in *Trattato dei diritti reali*, Giuffrè, 2014, p. 108. Sul tema anche V. Occorsio, *La garanzia mobiliare non possessoria “fluttuante” nella prospettiva delle garanzie reali al finanziamento d'impresa*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2018, p. 25.

¹³¹ V. Occorsio, *La garanzia mobiliare non possessoria “fluttuante” nella prospettiva delle garanzie reali al finanziamento d'impresa*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2018, p. 25 nota n. 68.

¹³² F. Gazzoni, *Manuale di Diritto Privato*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2015, p. 664.

disposto dalla normativa, si applicano le disposizioni inerenti al pegno presenti nel Codice civile.

Considerato che all'interno della normativa del pegno mobiliare non possessorio non è previsto nulla in merito ai rapporti del pegno non possessorio con le altre garanzie, è ragionevole ritenere che non sia sbagliata l'applicazione delle corrispondenti norme del Codice civile ad integrare le eventuali lacune. Di conseguenza, siccome il pegno non possessorio rientra all'interno del *genus* della figura del pegno, si ritiene che abbia preferenza rispetto al credito garantito dal privilegio speciale *ex. art. 46 TUB*, la cui prelazione è quindi posposta solamente al pegno, al privilegio per le spese di giustizia e al c.d. *superprivilegio*¹³³ di cui all'art. 2751 *bis* cod. civ.

Parte della recente dottrina su questo aspetto invece mostra la presenza di alcuni dubbi sostenendo la prevalenza del privilegio speciale *ex. art. 46 TUB*, argomentando che la preferenza del pegno rispetto al privilegio spetterebbe esclusivamente al pegno ordinario con spossessamento, vedendo proprio nello spossessamento la giustificazione della preferenza accordata al legislatore¹³⁴. Sarà fondamentale per la comprensione di questa caratteristica dell'istituto, attendere le pronunce giurisprudenziali, in modo tale da chiarire questo dubbio, ancora attuale, di non scarsa rilevanza.

Sussistono numerose differenze anche in tema di escussione delle rispettive garanzie. In riferimento a questo particolare si sottolinea che l'escussione del pegno mobiliare non possessorio verrà esaminata più specificatamente all'interno del quarto capitolo, anche se è opportuno accennare alcune prerogative della normativa che rendono, in fase di escussione, il pegno mobiliare non possessorio nettamente più vantaggioso rispetto al privilegio *ex. art. 46 TUB*. Prima di trattare delle differenze in tema di escussione fra le due garanzie, è opportuno ricordare che per entrambe è prevista l'applicazione del D.lgs. 170/2004 emanato in attuazione della Direttiva CE 6 giugno 2002, n. 47. Tale normativa contiene un insieme di disposizioni legislative che disciplinano la fase di costituzione e di escussione delle garanzie finanziarie.

La legge nasce con lo scopo di agevolare l'escussione delle garanzie reali in caso di inadempimento del debitore o sottoposizione di quest'ultimo ad una procedura concorsuale, quando queste abbiano ad oggetto attività finanziarie. Secondo quanto previsto dall'art. 1 comma 1 lett. c del D.lgs. 170/2004 sono classificabili come "attività finanziarie", *inter alia*,

¹³³ Ai sensi dell'art. 2751-*bis* cod. civ. hanno il privilegio in questione i crediti di lavoro, i crediti dei professionisti, e i crediti delle società od enti cooperativi e delle imprese artigiane, nonché i crediti dei coltivatori diretti.

¹³⁴ A. Chianale, *Pegno non possessorio vs. privilegio ex art. 46 TUB: quale conviene?*, in *Diritto Bancario*, 2023, p. 3.

gli strumenti finanziari, i crediti in denaro derivanti da un contratto con cui un ente creditizio concede un prestito e il contante.

L'agevolazione che consente il decreto legislativo sulle garanzie finanziarie consiste nella possibilità di escutere la garanzia in autotutela. Infatti, secondo quanto previsto dall'art. 4 del decreto al verificarsi di un evento di escussione il creditore può procedere o alla vendita delle attività finanziarie oggetto della garanzia, appropriarsi delle attività stesse “*fino a concorrenza del valore dell'obbligazione finanziaria garantita*”¹³⁵ e utilizzare il contante oggetto della garanzia a soddisfacimento del proprio credito.

Se da un lato il D.lgs 170/2004 prevede la possibilità di escussione in autotutela anche in caso di apertura di una procedura concorsuale o di risanamento, dall'altro questa prerogativa, comune sia per il pegno ordinario che per il privilegio *ex art. 46 TUB* vale esclusivamente quando oggetto della garanzia sono attività finanziarie come definite dalla normativa.

Tuttavia, la normativa istitutiva del pegno mobiliare non possessorio sembra avere ripreso questa disciplina dando la possibilità ai creditori di fruire di prerogative analoghe a quelle del D.lgs. 170/2004. Infatti, secondo la normativa sul pegno mobiliare non possessorio i beni oggetto della garanzia possono essere anche attività non finanziarie e il requisito per i beni che siano oggetto del pegno *ex Decreto Banche* è solamente quello dell'inerenza all'attività di impresa.

Il D.lgs. 59/2016 prevede infatti, a differenza del privilegio speciale *ex art. 46 TUB*, la possibilità di escussione in autotutela nonché ulteriori facoltà per il creditore simili a quelle previste dall'art. 4 del D.lgs. 170/2004. In sostanza, a differenza del per il pegno non possessorio, in caso di costituzione di privilegio *ex art. 46 TUB* su beni che non siano attività finanziarie, il creditore dovrà procedere all'esecuzione ordinaria rischiando anche la falcidia, in caso di sottoposizione del debitore a procedura concorsuale¹³⁶.

La riflessione esposta, consistente nella sostituzione del privilegio *ex art. 46 TUB* con il pegno non possessorio, nasce dalla considerazione dell'impiego della *floating charge* inglese e nella consapevolezza che nel Regno Unito non esiste una garanzia come il privilegio speciale

¹³⁵ La previsione dell'appropriazione delle attività con il limite del valore dell'obbligazione finanziaria garantita serve per evitare che il creditore possa approfittare dell'inadempimento del debitore per ottenere una somma maggiore rispetto a quanto gli spetterebbe in ragione del proprio credito.

¹³⁶ In riferimento a questo aspetto si pensi all'applicabilità dell'istituto del *cram down* o del *cross class cram down* (detto anche “*Cram down* trasversale”) ossia uno strumento che permette l'approvazione forzata da parte del giudice del piano all'interno del concordato preventivo nel caso in cui in seguito al c.d. *best interest creditor test*, ci siano creditori che adottino un atteggiamento ostruzionistico nei confronti della procedura di approvazione del piano concordatario. Ne tratta M. Campobasso, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET, 2022, p. 461 e ss.

di cui il Testo Unico Bancario. La charge, per come si è sviluppata, ha impedito la creazione di una garanzia simile al privilegio bancario italiano, poiché costituisce nelle sue varianti *fixed* e *floating* un istituto sufficiente al perseguimento delle finalità che il legislatore italiano si è posto di raggiungere con l'introduzione del privilegio speciale di cui al TUB.

Allo stesso modo, in Italia, il pegno non possessorio pare essere un equivalente funzionale al privilegio *ex art. 46 TUB*, in quanto, ha una funzionalità più estesa e moderna in relazione alle esigenze del mercato del credito attuale.

In conclusione, ci si può ragionevolmente attendere che le banche e gli istituti di credito inizieranno a sostituire il privilegio di cui all'art. 46 TUB con il pegno mobiliare non possessorio, date le maggiori possibilità applicative, l'elemento della rotatività, assente nel privilegio speciale, e l'escussione in via di autotutela anche nel caso in cui i beni oggetto del pegno non siano attività finanziarie¹³⁷.

3.2 L'impiego della *floating charge* e del pegno mobiliare non possessorio all'interno del c.d. *project financing* o "finanza di progetto".

La *floating charge* e il nuovo pegno mobiliare non possessorio si prestano a numerose possibilità applicative in relazione al *project financing* o finanza di progetto. Prima di approfondire in che ambito della finanza di progetto si possono inserire le due garanzie è opportuno trattare delle origini e delle principali caratteristiche del *project financing*, definito da parte della dottrina non solo come un metodo economico ma come un vero e proprio "approccio filosofico"¹³⁸ volto alla realizzazione di determinati progetti o infrastrutture.

Il *project financing* può essere definito come una modalità di finanziamento di progetti pubblici o privati, sviluppatasi dapprincipio nei sistemi giuridici di *common law* e pervenuta in Italia, non solo attraverso una rapida circolazione dei modelli giuridici ma anche a causa della scarsità delle risorse della pubblica amministrazione nella realizzazione di infrastrutture ad interesse pubblico, che si concretizza nell'erogazione di un finanziamento ad una società

¹³⁷ Della stessa opinione anche A. Chianale, *Pegno non possessorio vs. privilegio ex art. 46 TUB: quale conviene?*, in *Diritto Bancario*, 2023, p. 3.

¹³⁸ G. Imperatori, *La Finanza di Progetto. Una tecnica, una cultura, una politica*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2003, p. 1. L'autore utilizza il termine Tedesco "*weltanschauung*" ossia "visione del mondo" a dimostrazione come il settore del *project financing* coinvolga non solo l'aspetto economico delle cosiddette "scienze sociali", ma anche quello giuridico. La finanza di Progetto si caratterizza quindi per essere un modello interdisciplinare ed internazionale, in quanto, come si approfondirà successivamente, vede le sue radici nei paesi di *common law*.

veicolo¹³⁹. Tale società veicolo definibile anche come *special purpose vehicle* (SPV) è partecipata da soci definiti “*sponsors*”. I finanziamenti concessi con la modalità della finanza di progetto non vengono concessi sulla base del merito creditizio degli *sponsors* ma sulla base del flusso di cassa che verrà generato dal progetto di cui la SPV è titolare. Infatti, come accennato poco sopra, la società di scopo viene costituita ai fini della realizzazione di un determinato progetto.

La tecnica del *project financing* risulta di grande utilità anche in riferimento al Partenariato Pubblico Privato (PPP)¹⁴⁰ in cui la realizzazione di progetti attraverso questa modalità di finanziamento è addirittura tipizzata dalla legge. Infatti, il D.lgs 31 marzo 2023, n. 36, in attuazione dell’articolo 1 della legge 21 giugno 2022, n. 78, recante delega al Governo in materia dei contratti pubblici, dedica alla finanza di progetto il Titolo IV e in particolare gli artt. 193 (procedura di affidamento), 194 (società di scopo) e 195 (obbligazioni della società di scopo).

Il debitore, all’interno del *project financing* è quindi una società veicolo che è indipendente giuridicamente ed economicamente dagli *sponsor*. La costituzione di una SPV è legata ad una pluralità di ragioni attinenti a motivi di carattere imprenditoriale e motivi di carattere legale. Il principale motivo di carattere imprenditoriale è basato sull’agevolazione che gli *sponsor* possono raggiungere attraverso la costituzione di una SPV.

Infatti, gli *sponsor* possono avere due tipologie di *business plans* sulla base dei quali costituire la società di scopo: vendere la società titolare del progetto oppure utilizzare la società a fini imprenditoriali propri ossia, ottenere un guadagno dalla distribuzione degli utili della SPV derivanti dall’operatività dell’impianto di cui è titolare¹⁴¹.

Viene adesso spontaneo chiedersi sulla base di quale criterio la società che decide di realizzare un determinato progetto, spesso con investimenti ingenti, decida per l’una o per l’altra strada. In questo caso, la società effettua una valutazione di convenienza attraverso una

¹³⁹ J. D. Finnerty, *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering*, Wiley, 3rd Edition, 2016, p. 14.

¹⁴⁰ L’impiego del modello del *project financing* all’interno dei rapporti fra privati e pubblica amministrazioni comporta vantaggi sia per l’una che per l’altra parte. Da un lato, infatti, l’amministrazione ha la possibilità di perseguire un interesse collettivo tramite la costruzione del progetto. Dall’altro il privato ha la possibilità di limitare l’eventuale impatto negativo derivante dal fallimento nella realizzazione dell’opera, siccome l’art. 195 del Nuovo Codice dei Contratti Pubblici, stabilisce per le operazioni sopra la soglia di cui all’art. 14 comma 1 lett. a, l’obbligo di costituzione di una società di scopo, separata economicamente e giuridicamente dagli *sponsors*. Dei vantaggi e degli svantaggi dell’impiego del modello di *project finance* all’interno del partenariato pubblico private ne tratta C. Giorgiantonio, V. Giovanniello, *Infrastrutture e project financing in Italia: il ruolo (possibile) della regolamentazione*, in *Questioni di Economia e Finanza*, novembre 2009, p. 7 e ss.

¹⁴¹ La società può volere sfruttare i flussi di cassa generati dal progetto a fini propri, nel caso in cui lo ritenga particolarmente conveniente.

stima dei flussi di cassa¹⁴² futuri generabili dal progetto considerato nella sua attività di funzionamento effettuando un paragone fra la somma che un investitore esterno sarebbe disposto a pagare per l'ottenimento di quel determinato impianto e i flussi di cassa generabili nel tempo dal progetto stesso.

Definito il motivo imprenditoriale alla base delle scelte della società, risulta evidente come la costituzione di un'entità giuridicamente separata dagli *sponsor* per la realizzazione del progetto risulti la miglior scelta¹⁴³.

Infatti, sia nel caso in cui la società voglia vendere il proprio progetto imprenditoriale, perché un terzo investitore ha offerto una somma cospicua, sia nel caso in cui la società voglia utilizzare il progetto a fini di investimento personale, costituire una società separata, da sicuramente più autonomia di scelta, anche a fronte di cambi e scostamenti di decisione futuri che possono essere sempre dietro l'angolo¹⁴⁴.

Ragionando *a contrario* la mancata costituzione di una società separata per la realizzazione del progetto, anche se apparentemente sembrerebbe una procedura meno carica di oneri legali e burocratici (*i.e.* la costituzione della società presso un notaio e la conseguente registrazione presso il registro delle imprese), nel lungo termine porterebbe gli *sponsors* ad avere meno margine di manovra nel caso in cui decidessero di vendere la società ad un offerente terzo.

Questo margine di manovra rappresenta il *quid pluris*, difficile da valutare in termini meramente economici, che fa propendere gli *sponsors*, o anche le persone fisiche con progetti imprenditoriali ambiziosi, alla costituzione di una società separata. Per quanto riguarda invece la ragione *legale*, riflette la comune e percepita tutela che la costituzione di una società separata conferisce, in quanto si può di fatto costituire un patrimonio separato per la realizzazione di un determinato affare o progetto, separando ed escludendo la responsabilità dei soci della società veicolo.

¹⁴² Per la stima dei flussi di cassa si utilizza di frequente in modello W.a.c.c. di cui si è trattato al capitolo secondo.

¹⁴³ M. Ricchi, *Finanza di Progetto, Contributo pubblico, Controllo ed Equità: le concessioni sono patrimonio pubblico*, in *Unità Tecnica e Finanza di Progetto*, 2006, p. 13. Nel presente, Ricchi, afferma la necessità per gli investitori di costituire un *ring fence* mediante la costituzione della società di scopo, che già di per sé "*realizza una garanzia per la (buona) riuscita del procedimento*".

¹⁴⁴ Prendendo in considerazione il settore della realizzazione di impianti nell'ambito dell'energia rinnovabile, ad esempio, la realizzazione di un parco eolico, al variare del prezzo dell'energia, che viene venduta a Terna S.p.a attraverso un'apposita convenzione, varia "*l'appetibilità*" della proposta economica di un terzo intenzionato ad acquistare la società veicolo titolare del relativo parco eolico. Di conseguenza, come si specificherà più avanti, la società è chiamata a effettuare un'attenta valutazione dei flussi di cassa che però non potrà mai essere precisa al 100% date le incertezze che qualunque attività imprenditoriale sconta sul futuro del settore industriale all'interno del quale opera.

3.2.1 Il c.d. *security package* nelle operazioni di *project financing*: un possibile inserimento delle garanzie non possessorie.

All'interno di una operazione di *project financing*, si possono ritrovare diverse fonti di finanziamento. La prima è l'impiego del capitale proprio o *equity*, ossia l'utilizzo dei conferimenti effettuati dai soci di una società ai fini della realizzazione del progetto. Tuttavia, spesso il capitale proprio dei soci non è sufficiente soprattutto nel caso di realizzazione di progetti di grande dimensione. Di conseguenza risulta indispensabile attingere al capitale di debito, concesso nella maggior parte dei casi da banche o istituti di credito.

Ai fini della concessione del capitale di debito è necessario che il credito sia garantito da un pacchetto di garanzie o *security package*, il quale secondo la prassi italiana precedente al pegno non possessorio di norma è composto da un pegno sui conti correnti della società di scopo, un pegno quote o azioni, a seconda che la SPV sia una s.r.l. o una S.p.A., un pegno o una cessione di crediti in garanzia, l'ipoteca sui terreni su cui sorge il progetto¹⁴⁵, il privilegio speciale *ex. art. 46 TUB*, nel caso l'operazione di *project financing* si inserisca all'interno del partenariato pubblico privato anche il privilegio generale *ex. art. 199 d.lgs. 31 marzo 2023, n. 36*¹⁴⁶ ed eventuali garanzie personali come lettere di credito, fidejussioni e contratti autonomi di garanzia¹⁴⁷.

In generale le garanzie presenti all'interno di un *security package* si differenziano in garanzie notarili, per la cui costituzione è necessario un atto redatto da un notaio, e garanzie non notarili per la cui costituzione è sufficiente la forma scritta, anche se non autenticata o redatta da notaio. All'interno delle garanzie non notarili rientrano le cessioni in garanzia di crediti che la società di scopo accumula all'interno del suo attivo patrimoniale durante

¹⁴⁵ L'ipoteca può sorgere sul terreno in quanto la società di scopo sia titolare del relativo diritto di proprietà oppure nel caso in cui sia titolare del diritto di superficie.

¹⁴⁶ La norma prevede che: "I crediti dei soggetti che finanziano o rifinanziano, in qualunque forma, la realizzazione di lavori pubblici, di opere di interesse pubblico o la gestione di pubblici servizi hanno privilegio generale, ai sensi degli articoli 2745 ss. cod. civ., sui beni mobili, ivi inclusi i crediti, del concessionario, delle società di scopo, delle società affidatarie, a qualunque titolo, di contratti di partenariato pubblico privato, oppure di contraenti generali".

¹⁴⁷ G. B. Nuzzi, *Il project financing in Italia: esperienze e prospettive*, in *Diritto del commercio internazionale*, 1998, p. 692. Tratta del *security package* anche J. D. Finnerty, *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering*, Wiley, 3rd Edition, 2016, p. 117 il quale menziona anche nel *security package* la presenza di accordi fra la società di scopo (SPV) e i finanziatori sulla base di quali la società mutuataria non può compiere da contratto determinate tipologie di investimenti, pagare dividendi agli *equity investors* e vendere o cedere in *lease back* i beni aziendali. Sul tema anche B. R. Kumar, *Project finance: structuring, valuation and risk management for major projects*, Springer, 2022, p. 69.

l'ordinaria attività di gestione anche se sono frequentemente previste cessioni di crediti derivanti da finanziamenti infragruppo.

In Inghilterra invece il *security package* nelle operazioni in modalità di *project financing* nella prassi varia a seconda di quale sia la società titolare del progetto che deve essere realizzato. Infatti, nel caso in cui ai fini della realizzazione di un progetto venga costituita la società veicolo, si utilizza: una *floating charge* sul complesso dei beni aziendali, compresi i *current assets*, e una *fixed charge* sulle immobilizzazioni materiali e in generale su tutti i beni ad utilità pluriennale nel tempo.

È proprio in questa circostanza che si può apprezzare particolarmente l'utilità della *floating charge* che, a differenza del pegno mobiliare non possessorio, può gravare su tutto il patrimonio aziendale, caratteristica che la rende molto conveniente nel caso di costituzione della società veicolo. Il pegno non possessorio ex. D.lgs. 59/2016, invece, può solamente gravare sui beni mobili con la conseguenza dell'incompatibilità di una sua costituzione sull'azienda intera ex. art. 2555 cod. civ.

Al contrario, nel caso in cui la società titolare del progetto non sia una società veicolo, il pacchetto di garanzie sarà differente, in quanto, non potrà essere costituita una garanzia sull'intero complesso aziendale, ma dovranno essere selezionati singoli beni come *collateral* di un *mortgage* oppure di un *lien*. Sarà comunque possibile costituire una *floating charge* solamente su determinati beni della società, ad esempio su tutti i beni a consistenza variabile.

Le differenze fra pegno non possessorio e *floating charge* in relazione al *security package*, si assottigliano nell'ipotesi in cui il progetto venga realizzato senza la costituzione di una società veicolo. Infatti, la *floating charge* e il pegno ex. D.lgs. 59/2016 risultano molto simili fra di loro sotto due punti di vista. Il primo è che si restringe la cerchia di beni su cui la *floating charge* può essere costituita, cerchia che risulta essere fondamentalmente¹⁴⁸ la stessa di quella su cui può essere costituito un pegno non possessorio. Infatti, non potendo la *floating charge* essere più costituita su tutti i beni della società, potrà essere costituita, o almeno, risulta conveniente costituirlo solamente sui *current assets* oppure su singoli beni mobili. Come si può notare quindi, la cerchia di beni è la stessa del pegno non possessorio, il quale può essere costituito sui beni mobili purché siano inerenti all'esercizio dell'impresa.

¹⁴⁸ A rigore la *floating charge* potrebbe essere costituita anche su un bene immobilizzato, anche se tale ipotesi non risulta conveniente considerato che in quel caso, la garanzia che meglio si presta al raggiungimento dello scopo è la *fixed charge*. Quest'ultima ha anche un diverso e più conveniente grado di preferenza rispetto alla *floating charge*, nel caso in cui venga costituita su un singolo bene aziendale. Nella prassi, quindi la *floating charge* viene costituita o su tutto il complesso aziendale, oppure su i *current assets* in modo da assicurare al debitore la disponibilità dei propri beni.

Il secondo aspetto che, a livello pratico, rende più vicine le garanzie nel caso in cui non venga costituita una società di scopo per la realizzazione del progetto, è quello per cui la *floating charge* non è più sufficiente da sola, o quantomeno accompagnata da una *fixed charge* a formare l'intero *security package* in una operazione in modalità di *project financing*. Infatti, esattamente come nel caso di impiego di pegno non possessorio, dovranno per forza essere costituite altre garanzie.

La *floating charge* risulta quindi fornire il massimo potenziale di copertura del rischio nel caso in cui venga costituita sull'intero complesso dei beni della società progetto. In relazione a ciò emerge anche un'ulteriore differenza rispetto all'articolazione del *security package* nel caso in cui l'operazione sia effettuata impiegando un pegno mobiliare non possessorio. Infatti, una delle caratteristiche principali della *floating charge* che verrà approfondita più dettagliatamente nel quarto capitolo, è quella per cui, in caso inadempimento da parte del debitore, il creditore titolare della garanzia può nominare un *administrative receiver* che assuma temporaneamente il controllo dell'impresa con l'obiettivo di fare gli interessi del creditore che rappresenta e allo stesso tempo l'obbligo di non danneggiare dolosamente l'impresa che è chiamato ad amministrare.

Tale caratteristica, invece, è assente nel pegno non possessorio tant'è che la mancanza deve essere colmata da un ulteriore atto, ossia un contratto costitutivo di pegno sulle azioni o sulle quote della società veicolo, di modo che, in caso di *default* il creditore possa prenderne il controllo esattamente come un *floating charge holder* può assumere il controllo della società attraverso la nomina dell'*administrative receiver* di cui si tratterà nel capitolo seguente. Si ricorda anche che l'istituto dell'*administrative receivership* è intrinseco a quello della *floating charge* e non può essere inserito all'interno della categoria delle *insolvency procedures*.

La garanzia non possessoria, che sia *floating charge* o un pegno mobiliare non possessorio (la scelta dipende sulla base della legge applicabile al contratto di finanziamento: infatti, nel caso in cui sia applicabile la legge inglese è più conveniente utilizzare la *floating charge*, mentre nel caso in cui il contratto sia regolato da legge italiana, si deve utilizzare il nuovo istituto del pegno mobiliare non possessorio) a livello concettuale può essere di fondamentale importanza, perché si può inserire all'interno del pacchetto di garanzie che assistono un contratto di finanziamento.

Infatti, indipendentemente dal progetto di cui la società di scopo è titolare, si tratta comunque della realizzazione di un'attività imprenditoriale che genera, almeno astrattamente, flussi finanziari nel tempo, al fine di ripagare l'investimento iniziale. Da questa premessa, si può concludere che una delle caratteristiche delle attività imprenditoriali, qualunque esse siano,

è quella di avere una certa percentuale del proprio attivo in *current assets*. All'interno di questa categoria, come specificato nel primo capitolo rientrano quei prodotti, che nel corso della catena del valore, subiscono modifiche. Ad esempio, le materie prime, in seguito al processo di lavorazione, diventano semilavorati, e alla fine prodotti completi pronti per essere venduti.

Esattamente come lo scopo della *floating charge* è quello di essere costituita sui beni a consistenza variabile, in questo paragrafo si vuole evidenziare, prendendo esempio dalla garanzia inglese, come anche in Italia, con il nuovo pegno mobiliare non possessorio uno dei possibili campi di applicazione sia sui *current assets*.

Infatti, lo sfruttamento della rotatività, tipica della *floating charge* e del nuovo pegno non possessorio, porterebbe due tipologie di vantaggi durante la realizzazione dell'operazione in *project financing*. Il primo è quello per cui all'interno della finanza di progetto i beni a consistenza variabile, come i *current assets* possono essere alienati dai creditori nel caso in cui si verifichi uno *default event* previsti all'interno dei contratti di finanziamento¹⁴⁹.

Infatti, i contratti di finanziamento al loro interno prevedono l'obbligo per la SPV di rispettare un p.e.f. ossia un "piano economico finanziario" che consiste in una serie di previsioni dei flussi di cassa che il progetto sarà in grado di generare in futuro. Connessi al p.e.f. ci sono dei c.d. *ratios* i quali fungono da criteri per misurare il rispetto o meno del piano economico finanziario.

Se l'analisi dei *ratios*, tenuti sotto stretta osservazione dai finanziatori, mostra che il progetto non è più in grado di produrre un determinato flusso di cassa, scatta un *default event*, che porta all'escussione di tutte o parte delle garanzie connesse ai contratti di finanziamento compresa, anche eventualmente la *floating charge* o il pegno non possessorio costituito sui *current assets*.

D'altro lato, il vantaggio che porta al debitore l'impiego della garanzia non possessoria è l'aumento della bancabilità di tutto il progetto imprenditoriale. Bancabilità che corrisponde ad alla capacità di un determinato progetto di avere un merito creditizio sufficiente all'ottenimento di finanziamenti da parte di istituti di credito¹⁵⁰, cosa di fondamentale importanza nel settore della finanza di progetto.

¹⁵⁰ M. Ricchi, *Project Financing e Floating Charge: garanzie per i finanziatori, pignoramento di beni a consistenza variabile e spossessamento cooperativo*, in *Economia e Diritto del Terziario*, 2005, p. 275.

3.2.2. La copertura del rischio generico nelle operazioni di *project financing*.

Uno spazio di utilizzo della garanzia non possessoria è riscontrabile anche in relazione alla ripartizione e alla mitigazione dei rischi connessi alle operazioni svolte in modalità di finanza di progetto. Premesso che il rischio principale per un finanziatore sia il mancato soddisfacimento del suo credito, il quale può non essere ripagato per una pluralità di motivi, la mitigazione del rischio finanziario si pone quale tema centrale all'interno della concessione di un finanziamento e il modo più semplice e intuitivo per mitigare un rischio finanziario per una banca è quello di coprirsi attraverso una garanzia sui beni della società mutuataria.

Tuttavia, uno dei problemi all'interno dei contratti di finanziamento è quello di individuare in modo sufficientemente analitico tutti i rischi specifici da cui coprirsi attraverso la costituzione di garanzie reali su beni della società di scopo.

Un errore in cui si potrebbe cadere sarebbe dunque quello di lasciare “scoperti” alcuni rischi, con la conseguenza per cui il finanziatore non sarebbe coperto su un piano generale, ma sarebbe coperta solamente quella parte di finanziamento corrispondente al valore del bene con cui il finanziamento stesso viene garantito, con l'esito per cui se per un motivo o per l'altro il bene si svaluta o non diventa più centrale per la realizzazione di un progetto, il finanziatore si trova completamente scoperto.

Per spiegare in modo più approfondito il concetto, si illustra il seguente esempio: si pensi ad un finanziatore che abbia concesso un prestito ad una società di scopo, per la realizzazione di un impianto di produzione di energia rinnovabile da costruirsi su un determinato appezzamento di terreno.

Il finanziatore, avendo chiesto una garanzia ipotecaria sul diritto di superficie e/o di proprietà inerente a una particella catastale di terreno, su cui verrà costituito parte del progetto, si rende conto di essere stato privato della sua garanzia, quando il progetto, a seguito di cambiamenti in corso d'opera non potrà più essere costituito sulla particella di terreno ipotecata, siccome, ad esempio, ci si accorge che nel corso degli ultimi 15 anni l'area è qualificabile come una zona boschiva percorsa dal fuoco e che quindi ai sensi dall'art. 10 della L. del 21 novembre 2000, n. 353 “ *Le zone boscate ed i pascoli i cui soprassuoli siano stati percorsi dal fuoco non possono avere una destinazione diversa da quella preesistente all'incendio per almeno quindici anni*”.

Il finanziatore si troverà praticamente senza nessuna forma di garanzia, in quanto in seguito a questo vincolo, il suo terreno perderà di valore e di conseguenza, in caso di escussione, il bene non avrà praticamente alcuna commerciabilità in quanto sottoposto al vincolo di cui all'art. 10 della L. 353/2000.

Orbene, se la garanzia non possessoria è per natura rotativa, è idonea ad essere costituita su beni che, siccome sono a c.d. “consistenza variabile”, non si trovano in un rapporto di correlazione diretta con un rischio specifico ma tutelano il finanziatore da un punto di vista generale. Infatti, dato che la garanzia non è legata ad un singolo bene, ma è “fluttuante”, è idonea a mitigare i rischi di insuccesso dell’intera operazione.

Tornando all’esempio fatto in precedenza, il finanziatore, qualora oltre all’ipoteca sul terreno avesse costituito una garanzia non possessoria rotativa (*i.e. floating charge* o pegno mobiliare non possessorio, a seconda della legge applicabile) sulle materie prime, avrebbe potuto avere una copertura dal rischio della svalutazione del terreno sul quale originariamente aveva costituito un’ipoteca a garanzia del proprio finanziamento.

Infatti, il pregio di una garanzia non possessoria è proprio quello di essere fluttuante non solo in riferimento al bene su cui grava, ma anche al rischio che copre.

Inoltre, i beni a consistenza variabile, per parte della dottrina¹⁵¹ sono idonei anche a tutelare i finanziatori durante il momento in cui il rischio di credito all’interno di una operazione realizzata in *project financing* è massimo, ossia quando il progetto è stato finanziato ma non è ancora pienamente operativo.

Tale arco temporale è particolarmente rischioso per gli investitori in quanto, la loro primaria garanzia, ossia i flussi di cassa generati dal progetto, è ancora completamente assente. Come affermato, un creditore potrebbe ovviare a questo rischio, attraverso la predisposizione di una garanzia non possessoria sui beni a consistenza variabile, i quali sono particolarmente ingenti in fase di realizzazione dell’opera.

Un ulteriore elemento da tenere in considerazione, a sostegno dell’utilità di costituire una garanzia non possessoria all’interno delle operazioni di *project financing* è che i beni a consistenza variabile non solo possono avere una funzione di garanzia, ma anche avere una capacità di generare valore capace di estinguere il debito.

Infatti, se si tiene in considerazione il normale ciclo produttivo di un’azienda, si può notare come le materie prime, nel corso della trasformazione, acquistano un maggior valore economico, che si traduce in valore monetario nel momento in cui si procede alla vendita di prodotti finiti presenti all’interno del magazzino.

Di conseguenza i *current assets* possono essere valorizzati anche come un mezzo di estinzione del finanziamento e non solamente come un bene da sottoporre a garanzia. Infatti,

¹⁵¹ M. Ricchi, *Project Financing e Floating Charge: garanzie per i finanziatori, pignoramento di beni a consistenza variabile e spossessamento cooperativo*, in *Economia e Diritto del Terziario*, 2005, p. 275.

nel momento in cui l'impresa procede alla vendita di un prodotto sul mercato, parte del denaro ottenuto dalla vendita del prodotto, sarà destinato alla ricostituzione delle scorte, mentre il surplus economico, ossia l'utile derivante dalla singola transazione potrà essere impiegato per estinguere il debito.

3.2.3 Pegno mobiliare non possessorio e *floating charge* all'interno dei contratti di finanziamento con clausole di *non-recourse* o *limited recourse*.

Un ulteriore impiego della garanzia non possessoria è in relazione ad alcune particolari tipologie di clausole presenti nella prassi all'interno dei c.d. "*facility agreements*" (contratti di finanziamento). Come si approfondirà, la garanzia non possessoria può permettere la migliore funzionalità di queste tipologie di clausole che sono volte a disciplinare la responsabilità dei soci della società di scopo che sarà titolare del progetto in un'operazione di *project financing*. Si evidenzia anticipatamente che le riflessioni che seguono, valgono sia per il pegno non possessorio, sia per la *floating charge*, in quanto molte delle clausole dei contratti di finanziamento sono state sviluppate nella prassi del commercio internazionale, e poi successivamente si sono diffuse anche all'interno del sistema giuridico italiano.

All'interno del *security package*, oltre alle garanzie reali più comuni, si aggiungono, nei contratti di finanziamento, le clausole *non recourse*, *limited recourse* e *full recourse*. Come accennato, tali clausole hanno lo scopo di regolare la forma di responsabilità nei cfr. degli *sponsors*. A primo impatto, si potrebbe immediatamente obiettare che siccome la società di scopo costituita per la realizzazione di un progetto è una S.r.l. o una S.p.a. non ci sarebbe bisogno di disciplinare la responsabilità dei soci, in quanto tali forme di società prevedono già di per sé la responsabilità limitata.

Tuttavia, nella prassi delle operazioni di *project financing*, all'interno dei contratti di finanziamento, i creditori chiedono, oltre al generale *security package* sopra descritto, anche delle garanzie personali dei soci, di modo che il c.d. "*principal*" e "*coupon rate*" (tasso di interesse) abbiano una maggiore probabilità di soddisfacimento, nell'eventualità in cui le garanzie reali prestate dalla SPV non siano sufficienti.

Le clausole *non-recourse* sono particolarmente vantaggiose per gli *sponsors* e corrispondono ad una limitazione della responsabilità di rimborso del finanziamento ricevuto, esclusivamente alla società di scopo costituita per la realizzazione del progetto. I contratti di finanziamento che contengono le clausole *non-recourse* limitano quindi l'aspettativa di

recupero del creditore ad uno specifico bene o insieme di *assets* (nel caso di *project finance* alla SPV) in grado di generare un flusso di cassa nel tempo.

L'esclusività dell'aspettativa di recupero del creditore attraverso la clausola di *non-recourse* può essere impostata in varie modalità di cui si vuole dare una breve enunciazione. La prima è quando il contratto di finanziamento prevede che solamente i flussi di cassa generabili da un determinato bene possano essere quelli da cui il creditore ottenga il denaro per il soddisfacimento del proprio credito.

La seconda è che l'aspettativa di recupero del creditore sia limitata ad un particolare *asset* nella sua traduzione in valore economico. In altre parole, a garantire il creditore non è più il flusso di cassa che può essere generato da tale *asset* ma l'*asset* in sé e per sé¹⁵².

La terza accezione è la consegna dell'*asset* dal debitore al creditore, con la pattuizione della restituzione del valore in eccedenza rispetto al credito garantito, in altre parole una delle possibili configurazioni della clausola *non recourse* è il Patto Marciano.

La clausola di *limited recourse* invece è la forma più utilizzata dato che permette ai finanziatori di avere una garanzia ulteriore rispetto al flusso di cassa generato dalla società di scopo titolare del progetto. Ai fini della restituzione della somma di denaro prestata in qualità di finanziamento alla società di scopo, viene pattuito che gli *sponsor* (ossia i soci della SPV) siano parzialmente responsabili, a livello personale, dell'inadempimento della SPV, nel caso in cui il flusso di cassa generato dal progetto non sia sufficiente alla restituzione del finanziamento.

La possibilità dei finanziatori del progetto di rivalersi sui soci della SPV nel caso di presenza all'interno del contratto di finanziamento di una clausola di *limited recourse* può articolarsi in tre tipologie¹⁵³:

- 1) Una serie di obblighi contrattuali che coinvolgano tutti i soci della SPV all'interno di uno schema di responsabilità;
- 2) Eventuale presenza di obblighi di rivalsa contro solo una parte dei soggetti titolari di quote all'interno della società di scopo;
- 3) Presenza di garanzie tradizionali su tutti i beni della SPV. Come si è notato in precedenza, nel caso di clausola *non-recourse*, il finanziatore vede limitata

¹⁵² G. Meo, *Le limitazioni della responsabilità patrimoniale con efficacia inter partes e i non-recourse e limited loans*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022, p. 369-383.

¹⁵³ G. Imperatori, *La Finanza di Progetto. Una tecnica, una cultura, una politica*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2003, p. 51 e ss.

l'aspettativa di recupero del credito esclusivamente al flusso finanziario generato da un determinato bene o dall'attività in generale della società;

Ovviamente una tale tipologia di responsabilità deve essere indicata e specificata nel contratto a livello molto dettagliato siccome rappresenta una deroga alla limitazione di responsabilità che caratterizza la società per azioni e la società a responsabilità limitata. Infine, la clausola *full-recourse* prevede la piena responsabilità dei soci della SPV per i debiti della stessa.

In riferimento alla clausola di *non-recourse* si presenta un problema che ne potrebbe compromettere la corretta operatività con la conseguenza risulta essere necessaria la costituzione di garanzie reali sui beni della società. Infatti, se il creditore limitasse in via contrattuale la sua aspettativa di soddisfacimento del proprio credito esclusivamente al flusso di cassa o al valore dell'*asset* oggetto del patto, sarebbe comunque esposto all'aggressione del bene anche da parte di altri creditori siccome il patto, essendo contenuto in un contratto fra le parti ha efficacia solamente fra di esse come previsto dall'art. 1372 comma 2 cod. civ.¹⁵⁴.

Non potrebbe ovviare a questo problema nemmeno una previsione all'interno del contratto di finanziamento di un *negative pledge* (pegno negativo), per il fatto che in ogni caso il bene oggetto della pattuizione (ossia il bene da cui proviene il flusso finanziario posto a garanzia del creditore) potrebbe essere anche aggredito da creditori chirografari.

Dato dunque che una delle principali caratteristiche delle clausole *non-recourse* è quella di vincolare un determinato bene o insieme di beni produttivi di *cash-flow* e dato che si è esposto come sia necessario accompagnare tale clausola, affinché possa averne un senso la sua predisposizione, da una garanzia reale, si deve concludere che il pegno mobiliare non possessorio o la *floating charge* si possono prestare perfettamente ad ovviare al problema esposto.

Infatti, potrebbe essere costituita una garanzia non possessoria, non solo, all'interno del classico *security-package* previsto per le operazioni di *project financing*, ma anche in relazione alla corretta funzionalità della clausola di *non-recourse*, la quale, per definizione prevede che sia vincolato un bene produttivo, quindi un bene che sia o autonomamente in grado di produrre del flusso di cassa, oppure un bene che anche se non produce autonomamente *cash flow* ha una posizione necessaria nella "catena di produzione del valore" dell'impresa che, in relazione alla finanza di progetto, è la società di scopo.

¹⁵⁴ La norma infatti prevede che: " Il contratto non produce effetto rispetto ai terzi, che nei casi previsti dalla legge."

Questa conclusione rappresenta quindi una modalità di utilizzo dell'istituto del pegno mobiliare non possessorio in conformità con la prassi inglese che, come specificato precedentemente, prevede l'inserimento di una *floating charge* all'interno del *security package* che assiste il finanziamento. Infatti, l'impiego della clausola di *non-recourse* di matrice anglosassone, nasce con la previsione di essere accompagnata da una garanzia sui beni stessi dell'impresa (quindi sul patrimonio aziendale nel suo complesso) oppure sui singoli beni in grado di produrre del *cash-flow*.

In questo senso il pegno non possessorio può rappresentare in Italia, un equivalente funzionale, di ciò che in Inghilterra rappresenta la *floating charge*. In altri termini, siccome in Inghilterra il corretto funzionamento della clausola di *non-recourse* è assicurato dalla presenza almeno di una *floating charge* sui beni dell'impresa (di modo che i beni siano almeno coperti dall'aggressione dei creditori chirografari) si intende parallelamente riproporre questo impiego della garanzia, considerabile almeno in Inghilterra un effetto derivante dalla naturale combinazione di clausola di *non-recourse* e *floating charge*, per il pegno mobiliare non possessorio, il quale, in accostamento con la clausola di *non-recourse* ne migliora la funzionalità.

Analizzando questa applicazione pratica del pegno non possessorio si può effettuare un'ulteriore considerazione, ossia che, non solo tramite l'accostamento pegno non possessorio – clausola di *non-recourse* si incrementa il profilo di funzionalità di quest'ultima, ma che un impiego del genere del pegno non possessorio, renderebbe la clausola di *non-recourse* molto più efficace, in quanto, a differenza della *floating charge* che soccombe di fronte a tutti i creditori privilegiati salvo i chirografari, il pegno non possessorio, come la giurisprudenza avrà modo di confermare, assume lo stesso grado del pegno dato che, l'art. 1 comma 10 del D.lgs. 59/2016, disciplinante la garanzia, afferma che per quanto non previsto dalla legge, si applicano le disposizioni in tema di pegno. Si giungerebbe quindi, in riferimento all'ordinamento Italiano, ad una situazione in cui la clausola di *non-recourse* avrebbe una forza maggiore rispetto all'equivalente di diritto Inglese, nel caso in cui fosse assistita solamente da una *floating charge*.

Questo aspetto della legislazione potrebbe essere sfruttato anche per attrarre investitori esteri dall'Italia, in particolare, per la realizzazione di opere infrastrutturali di produzione di energia rinnovabile. L'energia prodotta dagli impianti non solo è un bene mobile, (quindi a rigore suscettibile di essere il *collateral* di un pegno non possessorio) ma è anche una fonte di produzione di denaro, siccome viene venduta alle varie aziende operanti sul mercato energetico. Rappresentando quindi l'energia il principale valore di una società veicolo titolare

dell'impianto di produzione di energia rinnovabile, un'eventuale clausola di *non-recourse* la cui efficacia è sostenuta da un pegno non possessorio, avente lo stesso grado di prevalenza di un pegno, potrebbe attrarre investitori esteri ad avviare opere di energia rinnovabile nel nostro paese.

La costituzione di un pegno mobiliare non possessorio a favore del creditore potrebbe quindi essere particolarmente utile anche in relazione a questo aspetto, e di conseguenza ampliare l'utilizzo delle clausole *non-recourse*, le quali che limitano di fatto la responsabilità patrimoniale degli *sponsors*, potrebbero invogliare più soggetti ad intraprendere operazioni di finanza di progetto anche in relazione al partenariato pubblico privato, e quindi contribuire ad un più celere raggiungimento dell'interesse collettivo mediante la realizzazione di opere pubbliche infrastrutturali.

Dall'altro lato invece, i creditori non riceverebbero alcun danno, in quanto, se è vero che da un lato, adottando una clausola *non-recourse* si sono obbligati a non chiedere alcunché agli *sponsor*, dall'altro possono beneficiare di una garanzia sui beni della SPV, sicuramente più forte, flessibile e con meno oneri burocratici rispetto al privilegio speciale *ex. art. 46 TUB* o al privilegio generale *ex. art. 199* del Nuovo Codice dei Contratti Pubblici, il quale oltre a soccombere di fronte ad un pegno, non attribuisce nemmeno il diritto del creditore di escutere il bene nel caso in cui questo sia stato venduto ad un terzo. Una tale prerogativa è invece consentita dalle norme che disciplinano la fase di escussione del pegno mobiliare non possessorio.

3.3 Il pegno mobiliare non possessorio nella fusione inversa a seguito ad acquisizione con indebitamento o “*merger leveraged buy-out*”.

La garanzia non possessoria può sicuramente trovare un'applicazione anche in riferimento alle operazioni di *merger leveraged buy-out*, ossia le operazioni di fusione in seguito ad acquisizione con indebitamento. In Italia tale istituto è disciplinato dall'art. 2501-*bis* del Codice civile, che lo regola e lo autorizza al rigoroso rispetto di determinate

condizioni¹⁵⁵. Invece per quanto riguarda la normativa applicabile in Regno Unito il riferimento principale è quello di cui alla Sec. 678 del *Companies Act* del 2006.

Prima di comprendere in che ambito dell'operazione si possa inserire il pegno mobiliare non possessorio è necessario illustrare i caratteri generali dell'operazione e in seguito analizzare i limiti imposti dalla normativa Italiana di cui all'art. 2501-*bis* cod. civ e da quella Inglese.

L'operazione di *merger leverage buy-out* non è altro che una modalità attraverso cui una società *holding* acquisisce un'altra società detta "*target*" e come specifica il termine (*buy-out*), la caratteristica principale è che l'acquisizione della *target* non avviene attraverso mezzi propri della *holding* ma attraverso il ricorso all'indebitamento, che permette alla *holding* di avere sufficienti risorse finanziarie per l'acquisto delle azioni o quote della c.d. società obiettivo.

L'*iter* si avvia con la costituzione di una società veicolo, c.d. "*NewCo.*" da parte della *holding*. La *NewCo.* è il veicolo attraverso cui la società madre acquista la società *target*. La *NewCo.* è di solito sottocapitalizzata e non ha di per sé le risorse per effettuare l'acquisizione della *target*. Stipula quindi, con un istituto di credito un finanziamento, il cui scopo è finanziare l'acquisizione della *target*.

Tale finanziamento viene garantito da una fusione fra la *target* e la *NewCo.* in modo tale che la banca mutuante possa basarsi sui flussi di cassa generati dal *business* della *target* per ottenere il rimborso del proprio finanziamento.

Come si può notare, la logica alla base del rimborso del finanziamento è la stessa sulla quale è impostato il *project financing*, tant'è vero che il *merger leveraged buy-out* viene frequentemente utilizzato anche in questo settore per acquisire la società titolare del progetto, nel caso in cui il progetto imprenditoriale degli *sponsors* sia volto alla vendita della stessa.

Frequentemente, la fusione fra la società *target* e la *NewCo.* è una fusione inversa, che determina l'incorporazione della *NewCo.* all'interno della *target*. All'apparenza, l'operazione risulta pienamente corretta, tuttavia una delle tematiche che emergono dall'illustrazione della disciplina è quella di una possibile violazione del divieto di "*financial assistance*" ex art. 2358 del Codice civile, in quanto, il debito creatosi per il rimborso del finanziamento volto a sostenere l'acquisizione, va a gravare sulla società *target*, il cui patrimonio, di fatto, viene posto a garanzia per l'acquisto delle sue stesse azioni.

¹⁵⁵ G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale 2, Diritto delle società*, UTET, 2019, p. 653.

La fattispecie potrebbe quindi rientrare all'interno del divieto di cui all'art. 2358 del Codice civile di cui si ritiene opportuno fornire un'illustrazione anche a livello comparatistico illustrando l'analoga disciplina nel Regno Unito. Per poi successivamente approfondire la possibilità di inserire nel contratto di finanziamento un pegno mobiliare non possessorio sui beni della *target* a garanzia della restituzione della somma impiegata per l'acquisizione delle partecipazioni.

3.4 Il rapporto fra il divieto di *financial assistance* ex. Art. 2358 cod. civ. e l'operazione di *merger leveraged buy-out*.

L'art. 2358 cod. civ. vieta alla società: “*la possibilità diretta o indiretta di accordare prestiti, di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle condizioni previste dal presente articolo*”. L'attuale testo risale al recepimento della Direttiva 2006/68/CE, mediante il D.Lgs. del 4 agosto 2008, n. 142, infatti, prima di tale recepimento il divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto delle proprie azioni era assoluto e privo di eccezioni.

Secondo parte della dottrina¹⁵⁶ la *ratio* alla base del rigore della disciplina previgente era quella di assicurare la neutralità della società rispetto alle vicende riguardanti il capitale sociale e anche di evitare possibili abusi da parte degli amministratori a favore di un socio o di un altro. In altre parole, si voleva evitare che il patrimonio della società venisse distratto dalla sua funzione di strumento propulsore dell'attività economica. Infatti, il legislatore previgente riteneva che la società dovesse rimanere estranea rispetto alle vicende riguardanti la compagine sociale dato il carattere storicamente anonimo della società per azioni.

Il Legislatore previgente riteneva inoltre, senza riferimento al caso concreto, che le operazioni in questione fossero astrattamente idonee al perseguimento di un interesse non meritevole di tutela da parte dell'ordinamento giuridico. Tuttavia, come frequentemente accade, la progressiva integrazione all'interno dell'Unione Europea è servita quale propulsore per la modernizzazione del nostro Codice civile portandolo a pari passo con le nuove tendenze e prassi di mercato. Infatti, il 5° Considerando della direttiva 2006/68/CE che ha innovato la disciplina in tema di divieto di *financial assistance* afferma che “*gli stati membri dovrebbero avere la facoltà di autorizzare le società per azioni a concedere assistenza finanziaria per*

¹⁵⁶ S. Cacchi Pessani, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, Giuffrè, 2013, p. 25 ss.

l'acquisizione delle loro azioni da parte di un terzo... in modo da rafforzare la flessibilità con riguardo ai cambiamenti della struttura proprietaria”.

Il Considerando è chiaro nel mostrare come si lascia la facoltà agli stati membri di permettere alle società di effettuare assistenza finanziaria per l'acquisto delle proprie azioni entro determinati limiti. In conseguenza del recepimento di tale direttiva, il legislatore Italiano ha modificato l'art. 2358¹⁵⁷ c.c. e ha dato alle società la possibilità di non ricadere all'interno del divieto di *financial assistance* a patto che vengano rispettate determinate condizioni stabilite dalla legge.

È importante sottolineare che con il termine “assistenza finanziaria” non si intende solamente la concessione di prestiti ma anche la concessione di garanzie, quale ad esempio il nuovo pegno mobiliare non possessorio. Di conseguenza, se si vuole approfondire in che ambito del *merger leveraged buy-out* possa essere impiegata la garanzia non possessoria, non ci si può esimere dal trattare dell'eventuale applicabilità del divieto di assistenza finanziaria e delle restrittive condizioni che la norma pone.

Come accennato, la normativa applicabile si è evoluta diventando via via più flessibile alle esigenze del mondo economico. Infatti, la *ratio* alla base dell'attuale art. 2358 cod. civ. riflette la convinzione del legislatore che la realizzazione dell'interesse sociale può dipendere, di fatto, anche dagli assetti proprietari della società. Se si volesse trovare un complesso di norme avente la stessa *ratio* si dovrebbe guardare alla logica del T.u.f. il cui principio cardine è che nelle operazioni di acquisto di partecipazioni si deve garantire l'efficienza del mercato del controllo societario¹⁵⁸.

In ogni caso, nell'attuale disciplina permangono dei limiti alla possibilità di effettuare assistenza finanziaria per l'acquisto delle proprie azioni e uno dei limiti principali stabiliti dal 2358 cod. civ. è che l'operazione deve essere volta alla realizzazione di “*obiettivi*

¹⁵⁷ Per una ricostruzione più approfondita, v. P. Montalenti, *Il Leveraged buy-out*, Giuffrè, 1991, p. 117 ss.

¹⁵⁸ Un riferimento importante che permette di riscontrare le similitudini di *ratio* fra il TUF e la disciplina in analisi è la c.d. “*passivity rule*” e la c.d. “*breakthrough rule*”. La prima è anche conosciuta con il nome di “*no frustration rule*” e proibisce tutte quelle manovre societarie che possono essere considerate in conflitto con il successo dell'offerta pubblica di acquisto (OPA). Il motivo principale è un *favor* del legislatore per la contendibilità del controllo societario. La seconda determina la disapplicazione di tutte quelle disposizioni statutarie che in un modo o nell'altro vengono predisposte per contrastare un'offerta pubblica di acquisto. Tali misure difensive vengono qualificate con il nome di “*poison pills*” e possono consistere in “limitazioni statutarie alla circolazione delle azioni, limitazioni al diritto di voto, regole speciali per la formazione degli organi sociali e *quorum* speciali per le modificazioni statutarie”. Per un approfondimento sul tema di veda “M. Cera, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Zanichelli, 2019, p. 212 e ss.”

imprenditoriali” (ex. art. 2358 terzo comma) il che significa che l’operazione deve essere strumentale al conseguimento dell’oggetto sociale e a soddisfare un interesse della società¹⁵⁹.

L’operazione deve quindi essere considerata vietata se è solamente a favore del socio che ne beneficia, in quanto deve ritenersi implicita l’esistenza del divieto per cui il patrimonio sociale non può essere utilizzato a favore di un soggetto singolo quando tale operazione non coincida anche con l’interesse della società. Si specifica inoltre che il 2° comma stabilisce che le operazioni devono essere “*preventivamente autorizzate dall’assemblea straordinaria*” in modo tale da coinvolgere se possibile anche le minoranze, al fine dell’assunzione della decisione. Inoltre, il perseguimento dell’obiettivo imprenditoriale e gli altri requisiti devono essere accertati dagli amministratori con una relazione che deve essere depositata presso la sede sociale almeno 30 giorni prima della data dell’assemblea.

Il comma 5° dell’art. 2358 introduce di fatto l’esigenza di una dichiarazione formale di assunzione di responsabilità da parte degli amministratori nel caso in cui “*la società accordi prestiti o fornisca garanzie a singoli amministratori della società... o alla controllante ... ovvero a terzi che agiscono in nome proprio e per conto dei predetti soggetti, la relazione di cui al terzo comma...*” deve anche attestare che l’operazione realizza al meglio l’interesse della società. Tale attestazione da parte degli amministratori può rappresentare un documento a loro carico nel caso di esercizio di un’azione di responsabilità (ex. 2393 e 2393-bis cod. civ.) da parte di un socio danneggiato dall’operazione o da parte del collegio sindacale. Sulla tematica si tornerà più avanti quando si tratterà delle c.d. *intercompany guarantees* e il rapporto con la disciplina sul c.d. *corporate benefit*.

La *ratio* della normativa sul divieto di assistenza finanziaria è quindi quella di prevenire i conflitti di interesse e di conseguenza evitare il fenomeno del *tunnelling* in particolare dell’*equity tunnelling*, ossia l’accrescimento della quota dell’azionista di maggioranza attraverso manovre come aumenti di capitale diluitivi, fusioni e scissioni, concessioni di garanzie oppure, per le società quotate il *delisting*.

Dato che il fine della presente porzione di elaborato è quello di mostrare l’applicabilità della garanzia non possessoria in relazione alle operazioni di fusione in seguito ad acquisizione con indebitamento e considerato che in alcuni stati dell’Unione Europea e non UE (Regno Unito) l’operazione di *merger leveraged buy-out* ricade all’interno del divieto di “*financial assistance*”. Risulta necessario individuare la disciplina applicabile nel Regno Unito, al fine di

¹⁵⁹ S. Cacchi Pessani, Op. Cit. p. 35.

comprendere quanto spazio ci possa essere per un uso del pegno mobiliare non possessorio e della *floating charge* in questo tipo di operazioni.

Nel Regno Unito si deve fare riferimento alla *Section 678* paragrafo 4 del *Companies Act* del 2006, come successivamente modificato e integrato dalle successive leggi, il quale dispone che l'assistenza finanziaria non è proibita se:

- a) lo scopo principale della società nel fornire l'assistenza non è quello di ridurre o estinguere qualsiasi passività sostenuta da una persona ai fini dell'acquisizione di azioni della società o della sua *holding*;
- b) la riduzione o l'estinzione di tale passività è solo una parte accessoria di uno scopo più ampio della società, e l'assistenza è fornita in *buona fede* nell'interesse della società

Quindi, per riassumere, nel Regno Unito il divieto di *financial assistance*, può essere superato solamente nel caso in cui l'assistenza finanziaria sia prestata in buona fede nell'interesse della società e nel caso in cui sia "*an incidental part*" per il perseguimento di un più ampio obiettivo. Inoltre, il termine "*incidental*" potrebbe essere tradotto come "accessorio" o "strumentale" così che assieme alla parte di disposizione che impone "il perseguimento di un più ampio obiettivo" un riferimento all' "obiettivo di carattere imprenditoriale" come previsto dalla normativa italiana, di cui all'art. 2358.3 cod. civ. non sembra azzardato.

Il riferimento alla buona fede invece sembra essere riferito agli amministratori della società che presta assistenza finanziaria concedendo prestiti o fornendo garanzie che, in relazione alla fusione in seguito ad acquisizione con indebitamento, è la società *target*. Il ricorso a tale termine fa inevitabilmente riferimento al requisito della mancanza di conflitti di interesse in capo agli amministratori, nel momento in cui predispongono il progetto di assistenza finanziaria. Si sottolinea che il divieto imposto dalla normativa inglese si riferisce alle "*public companies*" mentre la possibilità di concedere assistenza finanziaria risulta ammessa per le "*private companies*" ossia le società i cui titoli non sono ammessi alla circolazione sul mercato dei capitali.

3.5 Inserimento della garanzia non possessoria nel contratto di finanziamento nelle operazioni di *merger leveraged buy-out*.

L'esame del divieto di *financial assistance* in Italia e nel Regno Unito è fondamentale per capire fino a che punto e dove possa essere inserita una garanzia non possessoria (nella forma del pegno mobiliare non possessorio ex. art. 1 D.lgs. 59/2016 o nella forma della *floating*

charge nel caso in cui il contratto di finanziamento sia disciplinato dalla legge inglese) nei contratti di realizzazione di una operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, senza incorrere nel divieto in questione.

Come si è accennato precedentemente, l'operazione di *merger leveraged buy-out* si basa anzitutto su un contratto di finanziamento necessario per l'acquisizione della società *target*. Dopo la fusione, di fatto, i beni della società obiettivo vengono posti a garanzia del contratto di finanziamento stesso e secondo la riflessione che qui si intende proporre, la banca può impiegare la garanzia non possessoria per coprirsi dai rischi ed eventuali problemi in avvio dell'operazione.

Infatti, un problema che si potrebbe presentare per la banca in seguito alla predisposizione di un contratto di finanziamento per l'operazione di *merger leveraged buy-out*, è quello per cui il progetto di cui è titolare la società *target* sia un progetto destinato a non andare a buon fine, nel senso che, per una qualsiasi ragione di problemi, il progetto potrebbe rivelarsi non più redditizio. Le ragioni di un esito nefasto del progetto possono essere le più varie. Una delle cause principali potrebbe essere quella per cui il *business plan* originario si è rivelato essere non più conveniente o realizzabile, in seguito, ad esempio, al mancato rilascio di una autorizzazione amministrativa per l'avvio dell'attività ¹⁶⁰.

Se da un lato, uno dei motivi del possibile esito nefasto del progetto è inerente a fattori oggettivi, non di meno, ad avviso di chi scrive, si deve anche tenere in considerazione il fattore umano, ossia il pericolo del fallimento del progetto dovuto alla scarsa capacità imprenditoriale degli amministratori della società *target*. Da un punto di vista generale tutti i fattori umani sono un rischio per la banca e corrispondono a una riduzione delle possibilità di recupero del finanziamento concesso.

Attenuare questi rischi diventa quindi una necessità non solo per le banche, ma anche per il legislatore in quanto, il proliferare dei rischi nella realizzazione di un progetto imprenditoriale comporta anche una serie di conseguenze di carattere sistemico.

¹⁶⁰ Si pensi a tutti quei settori che basano il proprio margine economico su prezzi di determinati beni qualificabili come "*materie prime*". Ad esempio, nel settore di estrazione mineraria la convenienza e la redditività del business dipende da fattori quali i prezzi a cui può essere venduta la materia prima estratta. Stessa cosa vale per i settori più "moderni" quali il settore di produzione di energia elettrica da impianti eolici o fotovoltaici. Anche in questi casi, nel caso di un calo del prezzo dell'energia elettrica oppure nel caso di un suo aumento, la redditività del business cambia radicalmente. In generale, tutti i settori industriali in cui manca una "*trasformazione*" effettiva del bene, che viene venduto in qualità di materia prima, sono maggiormente soggetti a rischi esterni, in quanto tutto il valore del bene che vendono viene dal prezzo di mercato. Nel caso contrario, in cui ci sia una grossa attività di trasformazione del bene, questo, salvo casi particolari, sarà meno soggetto a rischi esterni.

Infatti, all'aumentare della rischiosità di un'operazione, le banche sono portate a chiedere una remunerazione del *principal* maggiore per compensare il maggior rischio che si assumono¹⁶¹. Evitare questo meccanismo risulta quindi una necessità per il corretto sviluppo del mercato del credito.

Una diffusione generale del pegno mobiliare non possessorio si presenterebbe quindi non solo come un mezzo attenuazione del rischio legato alla singola operazione creditizia ma anche un espediente normativo per agevolare la mobilità dei capitali e accelerare anche la realizzazione di grandi opere pubbliche.

Una delle possibilità applicative della garanzia potrebbe consistere proprio nell'inserimento della stessa all'interno del contratto di finanziamento che la banca o un altro istituto di credito stipula con la *NewCo.* per l'acquisto della *target*.

La banca potrebbe optare per l'inserimento all'interno del contratto di finanziamento di un obbligo per la società mutuataria (*NewCo.*), di provvedere alla costituzione di un pegno mobiliare non possessorio (e nell'eventualità anche di altre garanzie) in seguito all'acquisizione delle quote o delle azioni della *target*.

In relazione a questa possibilità, non si porrebbe nemmeno alcuna questione di liceità in quanto la clausola che fissa l'obbligo di costituzione della garanzia non possessoria sui beni della società risultante dalla fusione (nel caso di fusione inversa saranno i beni della *target*, mentre nel caso di fusione semplice saranno i beni della *NewCo*) deve essere considerata lecita in quanto, il pegno mobiliare non possessorio può essere costituito anche su beni futuri, non ancora entrati a far parte del patrimonio del costituente.

Una tale prerogativa è infatti ammessa esplicitamente dall'art. 1 comma 2 del D.lgs. 59/2016. Una riflessione analoga è valida anche per la *floating charge* di diritto Inglese, in quanto, come analizzato all'interno del primo capitolo, può anch'essa essere costituita sui beni che entreranno a fare parte del patrimonio dell'impresa in futuro.

In questo modo la banca potrebbe avvalersi a garanzia del finanziamento non solo il flusso di cassa che può essere generato dall'impianto una volta avviato, ma anche i beni i *current assets*, che, come si è accennato precedentemente, costituiscono non solo una larga porzione dell'attivo ma contribuiscono ad una generale copertura del rischio soprattutto nel momento di concessione del finanziamento nel caso in cui la società obiettivo non sia ancora

¹⁶¹ Le conseguenze dei tassi di interesse alte, per alcuni settori industriali possono essere anche disastrose. Nei settori in cui il rapporto fra capitale di debito e capitale proprio propende notevolmente verso il primo, un aumento dei tassi di interesse da parte della banca per una minore "*fiducia*" nel progetto può andare a incrementare notevolmente la leva finanziaria a cui è soggetta un'impresa.

del tutto operativa, e quindi, non ancora in grado di produrre un *cash flow* di intensità sufficiente a coprire il costo dei finanziamenti.

Tali beni, in virtù dell'applicabilità della garanzia non possessoria rimarrebbero in possesso della società titolare dell'impianto di modo che questa possa tranquillamente continuare ad operare.

L'impiego della garanzia non possessoria agevolerebbe di lunga il buon esito dell'acquisizione per una serie di ragioni, portando vantaggi sia per la parte debitrice sia per la parte creditrice:

- a) la banca mutuante otterrebbe una garanzia in più per la concessione della somma di denaro ai fini dell'acquisizione;
- b) la bancabilità dell'operazione di acquisizione migliorerebbe comportando un aumento della probabilità di buon esito dell'operazione, dovuto alla maggiore propensione della banca o delle banche (in caso di finanziamento *in pool*) alla concessione di flussi di denaro volti a finanziare l'acquisto delle azioni o delle quote;
- c) la società mutuataria avrebbe un maggiore merito creditizio in quanto potrebbe concedere a garanzia dei prestiti che riceve i beni stessi dell'impianto senza perderne l'utilizzo.

3.5.1 La compatibilità del pegno mobiliare non possessorio con il divieto di *financial assistance*.

I vantaggi di un'applicazione dell'istituto al caso di specie sono senza ombra di dubbio importanti, non solo dal punto di vista della società che ne beneficia ma anche, come si è detto, da un punto di vista sistemico.

Tuttavia, pare opportuno domandarsi se il pegno non possessorio, così come potrebbe essere inserito nel contratto di finanziamento, porterebbe alla violazione del divieto di cui all'art. 2358 del Codice civile o delle corrispondenti norme di diritto Inglese presenti all'interno della *Sec. 678 del Companies Act* del 2006.

Anzitutto, in riferimento al diritto Italiano, pare opportuna una considerazione preliminare: nel caso di contratto di finanziamento stipulato in funzione di una fusione in seguito ad acquisizione con indebitamento il divieto di "*financial assistance*" può essere bypassato dal riferimento al 2501-bis cod. civ. il quale permette il *merger leveraged buy-out*

“quando per effetto della fusione il patrimonio di quest’ultima (*target*) viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti...”.

Apparentemente la normativa sembrerebbe ammettere la possibilità di concessioni di garanzie ai fini dell’operazione di cui all’art. 2501-bis. Tuttavia, sorge un problema di carattere terminologico in quanto bisogna capire se con la locuzione “*garanzia generica*” si possa comprendere anche una garanzia specifica quale il pegno mobiliare non possessorio, che secondo quanto detto sopra, potrebbe costituire un’apposita clausola all’interno del contratto di finanziamento stipulato fra la banca e la *NewCo.* per finanziare l’acquisizione.

Qui si trova il fulcro della possibilità/impossibilità di impiegare il pegno non possessorio nel contratto di finanziamento.

In riferimento alla locuzione “*garanzia generica*” si potrebbe partire con una riflessione preliminare, il termine rinvia concettualmente all’art. 2740 cod. civ. che stabilisce che il “*debitore risponde dell’adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri*”.

Il patrimonio del debitore (in riferimento al caso di specie, la società *target*) è garanzia generica, per il pagamento del debito. In altri termini la questione verte sulla possibilità o impossibilità di costituire una garanzia specifica, sul patrimonio della società *target* anche se il 2501-bis prevede solamente il caso in cui il patrimonio della società sia una garanzia generica per il rimborso del finanziamento senza ricadere nel divieto di cui al 2358 cod. civ.

Ad avviso di chi scrive il fatto di ricadere o meno nel divieto di *financial assistance* dipende dalla modalità in cui l’operazione viene regolata fra le parti. Infatti, il 2501-bis, norma che deve essere interpretata in modo restrittivo, prevede solamente che il patrimonio della *target* sia una garanzia generica, tacendo invece in merito alla possibilità che questa costituisca direttamente una garanzia specifica a favore della banca per l’acquisto delle proprie azioni.

Essendo quindi il pegno non possessorio una garanzia specifica, nel caso in cui la società *target* voglia concedere tale garanzia per la sua acquisizione dovrà per forza passare attraverso la procedura di cui all’art. 2358 cod. civ. che ammette l’assistenza finanziaria solamente a rigorosissime condizioni, fra cui l’autorizzazione dell’assemblea straordinaria¹⁶² e la predisposizione da parte degli amministratori di una relazione all’interno della quale attestano il merito creditizio della controparte nonché esponendo e valutando i rischi di solvibilità della società in seguito alla concessione della garanzia o del finanziamento¹⁶³.

¹⁶² Questa previsione ha lo scopo di coinvolgere nella decisione anche i soci di minoranza che sono quelli che potrebbero ricevere un pregiudizio o essere contrari all’operazione di concessione della garanzia per l’acquisto della società.

¹⁶³ Nelle operazioni di maggior rilievo, seguire la procedura di cui all’art. 2358 cod. civ. potrebbe comportare un pericolo per gli amministratori della *target* di una eventuale azione di responsabilità ex. art. 2393-bis cod. civ.

Dato quindi il rigore procedurale della disciplina di cui all'art. 2358 in caso di sua applicazione e considerando che non si può avere in un rapporto di finanziamento una incertezza relativa alla liceità dell'operazione da svolgere, pena l'aumento del rischio e dei costi del finanziamento stesso, una soluzione che si intende proporre è proprio quella di evitare che sia la società *target* a costituire la garanzia.

Si ritiene preferibile costituire la garanzia non possessoria attraverso l'inserimento di un apposito obbligo nel contratto di finanziamento. L'obbligo dovrebbe avere due sfumature, da un lato fissare un termine entro cui, dopo l'acquisto delle quote / azioni della *target*, le società devono deliberare la fusione, dall'altro, stabilire che l'ente risultante dalla fusione (attenzione: solo dopo che la fusione sia avvenuta), conceda come garanzia ulteriore ed accessoria al finanziamento (che ormai sarà di titolarità della società risultante dalla fusione) un pegno mobiliare non possessorio.

In seguito a questi accorgimenti si potrebbe ovviare ai problemi sopra esposti in quanto:

- a) La banca finanziatrice del *merger leveraged buy-out* ottiene di fatto una garanzia ulteriore (seppur prima della fusione solamente come obbligo contrattuale);
- b) Non viene violato il divieto di *financial assistance* in quanto la *target* non ha concesso alcuna garanzia prima dell'acquisizione, sarà infatti la società risultante dalla fusione a concedere il pegno non possessorio, ma non la *target*.
- c) Non si deve passare per il procedimento di cui all'art. 2358 cod. civ. che come specificato sopra porterebbe anche ad una forte assunzione di responsabilità degli amministratori della *target*, i quali nel caso di operazioni particolarmente grandi potrebbero decidere di non assumersi la responsabilità del rilascio dell'attestazione. Sarebbe infatti sufficiente esclusivamente il rilascio dell'attestazione richiesta per il progetto di fusione di cui all'art. 2501-*bis* comma 2.

Per altro, in riferimento al punto (c), uno degli scopi per cui è stato introdotto il 2501-*bis* cod. civ. è proprio quello di permettere di incentivare il mercato del controllo societario con la consapevolezza che operazioni di fusione in seguito ad acquisizione con indebitamento, se condotte in “buona fede” possono portare numerosi vantaggi per le società. Già parte della dottrina ha affermato che anche altre forme di *merger leveraged buy-out* sono ammesse e che

esercitata dagli azionisti di minoranza, avente come fondamento proprio l'attestazione che gli amministratori devono rendere in caso di delibera di concessione di garanzie in assistenza finanziaria.

l'art. 2501-*bis* nelle condizioni che impone non deve essere interpretato in modo eccessivamente restrittivo¹⁶⁴.

In conclusione, il pegno mobiliare non possessorio, potrebbe essere impiegato anche all'interno delle operazioni di *merger leveraged buy-out*, con gli opportuni accorgimenti in modo tale da non ricadere all'interno del divieto di *financial assistance*. Infatti, come specificato sopra, sono numerosi i vantaggi che l'impiego della garanzia non possessoria potrebbe portare a tutti le parti all'interno dell'operazione.

Invece, in riferimento alla normativa Inglese, i limiti del divieto di assistenza finanziaria devono essere interpretati in modo restrittivo, nel senso che devono essere colpiti con la sanzione di cui alla *Sec. 680* solamente quei comportamenti in totale violazione del divieto. Un'interpretazione restrittiva è giustificata dal fatto che, come pena per la violazione del divieto di *financial assistance*, la legge prevede l'*imprisonment*¹⁶⁵, cosa che invece non è prevista in Italia. La possibilità di inserimento della *floating charge* all'interno del pacchetto di garanzie che assistono il finanziamento necessario per effettuare l'acquisizione può essere quindi confermata, a patto che vengano rispettati i requisiti stabiliti dalla legge fra cui il più importante è sicuramente quello di cui alla *Sec. 678* in cui si afferma che il divieto di *financial assistance* non si applica nel caso in cui sia effettuata per il perseguimento di un più ampio obiettivo. Anche in riferimento all'interpretazione di quest'ultimo requisito, si può richiamare il principio alla base della teoria dei vantaggi compensativi di cui si tratterà nel seguente paragrafo, come aiuto nell'interpretazione dei requisiti posti dalla legge Inglese.

Un'interpretazione di questo tipo della normativa inglese è anche corroborata dalla sentenza *Charterhouse Investment Trust Ltd v Tempest Diesels Ltd*¹⁶⁶ in cui, già dal momento in cui la sentenza è stata resa, si è consolidata l'interpretazione per cui l'applicazione del divieto deve essere vincolata esclusivamente a situazioni in cui, esaminata la sostanza economica dell'operazione, non si persegue altro obiettivo che quello di utilizzare il flusso economico o le garanzie concesse per finanziare l'acquisizione delle proprie azioni, senza che l'operazione nel complesso possa portare vantaggi per il gruppo intero.

In ogni caso, se in Inghilterra per le *private companies* il divieto non sussiste più dopo il *Companies Act* del 2006, per le *public companies* il divieto permane con i limiti sopra enunciati. Tuttavia, siccome nelle operazioni di *merger leverage buy-out* spesso le società

¹⁶⁴ A. Busani e F. Urbani, *Operazioni straordinarie, la fusione*, in *Riv. Soc.*, 2018, p. 354 ss.

¹⁶⁵ J. Lowry, *The prohibition against financial assistance: constructing a rational response*, in *Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2011, p. 14.

¹⁶⁶ *Charterhouse Investment Trust Ltd v Tempest Diesels Ltd* [1985] B.C.C. 99544.

coinvolte nella fusione sono delle *private companies*, la problematica del divieto non si pone, rendendo in conclusione, la disciplina Inglese più elastica di quella Italiana. Tale maggiore elasticità della disciplina Inglese potrebbe essere da esempio per il Legislatore Italiano per future modifiche in relazione alle operazioni di *merger leverage buy-out*. Infatti, la normativa Inglese pare riflettere la consapevolezza del fatto che l'applicazione del divieto di assistenza finanziaria abbia non solo come fine quello di tutelare i creditori della società target ma anche quello di tutelare i soci di minoranza.

Tale consapevolezza, in relazione alla normativa inglese è riflessa sotto un aspetto di carattere più pragmatico all'interno della disciplina del divieto di *financial assistance*, imponendo solamente alle *public companies* di adottare procedure idonee alla tutela dei soggetti che potrebbero essere lesi dall'operazione. Una normativa di tale tipo, implicitamente sembra favorire la capitalizzazione delle società piccole, dato che, per le *private companies*, l'operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento non viene ostacolata dalla presenza di alcun divieto.

Infatti, permettere la libera fusione delle società piccole, anche attraverso l'indebitamento, non solo aiuta a migliorare il mercato del controllo societario ma favorisce anche la crescita delle società. Quest'ultimo aspetto è reso evidente dal fatto che nel momento in cui una società ne acquista un'altra, si ingrandisce, creando un unico ente in grado di sfruttare le sinergie fra due società che presumibilmente in precedenza erano concorrenti. Uno sfruttamento di tali sinergie da un punto di vista sistemico migliora anche lo sviluppo di nuovi prodotti per il mercato e per il consumatore finale dato che, nel momento in cui due società si fondono, condividono anche il *know how*, potendo incrementare anche la qualità dei prodotti che precedentemente alla fusione commerciavano separatamente.

Questi risultati, che il sistema imprenditoriale inglese, ottiene anche grazie ad una disciplina delle fusioni per le *private companies* sicuramente più permissiva rispetto alla corrispondente Italiana, potrebbe essere adottata anche nel nostro ordinamento, che vede il proprio sistema imprenditoriale per la maggior parte composto da piccole imprese, spesso sottocapitalizzate. Analizzando la disciplina Inglese, non sarebbe azzardato proporre anche in Italia un sistema simile, ad esempio permettendo ad alcune categorie di società come le società a responsabilità limitata e le società per azioni (escludendo le S.p.a con azioni a circolazione diffusa e quelle quotate) di non soggiacere al divieto di cui all'art. 2358 cod. civ. I benefici di seguire un'impostazione simile a quella Inglese anche nell'ordinamento Italiano, potrebbero essere molteplici anche se quello più importante sarebbe sicuramente permettere alle imprese Italiane di capitalizzarsi agevolando le fusioni reciproche.

Questo potrebbe essere un vantaggio notevole per le imprese italiane le quali troppo spesso hanno un rapporto finanzia propria – finanzia di terzi (debito) eccessivamente sbilanciato verso il secondo, che le porta frequentemente, soprattutto nei periodi ad alta inflazione in cui il costo del debito aumenta, a subire l’effetto della leva finanziaria. Infatti, nel momento in cui un’impresa si finanzia deve sempre tenere in considerazione il fatto che i costi del debito (che attraverso una più agevole disciplina delle fusioni diminuirebbero, poiché le società unendosi avrebbero più risorse proprie) sono costi fissi e, in quanto tali, permangono anche durante un periodo di crisi o recessione economica. Quindi, se tali costi rimangono, ma l’impresa si trova ad avere minori ricavi data la crisi economica che sta affrontando, rischierà di trovarsi in una situazione di crisi o nei casi peggiori di insolvenza.

La considerazione in questione, che in conclusione propone di eliminare l’applicabilità del divieto di assistenza finanziaria per alcuni tipi di società, conformemente alla disciplina inglese non si porrebbe nemmeno in contrasto con i principi ispiratori di cui al divieto stesso, che sono la tutela dei creditori e quello di evitare pregiudizi nei confronti dei soci di minoranza.

Questa considerazione di non pregiudizio nei confronti degli stessi principi di cui al 2358 cod. civ. emerge alla luce di un’altra consapevolezza di matrice pratica, ossia quella per cui le imprese Italiane non quotate e con azioni non diffuse fra il pubblico in misura rilevante, sono nella maggior parte dei casi delle piccole¹⁶⁷ imprese familiari, in cui di rado ci sono soci di minoranza o, se ci sono, spesso sono famigliari del socio di controllo stesso. Di conseguenza, la tutela del socio di minoranza diventa particolarmente rilevante solo nel caso di società quotate o ad azionariato diffuso.

Solo per questa tipologia di imprese avrebbe senso imporre il rispetto della disciplina di cui all’art. 2358 cod. civ., evitando, di appesantire le piccole imprese di oneri legali maggiori e aiutandole nei vari procedimenti di fusione, dato che, l’interesse che il divieto di assistenza finanziaria si pone di proteggere è, nella pratica, rilevante solo in casi in cui ci sia una pluralità di soci con minoranze organizzate e non quando ci sia un socio unico o un socio con una partecipazione quasi totalitaria, in cui capitale sociale dell’impresa appartiene a parenti stretti o affini.

In conclusione, adottare in Italia, un approccio simile a quello Inglese in relazione al divieto di *finacial assistance* permetterebbe di incrementare la capitalizzazione delle nostre

¹⁶⁷ Il *report* ISTAT 2022 sulle imprese mostra infatti come il 95% sono delle PMI aventi meno di 9 addetti. Il *report* può essere consultato al sito www.istat.it/storage/ASI/2022/capitoli/C14.pdf.

imprese, in modo tale da renderle finanziariamente più solide nel momento in cui si dovesse presentare una crisi economica o una recessione.

3.6 Il pegno mobiliare non possessorio nei rapporti *intercompany*: le *intercompany guarantees* e la problematica del c.d. *corporate benefit*.

Un'ulteriore possibilità applicativa del pegno mobiliare non possessorio la si può riscontrare all'interno dei cosiddetti rapporti *intercompany* il cui termine comprende tutti i negozi giuridici che le società controllate attuano con la controllante o *holding*. In particolare, uno degli ambiti in cui più di frequente tali rapporti entrano in gioco, sono le garanzie patrimoniali che una società controllata presta a favore della società controllante. Il fenomeno in questione prende il nome di *intercompany guarantees*.

In riferimento a quest'ultima categoria, l'inserimento di una garanzia non possessoria potrebbe essere di particolare utilità dato che permetterebbe di sfruttare al meglio le sinergie fra le società appartenenti ad un gruppo, di modo che, la società controllata possa contribuire con il proprio patrimonio alla realizzazione di un interesse comune alle società del gruppo, senza privarsi del bene o della classe di beni concessi in garanzia e allo stesso tempo, riuscendo a superare in modo più solido il test del rispetto della teoria dei vantaggi compensativi, richiesto dalla giurisprudenza per giustificare il depauperamento patrimoniale di una società controllata a favore della controllante.

La possibilità di sfruttamento dei rapporti *intercompany* per il perseguimento di un interesse di gruppo non è illimitata, infatti, nell'attuazione pratica deve essere tenuta in considerazione tutta la normativa applicabile in tema di *corporate benefit*. Come si approfondirà in seguito, un inadempimento della relativa normativa inficerebbe del tutto l'atto che fosse stato attuato in violazione della stessa, dato che quest'ultimo verrebbe colpito da invalidità.

Il termine *corporate benefit* fa riferimento all'obbligo degli amministratori di agire nell'interesse e a vantaggio della società per tutta la durata del loro mandato. Il concetto è di particolare rilevanza nell'analisi della legittimità di operazioni (come la prestazione delle c.d. *garanzie upstream*) effettuate da una società sotto influenza esterna di un'attività di direzione e coordinamento.

L'ambito in cui più di frequente viene espressa un'attività di direzione e di coordinamento è il gruppo di società, il quale, peraltro, non è vietato dalla legge ma regolato

con l'obiettivo di tutelare gli interessi di tutti gli *stakeholders*, che possono essere pregiudicati nel momento in cui gli amministratori di una società controllata, eseguono una scelta che sia nell'esclusivo vantaggio della *holding* come, ad esempio, la concessione di una garanzia come *collateral* di un finanziamento che la *holding* ha ricevuto da una banca o istituto di credito.

3.6.1 Il problema del *corporate benefit*: Il contesto normativo.

La norma principale in tema di *corporate benefit* a cui si deve fare riferimento è l'art. 2497 cod. civ. la quale ha due scopi: uno scopo *immediato* e uno *mediato*. Lo scopo immediato è prevenire che, in sussistenza di un rapporto di direzione e di coordinamento, gli amministratori della società controllata adottino scelte dannose per la società ma favorevoli per la *holding* o per un'altra società del gruppo. Lo scopo mediato è la tutela dei creditori e dei soci di minoranza (*c.d. "minoranza silenziosa"*) della società controllata.

Al fine di perseguire gli scopi prefissati, la legge fissa una forma di responsabilità. I soggetti gravati dalla responsabilità sono "*le società o gli enti che esercitano attività di direzione e di coordinamento*" e "*chi abbia comunque preso parte al fatto lesivo e, nei limiti del vantaggio conseguito chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio*".

Dunque, il criterio di attribuzione della responsabilità è duplice ed è composto da due elementi:

- 1) Avere agito nell'interesse proprio o altrui violando i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società sottoposte a direzione e coordinamento;
- 2) Avere cagionato un danno.

L'ultima proposizione dell'art. 2497 cod. civ. comma 1 introduce due esimenti, in riferimento al danno:

- a) Si afferma che il danno deve essere valutato "*alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e di coordinamento*";
- b) Non c'è responsabilità se il danno è stato integralmente rimosso "*anche a seguito di operazioni a ciò dirette*".

Ai fini dell'interpretazione dell'estratto di norma di cui al punto sub (a), si deve fare riferimento alla *c.d. "Teoria dei vantaggi compensativi"* elaborata nel tempo da dottrina e

giurisprudenza. Sulla base di tale teoria, nell'ambito di gruppi di società, è opportuno utilizzare un criterio valutativo non limitato esclusivamente alla considerazione del singolo atto, ma che guardi all'attività esercitata nella sua interezza e che tenga conto dei numerosi rapporti in essere nel gruppo nonché dei possibili benefici che una società può trarre dall'appartenenza al gruppo stesso ovvero da altre operazioni che possono in qualche modo compensare un pregiudizio precedentemente subito.

A livello giurisprudenziale una delle sentenze-pilastro della Teoria dei vantaggi compensativi¹⁶⁸ è Cass. Sentenza dell'11 marzo 1996, n. 2001 in cui si stabilisce che:” *Per verificare se un'operazione abbia comportato per una società facente parte di un gruppo un depauperamento effettivo occorre tener conto della complessiva situazione che a quella società fa capo, potendo l'eventuale pregiudizio economico aver trovato la sua contropartita in un altro rapporto...*”

In riferimento al punto sub (b), si tratta di una sorta di ravvedimento operoso. Infatti, nel caso in cui, tra il verificarsi dell'evento dannoso e l'effettiva attivazione del rimedio risarcitorio da parte del soggetto legittimato all'azione, la società che esercita l'attività di direzione e di coordinamento abbia “*reintegrato*” la società lesa, non si attribuisce alla *holding* alcuna forma di responsabilità.

3.6.2 L'applicazione dei criteri di valutazione delle operazioni.

Il tema della prestazione di garanzie da parte di società sottoposte a direzione o coordinamento a favore della capogruppo, rientra all'interno dell'applicabilità della normativa citata. Particolare problema possono destare le c.d. garanzie *upstream* ossia quelle prestate dalla controllata a favore della controllante. In questo caso, bisogna sempre fare riferimento alla situazione concreta (*quaestio facti*) per verificare l'applicazione o meno della normativa. In ogni caso, gli amministratori della società sottoposta a direzione o coordinamento che decidono di prestare garanzia devono sempre rispondere del loro operato di fronte ai soci, con il vincolo di compiere tutte quelle attività che permettono il perseguimento dell'oggetto sociale.

In altri termini, nel momento in cui la società controllata presta una garanzia a favore della controllante, ai fini dell'accertamento di una qualsiasi forma di responsabilità, si deve

¹⁶⁸ La teoria è peraltro considerabile alla stregua di un principio di ordine pubblico. Impone di non far discendere il semplice annullamento o la condanna al risarcimento dei danni dal fatto che l'operazione, isolatamente considerata, appaia dannosa per la società controllata. (Cass., Sez I, 1 dicembre 2016, n. 24547).

verificare che a seguito della concessione della garanzia si sia verificato un danno alla società controllata e che tale danno derivi dalla *violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale*.

Il menzionato criterio, a dirla tutta piuttosto vago, ha portato numerosi interpreti a sostenere la possibilità per il giudice di by-passare la c.d. “*Business judgment rule*” (regola che impone che il giudice non possa entrare nel merito delle scelte imprenditoriali di un’impresa e che possa solamente sindacare la procedura o la metodologia di assunzione della scelta). Tuttavia, già la giurisprudenza, in particolare il Trib. Milano 17-6.2011, ha affermato che anche nell’applicazione dell’art. 2497 cod. civ. il giudice debba soggiacere alla *Business judgement rule*, per il fatto che la nozione di “*principi di corretta gestione societaria...*” comporta la valutazione di scelte gestionali ampiamente connotate da discrezionalità.

Parte della dottrina¹⁶⁹ ha affermato che sia quindi fuori discussione che l’imposizione di operazioni nell’esclusivo interesse di entità diverse dalla società controllata costituisca violazione dei doveri di corretta gestione, quando queste operazioni non siano assistite da adeguati meccanismi compensativi.

Il Trib. Roma 8 gennaio 2021, ha peraltro affermato che “*Ai fini del riconoscimento della responsabilità da direzione e coordinamento... è necessario che il perseguimento dell’interesse proprio o altrui della società in posizione apicale sia incompatibile con gli interessi della “eterodiretta/coordinata”, si da risultare contrario al dovere della prima di gestire con correttezza il proprio potere sulla seconda e dall’altro causativo a quest’ultima di un pregiudizio*”.

Inoltre, quale criterio di valutazione di un’operazione, è importante rammentare che la *holding* è in ogni caso responsabile quando il danno pregiudica la redditività e il valore della partecipazione dei soci, con la conseguenza di porli nell’impossibilità pratica di trarre gli utili che avrebbero potuto ottenere in assenza dell’atto pregiudizievole.

Con riferimento alla disciplina Inglese, invece, in questo caso il riferimento principale è la *Part 10A* in particolare il *Chapter 2* rubricato “*General duties of directors*” del *Companies Act* del 2006. Tale sezione tratta di tutti i doveri ed i limiti che gli amministratori devono rispettare nello svolgimento del loro incarico, prevedendo anche una disciplina in tema di conflitto di interesse. Infatti, la prestazione di *intercompany guarantees* fra i gruppi di società deve essere comunque svolta nel rispetto di tutti i doveri degli amministratori, fra i quali il

¹⁶⁹ S. Bertolotti, L. Scaccaglia, “*Responsabilità da direzione e coordinamento: un itinerario di giurisprudenza*”, in *Soc.*, 2022, p. 14.

principale è quello di cui alla *Sec. 172* ossia il “*Duty to promote the success of the company*”. Tale norma oltre a fissare un fine che gli amministratori devono perseguire ossia il “*success*” dell’azienda, definisce anche i criteri che devono utilizzare nell’assunzione delle decisioni imprenditoriali.

Infatti, la norma afferma che gli amministratori devono tenere in considerazione nell’assunzione delle decisioni le probabili conseguenze della decisione nel lungo termine, gli interessi dei lavoratori dell’azienda e, criterio non meno importante, devono agire secondo correttezza nei confronti di tutti i soci dell’impresa¹⁷⁰. Tale norma si pone quindi come un equivalente di diritto inglese della disciplina di cui all’articolo 2260 cod. civ. che tratta dei diritti e obblighi degli amministratori nonché delle relative norme ad esso connesse come quelle sui conflitti di interesse. In definitiva la disciplina inglese qui esposta si pone con un criterio valutativo¹⁷¹ pressoché equivalente a quello Italiano, soprattutto in relazione alla teoria dei vantaggi compensativi elaborata dalla giurisprudenza italiana.

Nell’ordinamento giuridico inglese pur non essendoci norme specifiche in riferimento alla legittimità del perseguimento dell’interesse di gruppo¹⁷², o quantomeno disposizioni equivalenti al nostro art. 2497 cod. civ. gli amministratori di una società controllata possono tenere in considerazione il perseguimento dell’interesse di gruppo nell’assunzione delle loro decisioni. L’assunzione della decisione, tuttavia, deve essere subordinata comunque al rispetto delle regole enunciate dalla *Sec. 172* e seguenti in tema di dovere degli amministratori di agire per il vantaggio della società i cui interessi sono chiamati a perseguire. Questa libertà, assente invece nella disciplina italiana, o quantomeno esercitabile solo in rispetto delle condizioni di cui al 2497 cod. civ., non è una libertà assoluta, ma mitigata dall’applicazione della normativa in tema di c.d. *wrongful trading*.

3.6.3. Il *wrongful trading* quale limite alla prestazione di garanzie infragruppo nel Regno Unito.

Come accennato nel paragrafo precedente in Inghilterra nel *Companies Act* del 2006 non sono presenti norme che regolino i rapporti infragruppo come invece è previsto nell’ordinamento italiano, all’interno dell’articolo 2497, ma oltre ai limiti enunciati esiste

¹⁷⁰ A. Keay, T. Iqbal, *The Impact of Enlightened Shareholder Value*, in *Journal of Business Law*, 2019, p. 307.

¹⁷¹ R. Williams, *Enlightened Shareholder Value in UK Company Law*, in *UNSW Law Journal*, 2012, p. 364. All’interno del *paper* viene messo il luce il concetto per cui il criterio di valutazione dell’operato degli amministratori è rispetto alla “classe” degli *stakeholders* a cui si fa riferimento e non al singolo soggetto precisamente identificato.

¹⁷² P.H. Conac, *Director’s duties in group of companies – Legalizing the interest of the group at European level*, in *ECFR*, 2013, p. 200.

comunque un equivalente della teoria dei vantaggi compensativi, apparentemente più permissiva della corrispondente normativa italiana, anche se esaminandola al di sotto della normativa in tema di *wrongful trading*¹⁷³ sembra riuscire a “responsabilizzare” gli amministratori in modo più efficace di quanto non riescano le disposizioni del nostro codice civile.

La definizione di *wrongful trading* è contenuta all’interno della *Sec. 214, Chapter 10* dell’*Insolvency Act* del 1986. La norma fissa una responsabilità per gli amministratori nel caso in cui abbiano realizzato delle operazioni manageriali (es. la prestazione di una garanzia *upstream*) nel caso in cui fossero consapevoli che l’impresa non avrebbe potuto evitare la *liquidation* oppure potessero ragionevolmente prevederlo e contestualmente non si siano attivati per minimizzare il più possibile la potenziale perdita nei confronti dei creditori.

Una tale responsabilità rappresenta quindi un disincentivo al compimento di operazioni infragruppo potenzialmente dannose per la società controllata a favore della controllante, in quanto in caso di futura insolvenza della società controllata, rischiano di incorrere nella responsabilità per *wrongful trading*.

La norma quindi, anche se formalmente rivolta alla protezione dei creditori della società controllata, finisce anche indirettamente a perseguire gli interessi dei soci della società sottoposta a direzione o coordinamento. Fissando una forma di responsabilità a carico degli amministratori, impedisce che costoro non tengano in considerazione il detrimento che la prestazione di una garanzia *upstream* potrebbe causare alla società concedente.

La disciplina inglese, quindi, sembra considerare il problema dei rapporti fra le società di un gruppo da un punto di vista più pratico, evitando quindi l’introduzione di normative specifiche ma fissando in modo più rigoroso una responsabilità degli amministratori in caso di *wrongful trading*. In Italia non c’è una disciplina inerente al *wrongful trading*, tant’è che la fattispecie non è tipizzata dalla legge, come, al contrario, prevede l’*Insolvency Act* del 1986. Tuttavia, uno dei riferimenti al *wrongful trading* presenti nel nostro ordinamento è quello in relazione ai criteri di accertamento dell’ammontare del danno in caso di esercizio dell’azione di responsabilità del curatore nella nuova liquidazione giudiziale nei confronti degli amministratori, in sede di formazione dello stato passivo.

Infatti, uno dei criteri di quantificazione del danno è quello della “differenza fra i netti patrimoniali rettificati”. Tale criterio identifica il danno cagionato dalla *mala gestio* degli

¹⁷³ *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Bruxelles, 5 aprile, 2011, p. 63.

amministratori nella differenza fra il patrimonio netto quando si è aperta la liquidazione e il patrimonio netto quando ci sarebbe dovuta essere la cessazione dell'attività¹⁷⁴.

Tale, utile per la quantificazione del danno in caso di *wrongful trading* potrebbe rappresentare il vero mezzo di responsabilizzazione degli amministratori della società controllata nel caso di operazioni infragruppo. Forse, in conclusione, tipizzare un tale criterio potrebbe avere un effetto di dissuasione ancora più forte rispetto alla responsabilità di cui al 2497 cod. civ. avvicinando la disciplina del nostro ordinamento a quella inglese.

3.6.4. Come il pegno non possessorio potrebbe agevolare il fenomeno delle *intercompany guarantees*.

Illustrata la disciplina e i criteri valutativi per valutare le operazioni di concessione di garanzie della controllata a favore della controllante, l'intento del presente paragrafo è quello di dimostrare come una garanzia non possessoria, non solo possa essere utile alla società che la presta (nel senso che non viene privata di alcun bene) ma potrebbe essere utile al gruppo interamente considerato nel caso in cui ci sia la necessità di prestare una garanzia a favore della *holding*.

Anzitutto, come elemento di avvio del ragionamento è opportuno ricordare l'applicabilità della citata teoria dei vantaggi compensativi, la quale si pone, prima di tutto, quale canone valutativo della legittimità delle operazioni. Infatti, se lo scopo della teoria è quello di accertarsi che il "sacrificio" imposto alla controllata sia adeguatamente compensato dal perseguimento di vantaggi o interessi di gruppo, nel caso di prestazione di garanzie "ordinarie", quali ad esempio, un pegno, il vantaggio che attraverso la concessione della garanzia, la *holding* deve perseguire o realizzare, sarà presumibilmente un onere proporzionalmente legato al sacrificio che la controllata si deve accollare.

Tale sacrificio per la società controllata, sarà inevitabilmente maggiore nel caso in cui, costituendo un pegno sui propri beni, (macchinari, conti correnti, materie prime ecc. ecc.) ne venga a perdere la disponibilità. Com'è ovvio, perdere la disponibilità di un bene, specie se produttivo, determina un danno da lucro cessante per la società datrice della garanzia, siccome,

¹⁷⁴ I netti patrimoniali sono "rettificati". La rettifica consiste nell'eliminazione dal totale del danno delle spese che ipoteticamente la società avrebbe affrontato se fosse andata immediatamente in liquidazione giudiziale senza avere abusivamente continuato la propria attività imprenditoriale.

se quest'ultima non fosse stata privata del possesso del bene, lo avrebbe potuto trasformare e vendere sul mercato.

Oltre che per il pegno, una considerazione analoga vale anche nel caso in cui venga costituito sui beni il privilegio *ex. art. 46 TUB*, il quale pur non privando la società del bene oggetto della garanzia, ne impedisce la disponibilità, la quale invece, è prerogativa del datore di pegno mobiliare non possessorio.

Data quindi la correlazione diretta fra il sacrificio che viene imposto alla società concedente il pegno ordinario, e l'obbligo maggiore a carico della *holding* nonché degli amministratori della stessa di utilizzare l'operazione e i beni che ne sono oggetto, a fini "compensativi" e di gruppo, è ragionevole concludere come, nel caso di prestazione di una garanzia non possessoria, questo obbligo compensativo, seppur sussistente, sia di gran lunga minore, dato che la società concedente una garanzia non possessoria non subirebbe alcun danno da lucro cessante, siccome non verrebbe privata della disponibilità di nessun bene aziendale.

Per di più, anche nel caso in cui gli amministratori della *holding* si volessero avvalere del ravvedimento operoso *ex. art. 2497 comma 1*, il danno che la capogruppo sarebbe chiamata a risarcire, avrebbe sicuramente un minor ammontare, dato che nel caso di pegno non possessorio, rimanendo il bene nella disponibilità della controllata, non ci potrebbe essere alcun danno da mancato guadagno.

In ogni caso, risulta di fondamentale importanza per la *holding* riuscire a dimostrare in un eventuale giudizio, che in realtà il pregiudizio subito dalla controllata per la realizzazione dell'atto pregiudizievole è stato ampiamente risarcito, oppure compensato dal perseguimento di vantaggi per l'intero gruppo di società. Dimostrare la compensazione dello svantaggio è quindi essenziale, onde evitare le conseguenze in tema di invalidità ma soprattutto di risarcimento che potrebbero colpire l'atto pregiudizievole.

3.6.5 La disciplina dell'annullamento dell'atto pregiudizievole: gli aspetti di strategia processuale derivanti dall'impiego del pegno mobiliare non possessorio.

Qualora i soci della società controllata che ha subito un pregiudizio decidano di agire in giudizio possono scegliere fra due tipologie di rimedi: la tutela invalidatoria e la tutela risarcitoria, anche se la strada maestra è quella della tutela risarcitoria dato il disposto del par. 13 della Relazione al D.lgs. 6/2003¹⁷⁵ il quale dispone:” *Si è ritenuto che il problema centrale*

¹⁷⁵ Attraverso tale decreto legislativo è stato modificato l'art. 2497 cod. civ.

del fenomeno del gruppo fosse quello della responsabilità (definita, in seguito, “aquiliana”), in sostanza della controllante, nei confronti dei soci e dei creditori sociali della controllata”.

In ogni caso, indipendentemente dalla strategia giudiziale che l'attore decida di perseguire, si vuole sottolineare la possibilità per gli amministratori, in caso di aggressione delle delibere della controllante (per es. *ex. art. 1394 cod. civ.*), la possibilità di fare leva a propria difesa, sulla stessa teoria dei vantaggi compensativi, dimostrando di aver adempiuto agli obblighi di motivazione di cui al 2497-bis comma 3, cod. civ. nell'apposita sezione del bilancio dedicata alla nota integrativa, sostenendo peraltro, qualora si fosse deciso di impiegare il pegno mobiliare non possessorio, l'assenza di danno derivante dal fatto che la società non perde né il possesso, né la disponibilità dei beni oggetto della garanzia.

Dimostrare l'assenza del danno dalla concessione della garanzia non possessoria, diventa in giudizio un'attività molto più semplice. Infatti, l'impiego dell'argomento della sussistenza dei beni oggetto della garanzia non possessoria nel patrimonio aziendale della controllata per tutta la durata dell'operazione, per dimostrare l'assenza del danno, è un argomento efficace, il quale peraltro, eviterebbe di incorrere nella *probatio diabolica* che il convenuto si troverebbe a dare, nel dimostrare la non esistenza di un determinato oggetto (in questo caso del danno).

Infatti, l'unico modo per dimostrare l'inesistenza di un oggetto è quello di dimostrare l'esistenza di un altro oggetto o fatto, incompatibile con l'esistenza dell'oggetto di cui si vuole dimostrare l'inesistenza.

In altre parole, dimostrare la permanenza dei beni stessi presso la società è un fatto incompatibile con l'esistenza del danno (almeno di quella parte di danno composta dal lucro cessante), siccome la sussistenza stessa dei beni aziendali nel patrimonio della società è elemento idoneo a presumere che la società li abbia utilizzati a fini produttivi, o che comunque anche se non lo abbia fatto, ne abbia comunque avuto la possibilità.

In conclusione, il fenomeno delle *intercompany guarantees* potrebbe essere agevolato a livello sostanziale e probatorio (in caso di contenzioso) dall'impiego del pegno mobiliare non possessorio, il quale pare attenuare il rigore applicativo della teoria vantaggi compensativi.

CAPITOLO IV

L'ESCUSSIONE DELLA GARANZIA

4.1 Premessa.

L'obiettivo è esaminare la disciplina dell'escussione della *floating charge* e del pegno mobiliare non possessorio, individuando anzitutto in che ambito del rapporto fra le parti si possa collocare e in quali circostanze sia più o meno conveniente escutere le garanzie.

Per comprendere ciò è necessario approfondire ed esaminare preventivamente i criteri e le prassi, che poi hanno assunto una valenza internazionale, finendo per influenzare anche il nostro ordinamento. Si tratta di prassi che nei primi anni Settanta le banche inglesi hanno impiegato per scegliere quando convenisse procedere all'escussione della *floating charge*, in situazioni e in cui il debito non poteva più essere ripagato.

Verrà quindi esaminato il c.d. *London Approach* che rappresenta, una modalità adottata congiuntamente delle banche per evitare che in un periodo di crisi del debitore, i finanziatori remino in direzioni opposte.

Dopo l'esame di tale approccio, la cui bontà è stata riconosciuta anche in Italia e rappresenta in sostanza, il criterio di scelta per determinare l'escussione della garanzia, si intende procedere all'esame di una delle caratteristiche principali della *floating charge* ossia la possibilità di nomina di un soggetto che controlli tutto il complesso aziendale.

L'istituto a cui si farà riferimento è quello dell'*administrative receivership* e il soggetto che l'impiego di tale istituto permette di nominare è l'*administrative receiver*.

Si esaminerà in seguito la normativa dell'*Enterprise Act* del 2002, il quale ha posto numerosi limiti alla *receivership*, pur garantendola all'interno di settori strategici e settori che negli ultimi anni hanno assunto un'importanza crescente.

Dopo avere effettuato tale approfondimento si procederà alla disamina della corrispondente disciplina di cui al pegno mobiliare non possessorio *ex art. 1 D.lgs. 59/2016* confrontandola con quella della *floating charge* ed esaminandone i punti di incontro e le differenze.

4.2. Il “London Approach” e il “turnaround” aziendale quali criterio di scelta di escussione della *floating charge* e del pegno mobiliare non possessorio.

Per comprendere in quali circostanze si possa procedere all'escussione della *floating charge* e del pegno mobiliare non possessorio, nonché alle prerogative che queste garanzie attribuiscono al creditore, è necessario esaminare il c.d. *London Approach* elaborato per la prima volta negli anni Settanta dalla *Bank of England* e che ha ad oggetto una procedura che le banche finanziatrici devono adottare nei confronti di una società in crisi.

Tale procedura, che come si approfondirà in seguito ha carattere informale e stragiudiziale, pur avendo una genesi risalente agli anni '70 nel Regno Unito, ha assunto uno spessore ed una valenza di carattere internazionale, tale da influenzare anche il comportamento dei creditori nelle procedure di risanamento aziendale italiane dette anche procedure di “turnaround” che constano nell'attuazione di strumenti di regolazione¹⁷⁶ della crisi ai sensi del Titolo IV del Nuovo Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza¹⁷⁷.

L'esame del *London Approach*, avendo profondamente influenzato anche la prassi italiana, permette di comprendere quindi a che punto di una procedura di risanamento di una società in crisi, sia conveniente escutere il pegno non possessorio applicando per il nuovo istituto, in ottica prospettica, le riflessioni fatte tempo fa dalla *Bank of England* in relazione alla *floating charge*.

Queste riflessioni permettono di individuare il momento in cui è più opportuno escutere una garanzia non possessoria. Una tale scelta ha carattere strategico durante tutta la fase di

¹⁷⁶ Gli strumenti di regolazione della crisi sono i piani attestati di risanamento, gli accordi di ristrutturazione dei debiti (i quali comprendono gli accordi di ristrutturazione agevolati e gli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa), la convenzione di moratoria e il piano di ristrutturazione omologato (“PRO”).

¹⁷⁷ D.lgs. del 12 gennaio 2019, n. 14.

risanamento ed è fondamentale per il fatto che, gravando su beni produttivi, qualora si proceda ad un'escussione precoce, si rischia una compromissione della continuità aziendale della società, il cui sostegno ed attenzione al mantenimento rappresenta, invece, uno degli obiettivi di tutta la procedura di *turnaround*.

4.3 Le modalità di gestione di una crisi aziendale nel Regno Unito e in Italia.

Premesso che l'ambito in cui si effettuerà l'analisi esposta è quello della ristrutturazione aziendale, l'intento del presente paragrafo è quello di inquadrare la procedura della ristrutturazione all'interno del più ampio ventaglio di scelte, fra cui possono optare i creditori all'interno dell'ordinamento inglese e di quello Italiano.

Nel Regno Unito, nel caso in cui una società si trovi in difficoltà finanziaria, come per esempio il sovraindebitamento, la crisi e l'insolvenza¹⁷⁸ (reversibile) qualsiasi creditore, indipendentemente dal fatto che il suo credito sia garantito, può scegliere di agire in diversi modi. Anzitutto, può proporre un "*restructuring plan*" (i.e. piano di ristrutturazione) di concerto con gli altri creditori, può richiedere al tribunale di attivare la procedura di *administration* di cui alla *Sec 10*¹⁷⁹ e seguenti dell'*Insolvency Act* del 1986, o decidere per una *winding up-petition*¹⁸⁰. Qualora poi il credito sia garantito da una *floating charge*, potrà sfruttarne una delle prerogative che la differenziano da qualsiasi altro istituto non possessorio europeo, ossia la possibilità di ottenere il controllo dell'impresa in crisi mediante la nomina di un *administrative receiver*, un soggetto, chiamato *in primis* a fare gli interessi del creditore che lo ha nominato e in secondo luogo a gestire l'azienda in difficoltà finanziaria.

¹⁷⁸ L'insolvenza, ai sensi dell'art. 2 del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, è definibile come "*lo stato del debitore che non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni e che si manifesta con inadempimenti e altri fatti esteriori*" è di regola una situazione irreversibile, per cui non è più valida alcuna misura preventiva, e spesso l'insolvenza, in quanto presupposto per la liquidazione giudiziale, risulta essere la *deadline* della vita di una società. Tuttavia, ci sono situazioni, disciplinate dal CCII, in cui si pone come presupposto oggettivo per la fruibilità di un determinato istituto una forma di insolvenza reversibile. Esempio di quanto affermato sono gli istituti di cui all'art. 56 CCII ossia gli accordi in esecuzione dei piani attestati di risanamento e all'art. 57 CCII ovvero gli accordi di ristrutturazione dei debiti.

¹⁷⁹ Si tratta di una procedura volta alla gestione di una società in stato di "*financial distress*".

¹⁸⁰ La *winding-up* è la procedura inglese equivalente alla nostra liquidazione giudiziale. Per essere richiesta è necessario che sussistano tutti i requisiti di cui alla *Sec. 122, Part IV, Chapter VI* dell'*Insolvency Act* del 1986.

Fra questo ventaglio di possibilità, da più parti¹⁸¹ si è sottolineato che l'*administration* non rappresenta una scelta efficiente per via di una serie di problemi¹⁸² dovuti all'apertura, ai costi, e alla pubblicità della procedura: tutti aspetti che, viceversa, non si riscontrano -in una soluzione stragiudiziale, quale l'adozione di un *restructuring plan* in conformità al *London Approach*, oppure nel caso di nomina di un *administrative receiver* da parte del creditore assistito da una *floating charge*.

In Italia la scelta che i creditori possono adottare è analoga, possono infatti optare per un accordo di ristrutturazione dei debiti o altri strumenti di risoluzione della crisi o dell'insolvenza, o procedere alla richiesta della liquidazione giudiziale ai sensi del Titolo V del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza.

Come si approfondirà successivamente, a differenza del *floating charge-holder* il creditore garantito da un pegno mobiliare non possessorio non ha la possibilità di nominare un *administrative receiver*¹⁸³ ma se si esaminano più attentamente i poteri che il legislatore ha concesso a quest'ultimo nella fase di escussione in autotutela, si potrà notare una somiglianza sostanziale con l'*administrative receivership*.

L'alternativa alla richiesta di attivazione della procedura di *administration*, alla *winding up-petition* o, in Italia alla richiesta di apertura della liquidazione giudiziale, è l'adozione congiunta da parte delle banche finanziatrici di una determinata impresa di un piano di ristrutturazione in conformità ai principi elaborati nel tempo dal *London Approach*.

Trattare di questa procedura permette di comprendere appieno il ruolo della *floating charge* e di conseguenza del pegno mobiliare non possessorio. Entrambe le garanzie, pur avendo fra di loro numerose differenze, sono simili dal punto di vista funzionale, di conseguenza studiare in che momento di una crisi sia opportuno escutere la *floating charge*

¹⁸¹ P. Kent che ha ricoperto la carica di "Bank's Director for Finance and Industry" nella *Bank of England* ne tratta in un discorso tenutosi al *Chartered Institute of Bankers* il 12 novembre 1992.

¹⁸² Il primo, problema che fa sì che le banche e i professionisti operanti nel mercato del credito decidano di non dare avvio alla procedura giudiziale dell'*administration* è il costo della procedura, il quale rappresenta già di per sé un disincentivo per le banche alla sua attivazione dato che una banca che non solo dovrebbe fare fronte ad un'esposizione debitoria elevata, ma vedrebbe le probabilità di soddisfacimento del suo credito diminuire per via di un costante aumento di costi procedurali.

Il secondo e il terzo problema, di cui pare opportuno trattare congiuntamente è legato ai fenomeni di apertura e di pubblicità della procedura di *administration* giudiziale. Infatti, al momento dell'avvio della procedura, il mercato, i fornitori, e tutti coloro che operano con l'azienda in crisi, venendo a conoscenza della pendenza della procedura inevitabilmente sono più riluttanti a proseguire tutti i rapporti commerciali con la società in questione. Una tale evenienza, non solo ostacola l'azienda nel suo percorso di risanamento, ma addirittura rischia di farlo fallire con la conseguenza per cui da una procedura di *administration* si passi ad un'effettiva liquidazione della società.

¹⁸³ Prerogativa invece che appartiene al creditore garantito da una *floating charge* di diritto inglese.

permette di capire per analogia, in che situazione sia opportuno procedere all'escussione del pegno mobiliare non possessorio *ex. art. 1 del Decreto Banche*.

4.4 La nascita del *London Approach* e l'influenza sulle prassi nelle procedure adottate dai creditori nell'ambito degli strumenti di risoluzione della crisi.

Il *London Approach* può essere definito come un approccio volontario ed informale adottato congiuntamente da un gruppo di banche nei confronti di una società in difficoltà finanziaria¹⁸⁴. La nascita risale al 1970 grazie all'attività di mediazione effettuata dalla *Bank of England* in un periodo di fortissime turbolenze finanziarie per le società e per tutta l'economia inglese.

La *Bank of England* grazie alla sua attività di mediazione aveva come principale obiettivo la realizzazione del “*workout*” ovvero contribuire affinché le banche finanziatrici di una società raggiungessero un accordo di estensione del supporto finanziario a favore della società in crisi, con il fine ultimo di effettuare il risanamento.

Il sistema di regole elaborato dalla *Bank of England* non è cogente e si basa su quello che alcuni studiosi¹⁸⁵ hanno definito un vero e proprio “*game of co-operation*”, ossia un processo di ristrutturazione aziendale che si può attuare solamente nel caso in cui ci sia la collaborazione di tutti gli agenti.

Se quindi, da un punto di vista macroeconomico, la procedura di risanamento di una società in crisi rappresenta la scelta migliore dato l'impatto positivo che i risanamenti delle società possono avere sul prodotto interno lordo di uno Stato, dal punto di vista dei creditori è opportuno chiedersi perché dovrebbero preferire un piano di ristrutturazione piuttosto che l'escussione delle rispettive garanzie o il soddisfacimento del credito mediante la vendita dei beni del complesso aziendale.

Le ragioni possono essere le più disparate anche se uno dei motivi principali è quello per cui, salvo il caso in cui non ci sia un ingente *surplus* di *assets* (difficile in una situazione di

¹⁸⁴ J. Armour, S. Deakin, *Norms in Private insolvency: The “London Approach” to the Resolution of Financial Distress*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2001, p. 31. Nel presente testo il *London Approach* viene definito come “[A] non statutory and informal framework introduced with the support of the Bank of England for dealing with temporary support operations mounted by banks and other lenders to a company or group in financial difficulties, pending a possibile restructuring”. La definizione, riportata nel testo citato proviene da un *memo* della British Bankers Association intitolato “*Description of the London Approach*” del 1996.

¹⁸⁵ R. Sugden, *Spontaneous Order*, in *Journal of Economic Perspectives*, 1989, p. 85 e ss.

crisi), è di regola, è sempre maggiore il valore di un'impresa in continuità rispetto al valore della stessa considerata nell'insieme dei beni che la compongono.

Infatti, come accennato nel secondo capitolo, se si considerasse l'attività di impresa esclusivamente sotto un profilo patrimoniale e non anche sotto un profilo di carattere finanziario, si rischierebbe di escludere dalle proprie analisi il maggior valore prodotto dalla sinergia dei beni che compongono l'azienda, per questo motivo, i creditori, almeno da un punto di vista generale sono più incentivati alla ristrutturazione del debito piuttosto che alla liquidazione della società.

Le procedure di risanamento, quindi, rappresentano la via primaria attraverso la quale si affronta una crisi dell'impresa, e di conseguenza, la tematica dell'escussione delle garanzie non possessorie deve essere esaminata in primo luogo alla luce di questa considerazione.

Il *London Approach* nella sua qualità di modello di procedura di ristrutturazione aziendale, è stato classificato da Robert Sugden¹⁸⁶ come un procedimento la cui strategia e conformazione di base può essere fatta rientrare all'interno delle cosiddette EES ossia, le “*evolutionarily stable strategies*” ossia strategie che hanno la capacità di porre i creditori di “minoranza” in una situazione di svantaggio rispetto a tutti coloro che perseguono la strategia concordata dalla maggioranza, incentivando quindi tutti i creditori a cooperare per raggiungere l'accordo volto al risanamento dell'impresa.

4.5 La duplice natura delle garanzie non possessorie all'interno delle procedure di risanamento delle imprese in crisi.

All'interno delle procedure di risanamento aziendale, la *floating charge*, e parallelamente anche il pegno mobiliare non possessorio, hanno una duplice natura. Da un lato, infatti, possono rappresentare un ostacolo per il perseguimento dell'accordo di ristrutturazione, dall'altro invece un incentivo.

Il *discrimen* ha carattere temporale, in quanto la possibilità di una garanzia non possessoria di costituire un ostacolo o un incentivo al raggiungimento di tali accordi è connessa allo sviluppo della procedura di risanamento nonché al suo stato di avanzamento.

In riferimento al primo aspetto, una garanzia non possessoria può rappresentare un ostacolo in fase di avvio della procedura, ossia nel momento in cui si deve scegliere se procedere attraverso un accordo di ristrutturazione oppure alla liquidazione della società.

¹⁸⁶ Sugden è un economista inglese, specializzato in economia comportamentale.

Il concetto a cui si fa riferimento è ai c.d. *free riders*: alcuni creditori, trovandosi in una posizione privilegiata rispetto agli altri¹⁸⁷ potrebbero costituire un ostacolo alla realizzazione di una procedura di risanamento che richiede o l'unanimità (Inghilterra) o elevate maggioranze (in Italia) per essere adottata. Tali soggetti, non avendo alcun incentivo alla realizzazione di un accordo di risanamento potrebbero avere comportamenti di carattere ostruzionistico¹⁸⁸ nei confronti della procedura e compromettere il buon esito della procedura.

Il *free-rider*, perciò, si potrebbe trovare in una posizione di forza rispetto agli altri finanziatori: ad esempio, nel caso in cui si presenti nella veste di creditore garantito da una garanzia non possessoria (*floating charge* o pegno mobiliare non possessorio) che permettendo la nomina di un *administrative receiver* o garantendo al creditore particolari agevolazioni come l'escussione in autotutela¹⁸⁹, che gli potrebbe consentire di ottenere un integrale soddisfacimento del credito, facendo venire meno il suo interesse a consentire alla realizzazione di un piano di ristrutturazione.

Peraltro, l'attuazione del piano sarebbe anche compromessa successivamente all'eventuale escussione della garanzia non possessoria in quanto tali garanzie vengono costituite su beni produttivi che qualora dovessero venire a mancare priverebbero l'impresa della continuità aziendale¹⁹⁰, presupposto necessario del piano di risanamento.

Dall'identificazione di tale problema in relazione alla tematica dei *free-riders* si può comprendere come, durante una crisi aziendale, l'escussione della *floating charge* o del nuovo pegno non possessorio debba essere considerata come un'*extrema ratio*, ossia in tutti i casi in cui non sia conveniente per i creditori procedere alla realizzazione di un piano di ristrutturazione.

Se quindi tali garanzie all'inizio del procedimento possono rappresentare un ostacolo per la realizzazione del piano di ristrutturazione in quanto entrambe attribuiscono ai creditori che ne sono titolati un'alternativa valida al piano di ristrutturazione¹⁹¹, al contrario nel

¹⁸⁷ Ad esempio, perché per loro è particolarmente conveniente escutere la garanzia.

¹⁸⁸ Un frequente comportamento ostruzionistico è quello del c.d. *hold-up* che consiste nel chiedere un prezzo o un soddisfacimento del proprio credito superiore alla percentuale che il piano prevede per ognuno dei soggetti finanziatori.

¹⁸⁹ Prevista dall'art. 1 comma 7 del D.lgs. 59/2016.

¹⁹⁰ La continuità aziendale sarebbe compromessa per il fatto che, mancando i fattori produttivi, la società non potrebbe continuare ad essere attiva.

¹⁹¹ I creditori che sono garantiti da una *floating charge* o da un pegno mobiliare non possessorio hanno infatti alternative valide al piano di ristrutturazione. Infatti, si trovano in una posizione di carattere privilegiato rispetto a quella degli altri creditori. Se da un lato la *floating charge* permette al creditore di nominare un soggetto (*receiver*) che prenda il controllo dell'impresa, dall'altro il pegno mobiliare non possessorio permette di procedere attraverso l'escussione in autotutela. Entrambe le garanzie sono quindi particolarmente vantaggiose per il creditore il cui credito è da esse garantito.

momento stesso della redazione del piano possono invece essere un importante strumento per la convinzione di finanziatori ad apportare-nuova finanza.

Questo duplice ruolo della *floating charge* e del pegno non possessorio *all'interno* del procedimento di risanamento delle imprese in crisi lo si può apprezzare solo se si esaminano i principi generali alla base del *London Approach*, sui quali si sono plasmate le prassi italiane.

Il *London Approach* ha infatti come caratteristica, nella seconda parte del procedimento, di sfruttare la *floating charge*, esclusivamente nella sua valenza “potenziale”, opzione che si intende riproporre anche in relazione al pegno non possessorio.

In altre parole, nella seconda parte della procedura la *floating charge* non viene impiegata per finalità di escussione, ma per finalità di convincimento del soggetto che apporta la finanza nuova e come *moral suasion* nei confronti di tutti gli altri finanziatori, al rispetto del piano. In seguito all'esame dei principi alla base del *London Approach* si potrà apprezzare questa seconda funzione delle garanzie non possessorie, caratterizzate da modalità di escussione particolarmente agevoli per il creditore da esse garantito.

4.5.1 I principi alla base del *London Approach* e i rapporti con le procedure di *tunaround* adottate in Italia.

Prima di esaminare i principi alla base del *London Approach* e le similitudini con la prassi italiana, da essi influenzata, è importante sottolineare che la procedura in questione non evidenzia delle regole dettagliate o una *guidance* che gli operatori finanziari devono rispettare, ma comprende esclusivamente dei principi generali che disciplinano le modalità attraverso cui le banche e gli altri creditori dovrebbero operare nel momento in cui la società che hanno finanziato gli comunicati di trovarsi in una situazione di difficoltà economica e che non riesce ad adempiere più alle proprie obbligazioni.

I principi a cui si deve fare riferimento sono tre.

Secondo il primo principio, le banche che hanno finanziato la società in crisi devono evitare la c.d. “*race to collect*”. In altre parole, le banche non devono procedere all'escussione della garanzia che assiste il loro credito qualunque essa sia. Anche in riferimento a questo aspetto, Pen Kent¹⁹², sottolinea la necessità per le banche, di non inserire all'interno dei

¹⁹² P. Kent, *The London Approach*, in *Journal of International Banking Law*, 1993, 8, p. 84.

contratti di finanziamento delle *material adverse change clauses*¹⁹³ che siano “*hair-trigger*” ossia clausole di risoluzione del contratto le cui condizioni per l’attivazione siano carenti di quella elasticità che è necessaria in ogni rapporto imprenditoriale e che, come dice il termine, scattino anche per fatti che non siano funzionali o fondamentali per l’economia del contratto di finanziamento.

Il *London Approach* richiede poi che le banche non chiudano le linee di credito attraverso clausole che prevedano la decadenza dal beneficio del termine per la restituzione del finanziamento ed è richiesto espressamente che non si proceda all’escussione della *floating charge*¹⁹⁴ (c.d. *standstill*).

Già il primo dei tre principi del *London Approach* evidenzia bene il punto di vista della prassi delle operazioni di salvataggio nei confronti della *floating charge* che viene identificata alla stregua di un ostacolo o un limite alla realizzabilità del piano di ristrutturazione dei debiti.

Analogamente, anche la prassi italiana in relazione alle procedure di *turnaround* prevede la necessità che i creditori “*si astengano... per un determinato periodo dal chiedere il rientro dell’esposizione debitoria dell’impresa in crisi e dunque concedano quella che gli operatori normalmente denominano come una moratoria o standstill*”¹⁹⁵.

Lo *standstill* ovviamente non comprende solamente l’obbligo di non effettuare intimazioni di pagamento ma anche quello di non escutere le relative garanzie.

Anche se il pegno mobiliare non possessorio è diventato operativo solamente a partire da metà giugno 2023, la necessità di effettuare lo *standstill* si estenderà anche a questa garanzia, la cui escussione in autotutela può rappresentare, esattamente come la nomina dell’*administrative receiver* nella *floating charge* un ostacolo al buon esito della procedura.

Tuttavia, la preoccupazione che qualche creditore *free-rider* non rispetti lo *stand-still* in relazione alle garanzie non possessorie può essere vista anche sotto una diversa luce, nel senso che la facoltà per un creditore di attivare la *receivership* oppure l’escussione in autotutela ex art. 1 comma 7 del D.lgs. 58/2016, potrebbe essere un incentivo per le banche partecipanti all’accordo di ristrutturazione a formularlo secondo il c.d. “*best interest creditor test*”: criterio

¹⁹³ Si tratta di clausole che al verificarsi di un evento straordinario determinano al produzione di determinati effetti giuridici, quali ad esempio, nei contratti di finanziamento la decadenza del beneficio del termine con la conseguente possibilità di escutere la garanzia.

¹⁹⁴ J. Armour, S. Deakin, *Norms in Private insolvency: The “London Approach” to the Resolution of Financial Distress*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2001, p. 34.

¹⁹⁵ T.M. Ubertazzi, *Accordi di risanamento: i soggetti coinvolti, il ruolo delle banche e le responsabilità*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2013, p. 242 per maggiori approfondimenti in relazione alla tematica di riferimento G.Zanotti, *Le banche e le ristrutturazioni delle imprese in crisi*, in *Corporate Investment Banking* a cura di Forestieri, Egea, 2009.

di ragionevolezza sulla base del quale un creditore sceglierà il piano di ristrutturazione piuttosto che l'escussione della garanzia solamente nel caso in cui riesca ad ottenere con il piano una somma di denaro maggiore, rispetto a quella che avrebbe ottenuto nel caso in cui avesse optato per l'escussione della garanzia.

Il secondo principio alla base del *London Approach* prevede che le decisioni di lungo termine sul futuro della società in crisi devono essere effettuate sulla base di informazioni affidabili e che siano diffuse un modo completo fra tutte le banche finanziatrici.

Anche questo secondo principio trova conferma all'interno della prassi bancaria italiana con riferimento al risanamento delle imprese in crisi laddove si sottolinea l'importanza dell'attività di *monitoring* delle banche sull'attività di impresa in modo tale che ci sia una disclosure delle informazioni inerenti alla società il più possibile esaustiva.

Si ribadisce dunque anche nella prassi diffusa in Italia, in conformità con il *London Approach*, un obbligo di collaborazione che deve sussistere non solo durante la fase di negoziazione dell'accordo attraverso un completo scambio di informazioni ma anche in tutta la fase di esecuzione dello stesso¹⁹⁶.

In base al terzo principio del *London Approach*, infine, le banche devono cooperare, per capire quando e se concedere alla società in difficoltà finanziaria una nuova linea di credito (*c.d. financial lifeline*).

Come nel caso dei precedenti, anche questo principio trova conferma nella prassi bancaria italiana a riprova di come le modalità che i creditori adottano all'interno del nostro ordinamento sono basate sui principi fondati dalla *Bank of England* agli inizi degli anni Settanta. Infatti, la dottrina italiana ha riconosciuto che “*le scienze aziendalistiche insegnano che è difficile che una ristrutturazione riesca se i creditori non erogano nuova finanza*”¹⁹⁷”

Quest'ultimo principio rappresenta, in conclusione, la linea di confine oltre la quale avviene il passaggio alla seconda fase della procedura, all'interno della quale si manifesta la seconda natura della garanzia non possessoria, ossia quella di trasformarsi in uno strumento di agevolazione e non più di ostacolo alla realizzazione del risanamento qual era, come si è visto, nella fase di avvio.

¹⁹⁶ T.M. Ubertazzi, *Accordi di risanamento, i soggetti coinvolti, il ruolo delle banche e le responsabilità*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2013, p. 5 in cui richiamando L. Faccicani, *Banche, imprese in crisi e accordi stragiudiziali di risanamento: le novità introdotte dalla riforma del diritto fallimentare*, Giuffrè, 2007, afferma che: “*Le banche si adoperano per contribuire a evitare la dissoluzione di grandi apparati aziendali tramite un atteggiamento di collaborazione funzionale a un risanamento aziendale anche quando la liquidazione, sotto un profilo strettamente economico, risulterebbe la scelta ottimale*”.

¹⁹⁷ D. Galletti, *La ripartizione del rischio di insolvenza*, il Mulino, 2006, richiamato da T.M. Ubertazzi, *Op. Ult. Cit.*

4.6 La *floating charge* e il pegno mobiliare non possessorio quale strumento per l'ottenimento di finanza nuova.

Il terzo principio del *London Approach* riscontrabile anche nella prassi italiana, merita una particolare considerazione: esso, infatti, rappresenta, in sostanza, la seconda¹⁹⁸ parte del procedimento che adottano le banche nei confronti di una società in crisi.

Se la prima parte del procedimento imponeva alle banche di rimanere in *stand-still*, l'ultimo principio considera la possibilità di concedere alla società in crisi un'ulteriore linea di credito e quindi, segna l'inizio dell'avvio delle negoziazioni fra le banche per la redazione del piano di ristrutturazione.

La negoziazione del piano di ristrutturazione è un aspetto particolarmente delicato in Italia¹⁹⁹, ma ancor di più in Inghilterra poiché la procedura ha carattere volontario e in assenza di una normativa specifica non ci sono meccanismi di maggioranze agevolate presenti al contrario nel nostro ordinamento per facilitare il raggiungimento dell'accordo.

Per questo motivo, ai fini dell'adozione di un accordo di ristrutturazione è necessaria l'unanimità o comunque sono richieste maggioranze particolarmente elevate il cui raggiungimento potrebbe rivelarsi particolarmente difficoltoso, soprattutto nel caso in cui non sia solamente necessario effettuare una ristrutturazione del debito, ma sia anche necessario apportare la finanza nuova.

L'apporto di finanza nuova è di particolare difficoltà per il fatto che difficilmente le banche con un'esposizione debitoria nei confronti di un soggetto insolvente sono disposte a collocare ulteriori risorse finanziarie all'interno della società in crisi.

¹⁹⁸ Anche se si tratta di un punto terzo, può essere considerato come l'inizio della seconda parte del procedimento in quanto, il secondo principio, ossia quello per cui le decisioni inerenti alla società in crisi devono essere effettuate sulla base di informazioni affidabili e diffuse fra tutte le banche, è un principio di carattere generale che permea tutto il procedimento dall'inizio alla fine.

¹⁹⁹ Al contrario, in Italia, come specificato gli accordi di ristrutturazione sono disciplinati dalla legge la quale prevede anche meccanismi che consentono l'approvazione del piano pur senza il raggiungimento dell'unanimità. Un esempio è quello di cui all'art. 65 del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, che disciplina gli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa. Tale norma prevede infatti la possibilità di estendere l'accordo ai creditori non aderenti. Così dispone il comma 2 lett. d dell'art. 65: "[L'estensione è possibile nel caso in cui] *I creditori della medesima classe non aderenti... possano risultare soddisfatti in base all'accordo stesso in misura superiore rispetto alla liquidazione giudiziale*". In sostanza ai fini di determinare la possibilità di estensione si effettua il richiamato *best interest creditor test*.

Il problema qui posto, tuttavia in qualche modo deve essere risolto in quanto, l'assenza di finanza nuova può essere un limite alla realizzabilità di piani di ristrutturazione e di conseguenza al recupero anche solo parziale del credito delle banche finanziatrici.

La risoluzione di questo problema, ossia come convincere un terzo oppure una banca finanziatrice ad apportare finanza nuova può essere risolto facendo leva su due argomenti in particolare.

Il primo è quello per cui, come già ricordato in precedenza, con un piano di ristrutturazione le possibilità di recupero del credito aumentano; infatti, il valore di continuità è di norma superiore al valore di liquidazione.

Il secondo è che, qualora il terzo o il creditore che decida di apportare della finanza nuova, sia protetto nel suo investimento da una garanzia idonea, potrebbe essere incentivato ad effettuare l'apporto della somma di denaro sufficiente alla realizzazione del piano. La concessione di una garanzia idonea al soggetto che introduce denaro in una società in crisi, è quindi un vero e proprio strumento di convincimento.

Le garanzie che più si prestano alla realizzazione di questo obiettivo sono la *floating charge*²⁰⁰ e il pegno mobiliare non possessorio che possono essere considerate come un ottimo strumento di convincimento dei soggetti terzi ad apportare finanza nuova.

Infatti, da un lato la concessione ai nuovi finanziatori di una *floating charge* permette loro, in caso di inadempienza definitiva, di nominare un *administrative receiver* che gestisca la società nei loro interessi, ossia a fini di soddisfacimento del nuovo credito prestatato, dall'altro la concessione di un pegno non possessorio può allo stesso modo rappresentare un incentivo ai finanziatori all'apporto di nuova finanza date le possibilità di escussione in autotutela della garanzia che il Decreto Banche attribuisce al creditore garantito.

Sotto questa luce quindi si può apprezzare la grande utilità delle garanzie non possessorie che se precedentemente all'avvio delle negoziazioni erano viste alla stregua di un ostacolo alla realizzabilità del piano di risanamento, nella seconda parte del procedimento, nel momento in cui deve essere concessa la finanza nuova, diventano in tutto e per tutto una risorsa.

Questo duplice aspetto delle garanzie non possessorie all'interno delle procedure di risanamento delle imprese solleva in merito anche un'ulteriore considerazione ossia quella per cui un istituto giuridico può avere due tipologie differenti di utilità: l'utilità naturale o fisiologica, e un'utilità "atipica".

²⁰⁰ E. Galanti, *Garanzia non possessoria e controllo della crisi di impresa: la floating charge e l'administrative receivership*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, gennaio 2000, p. 96 e ss.

Questa seconda categoria rappresenta un'altra sfaccettatura dell'istituto, e ne evidenzia, in particolare l'aspetto pratico. L'utilità atipica è quindi una funzione dell'istituto che non viene fatta derivare direttamente dalla sua conformazione teorica, ma dall'aspetto pratico. Il legame fra l'istituto giuridico e la realtà pratica all'interno della quale ~~di cui~~ è si trova ad essere applicato, fa emergere delle funzioni atipiche, che tuttavia nella prassi, sono di particolare rilevanza e quasi paradossalmente non meno importanti delle funzioni tipiche.

In riferimento alla *floating charge*²⁰¹, se la sua funzione tipica in sede di escussione è quella della nomina di un *administrative receiver*, la sua funzione atipica consiste nell'essere uno strumento di convincimento dei finanziatori nell'apporto di finanza nuova: dunque, la funzione che esprime l'utilità "atipica" della *floating charge*, prescinde dal suo effettivo utilizzo, *i.e.* la nomina del *receiver*, tanto da esserne effettivamente indipendente. Quest'ultima riflessione può, a sua volta, suscitare un'altra di carattere generale.

Il concetto dell'utilità pratica (o atipica, presupponendo che l'atipicità in questo caso discenda dalla pratica) di un determinato istituto può essere applicato in via generale, almeno a livello interpretativo (infatti ci potrebbero essere istituti giuridici che non abbiano altra utilità se non quella prevista fisiologicamente dalla legge) a tutti gli istituti giuridici di qualsiasi ordinamento.

Emerge qui una lettura degli istituti giuridici, di carattere, per così dire "induttivo": se, come già L. Wittgenstein affermava²⁰², il significato di una parola va ricercato anche nel modo in cui viene utilizzata, così anche il significato di un istituto giuridico, può e deve essere ricercato non solo nel suo enunciato astratto, ma altresì nel modo in cui gli operatori del diritto in concreto lo impiegano.

Questo tipo di approccio, nell'affiancare all'analisi delle norme la prospettiva sociologica (ossia il modo in cui i cittadini impiegano effettivamente gli istituti giuridici) valorizza la prospettiva evolutiva del diritto, cosa oggi più che mai indispensabile. Considerare l'istituto nel modo in cui nella pratica gli operatori del diritto lo utilizzano, lo lega quindi indissolubilmente all'aspetto sociale, caratteristica che peraltro è propria degli studi giurisprudenziali, in quanto qualificabili come scienze sociali.

²⁰¹ Per analogia la considerazione può essere fatta valere anche per il pegno non possessorio.

²⁰² L. Wittgenstein, *Ricerche Filosofiche*, Einaudi, 1967, p. 36.

4.7. L'*administrative receivership*: la nomina dell'*administrative receiver* e la normativa di riferimento. La disciplina *pre - Enterprise Act* del 2002.

Nell'esame dell'istituto dell'*administrative receivership* non si può fare a meno di menzionare la normativa che lo ha disciplinato e l'evoluzione che tale forma di escussione ha subito in seguito all'*Enterprise Act* del 2002, il quale ne ha profondamente limitato l'utilizzo solamente a settori di carattere strategico di cui successivamente si fornirà un'esposizione.

La normativa sull'*administrative receivership* come aggiornata in seguito all'entrata in vigore dell'*Enterprise Act* del 2002, entrato in vigore dal 2003, si applica quindi solamente alle *floating charges* costituite successivamente a tale data.

Al contrario per le *floating charges* costituite precedentemente all'entrata in vigore dell'*Enterprise Act* è applicabile la normativa precedente, la quale attribuisce sicuramente al creditore garantito e al soggetto da quest'ultimo nominato per la gestione della società a fini di recupero del credito, maggiori prerogative e minori limitazioni.

La normativa a cui fare riferimento è l'*Insolvency Act* del 1986, in particolare la *Part III, Chapter I* rubricato "*Receivers and Managers*". La *Sec. 29* intitolata "*Definitions*" non definisce l'istituto dell'*administrative receivership* ma delinea la figura dell'*administrative receiver* definendolo come un *manager* dell'intera azienda (o della maggior parte dell'azienda) incaricato da un creditore garantito da una *floating charge*. Si specificano alla *Sec. 29 letter (a)* anche i rapporti fra la *floating charge* e la *fixed charge*.

Quest'ultima sezione, infatti, non permette la nomina di un *administrative receiver*, solamente nel caso in cui la garanzia sia fisiologicamente nata come *fixed charge*. Al contrario, è ammessa la nomina dell'*administrative receiver*, nel caso in cui, in seguito ad un evento di cristallizzazione, la *floating charge* si sia trasformata in una *fixed charge*.

La norma, specifica che è sufficiente, per la fruibilità dell'istituto che la *charge* nasca come *floating* essendo quindi completamente irrilevante, ai fini della nomina del *receiver* il verificarsi di un evento di cristallizzazione.

Un problema che si potrebbe presentare è però quello per cui l'impresa finanziata abbia rilasciato nei confronti di più creditori una *floating charge* che attribuisca ad entrambi il potere di nomina di un *administrative receiver*.

Il problema si dirama in due ulteriori questioni. La prima consiste nel chiedersi se in presenza di due creditori che siano entrambi titolari di una *floating charge* ognuno su porzioni di proprietà differenti della società, entrambi possano nominare un *administrative receiver*; il secondo problema, logicamente connesso al primo è se invece, i due creditori possano nominare due *receivers* sull'intera proprietà della società contemporaneamente.

In riferimento alla soluzione del primo problema, se i creditori sono titolari di una *floating charge* su diverse tipologie di beni del patrimonio aziendale, la legge, in particolare l'*Insolvency Act 1986, Chapter III, Sec. 29, letter (b)*, ammette esplicitamente la possibilità di nomina di due *administrativer receivers* da parte di due creditori che siano entrambi garantiti da *floating charge* su porzioni differenti del patrimonio aziendale²⁰³.

La norma risulta quindi fondamentale non solo per la soluzione del primo problema, ma indirettamente anche per la soluzione del secondo. Infatti, una condizione essenziale per la nomina del secondo *receiver* da parte del secondo creditore, è che le rispettive garanzie (quella del primo creditore e quella del secondo), siano state concesse su porzioni di patrimonio differenti della società.

In conseguenza di ciò a livello di interpretazione puramente letterale, si dovrebbe escludere la possibilità di nomina di un *administrative receiver*, nel caso in cui ce ne sia già un altro nominato precedentemente in virtù di una *floating charge* costituita sull'intero patrimonio aziendale²⁰⁴.

Tuttavia, altra parte della dottrina²⁰⁵ invece ha sostenuto la posizione per cui, anche il creditore titolare di una *floating charge* sul complesso dei beni aziendali, possa nominare un *administrative receiver* anche nel caso in cui abbia già provveduto, precedentemente a lui, un altro creditore.

Tuttavia, la libertà del secondo creditore di effettuare tale nomina non sarebbe completamente libera in quanto, l'*administrative receiver* successivamente nominato non potrebbe esercitare i propri poteri e dovrebbe attendere che il primo *receiver* abbia già provveduto alla soddisfazione del credito del creditore che lo ha nominato. Solo in seguito al soddisfacimento del primo credito, il secondo *receiver* potrà esercitare i suoi poteri sul complesso aziendale e a favore del secondo creditore garantito.

²⁰³ Così la *Sec. 29 letter. (b)*: "A person who would be such a receiver or manager but for the appointment of some other person as the receiver of part of the company's property". La norma pone una risoluzione al problema non tanto a livello diretto, ma nel definire la figura del *receiver*, include anche il soggetto nominato da un creditore, nel momento in cui un altro creditore abbia in precedenza nominato un *administrative receiver*.

²⁰⁴ Della stessa opinione anche F. Oditah, *Lightweight Floating Charges*, in *Journal of Business Law*, 1991, p. 50.

²⁰⁵ R. Goode, *Principles of Corporate Insolvency Law*, second edition, Sweet&Maxwell, 1997, p. 218.

4.8. Le modalità di nomina dell'*administrative receiver*.

Per quanto riguarda le modalità di nomina dell'*administrative receiver* si sottolinea che questo poteva e può tutt'ora essere nominato²⁰⁶ in via stragiudiziale, senza che fosse necessario un intervento da parte del giudice²⁰⁷.

Questa possibilità conferisce all'istituto una particolare elasticità e rapidità, rispetto all'*administration*, ossia una procedura giudiziale, in cui la nomina dell'*administrator* passa per il tribunale, con tutte le lungaggini e i vari oneri burocratici connessi.

In relazione alla nomina, non tutti i cittadini possono essere degli *administrative receivers*, infatti l'*Insolvency Act* del 1986, impone che il soggetto incaricato sia scelto all'interno di una categoria professionale particolare ossia quella degli *Insolvency Practitioners*.

Tale esigenza, posta dalla legge, è giustificata in relazione alla delicatezza e grande responsabilità che comporta la gestione di una impresa che si trova in una situazione di difficoltà economico-finanziaria.

Difatti, potrebbe essere considerato un paradosso, fare gestire un'impresa in crisi, seppur a soddisfacimento del credito di un singolo soggetto, ad una persona priva delle necessarie competenze giuridiche e manageriali.

A livello comparatistico, risponde ad una simile logica lo svolgimento della funzione di curatore fallimentare (adesso "liquidatore", siccome l'istituto del fallimento ha preso il nome di "liquidazione giudiziale").

Infatti, in Italia, il curatore fallimentare deve essere un soggetto che deve avere dei requisiti di professionalità ed indipendenza. La norma a cui si può fare riferimento è l'articolo 358 del Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza, il quale afferma che possono svolgere le funzioni di "liquidatore", gli iscritti agli albi degli avvocati, dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e dei consulenti del lavoro.

La normativa fondamentale è contenuta nella *Sec. 388, Chapter III, dell'Insolvency Act* del 1986, la quale definisce anzitutto chi sia un "*insolvency practitioner*". Tale è colui che appartiene ad un ordine professionale ("*Recognised professional body*") ai sensi della *Sec. 391 dell'Insolvency Act* del 1986²⁰⁸. In sostanza, per i motivi sopra esposti, il ruolo di *administrative*

²⁰⁶ Limitatamente ai settori in cui è ancora ammessa la nomina dell'*administrative receiver* in seguito alle modifiche dell'*Insolvency Act* del 1986, apportate dall'*Enterprise Act* del 2002.

²⁰⁷ B. Hannigan, *Company Law*, Oxford University Press, 2012, third edition, p. 557 e ss.

²⁰⁸ Il soggetto nominato quale *administrative receiver* deve quindi fare parte dell'ordine professionale degli *Insolvency Practitioners*, ordine regolato per la prima volta, a livello regolamentale dall'*Insolvency Practitioners Order* del 1986.

receiver è quindi riservato esclusivamente ai soggetti che sono inclusi all'interno di questo albo o ordine professionali.

Pare opportuno chiedersi, quali siano le condizioni che permettano al creditore garantito dalla *floating charge* sui beni aziendali di effettuare la nomina dell'*administrative receiver*. In sostanza, siccome si è visto che la nomina del *receiver* e in generale, la possibilità di fruizione di questa prerogativa, è una procedura di carattere stragiudiziale, è necessario prevedere all'interno dell'atto costitutivo della *floating charge* gli eventi che, nel caso in cui si verificano, attribuiscono la facoltà al creditore di nominare un *administrative receiver*.

Un caso in cui si è affermato l'obbligo del creditore garantito da *floating charge*, di indicare, all'interno dell'atto costitutivo della garanzia, tutte le condizioni al cui avveramento possa nominare un *administrative receiver*, è *Cryne v Barclays Bank plc* del 1987²⁰⁹ deciso davanti alla *Court of Appeal*. La decisione, contraria alla banca, riguarda la possibilità di quest'ultima di nominare un *receiver* nel caso in cui il rimborso del finanziamento fosse in pericolo, al di là dell'avveramento delle condizioni richieste dal titolo costitutivo della garanzia per la nomina dell'*administrative receiver*.

In primo grado, la banca ha visto il provvedimento di nomina dell'*administrative receiver* annullato e anche dopo avere impugnato la sentenza in secondo grado, si è visto respinto il proprio appello con la motivazione per cui non è sufficiente per la nomina del *receiver* il semplice fatto che la garanzia sia in pericolo: "... *it follows that there can have been no right in the bank to appoint a receiver in the present case unless the alleged term based on the alleged supervening jeopardy of the bank's security can properly be implied in the facility letter...*".

4.9 Le funzioni dell'*administrative receiver*: i poteri.

Uno degli effetti che conseguono alla nomina dell'*administrative receiver* è quello di impedire agli amministratori di gestire la società siccome, da quel momento in poi, è proprio il *receiver* che prenderà il controllo della società per gestirla, *in primis*, a fini di soddisfacimento del credito del soggetto il cui finanziamento era garantito da una *floating charge*.

²⁰⁹ *Cryne v. Barclays Bank plc* [1987], BCLC, 548.

L'obiettivo di gestire la società nell'interesse del creditore è stato affermato in via giurisprudenziale da Jenkins L.J. nel caso *Re B. Johnson & Co Ltd*²¹⁰ in cui il giudice statuiva che:” ...*the primary duty of the receiver is to the debenture holders and not to the company...*”.

Da questa citazione della sentenza, anzitutto si possono comprendere due caratteristiche dell'istituto dell'*administrative receivership*. La prima è che il *receiver – manager*, pur essendo l'effettivo dirigente della società deve fare prima di tutto gli interessi del creditore garantito che lo ha nominato, interessi che possono anche non combaciare con gli interessi della società²¹¹.

Ovviamente il soggetto nominato come *receiver*, anche se deve agire a vantaggio del creditore garantito, non può agire in totale detrimento della società che amministra, rimanendo sempre in vigore un obbligo generale di buona fede.

La seconda caratteristica dell'istituto è quella di rientrare all'interno della più generale figura dell'*agency*, ossia del mandato²¹². Esattamente come un mandatario del creditore, il *receiver* deve agire a vantaggio del mandante, senza perseguire interessi propri o di terzi. L'obbligo di agire esclusivamente a vantaggio del mandante, come notato precedentemente, è limitato però dal fatto che il *receiver* non può disinteressarsi completamente dell'andamento della società che in quel momento amministra, dovendo in un certo senso, provare a fare coincidere gli interessi del creditore titolare della *floating charge* con gli interessi di tutti gli *stakeholders* fra cui ovviamente ci sono anche i lavoratori della società stessa.

In riferimento specifico ai poteri di cui è titolare l'*administrative receiver*, vi è una disciplina legislativa le cui norme principali sono contenute all'interno della *Schedule 1* dell'*Insolvency Act* del 1986 rubricata “*Powers of Administrator or Administrative receiver*”. Anzitutto, uno dei primi poteri elencati dalla legge, è quello per cui il *receiver* ha diritto di prendere possesso della società.

La possibilità di prendere possesso della società è ovviamente un requisito necessario per l'esercizio dei suoi poteri amministrativi, i quali come affermato al punto secondo della *Schedule 1* gli permettono di vendere o comunque disporre del patrimonio aziendale, attraverso una “...*public auction, or private contract...*”.

²¹⁰ *Re B. Johnson & Co. Ltd* [1955], Ch. 634.

²¹¹ L'*administrative receiver*, infatti, può compiere atti anche di liquidazione del patrimonio aziendale fino a soddisfacimento del credito. Atti di questo genere ovviamente non sono a beneficio della società, ma esclusivamente del creditore garantito, in quanto, in seguito agli atti di liquidazione il patrimonio della società ne risulta depauperato.

²¹² D. Milman, *Receivers as Agents*, in *The Modern Law Review*, 1981, p. 661-662.

La disposizione ovviamente deve essere interpretata conformemente a quanto detto sopra, nel senso che comunque l'*administrative receiver* nell'esercizio delle sue prerogative deve tenere in considerazione gli interessi di tutti gli *stakeholders*, da ciò si può dedurre che al fine di evitare eventuali azioni di risarcimento dei danni da parte degli altri amministratori e dei soci, il *receiver* debba scegliere in modo oculato i beni da liquidare per il soddisfacimento del credito del *floating charge holder*.

Infatti, la vendita di immobilizzazioni, ossia di beni ad utilità pluriennale della società potrebbero effettivamente apportare anche un danno di carattere irreversibile, in grado presumibilmente di compromettere la continuità.

La scelta dei beni da sottoporre a vendita si pone quindi come un tema centrale dell'impiego di tutto l'istituto. Il complesso di beni che pare quindi più opportuno iniziare a vendere sono quindi tutte le attività a consistenza variabile come le attività correnti.

La vendita dei semilavorati o dei prodotti finiti permette quindi di evitare che la società subisca un danno da perdita di immobilizzazioni che potrebbero comprometterne la futura continuità. Il potere quindi di vendita dei beni della società, che pare, esclusivamente leggendo la norma di cui alla *Schedule 1*, quasi illimitato, deve essere interpretato a livello sistematico, con l'eventuale forma di responsabilità in cui potrebbe incorrere il *receiver* qualora cagionasse un danno di particolare rilevanza alla società che gestisce.

In relazione a quanto detto la prerogativa di cui al numero 14 della *Schedule 1* che attribuisce il "*power to carry on the business of the company*", rappresenta in realtà un potere-dovere in capo al *receiver*, se letto in conformità con la normativa di cui sopra.

In relazione ai poteri del *receiver* risulta di fondamentale importanza anche la *Sec. 42* dell'*Insolvency Act* del 1986 che introduce una presunzione di sussistenza in capo all'*administrative receiver* dei poteri di cui alla *Schedule 1*, salvo ovviamente diverso accordo fra le parti, le quali possono anche non inserire all'interno dell'atto costitutivo che disciplina la *floating charge* i poteri previsti dall'*Insolvency Act*.

Grazie alla libertà che la legge pone nei confronti dei poteri dell'*administrative receiver*, l'istituto in questione può anche essere impiegato con finalità di ristrutturazione dell'intera impresa e non esclusivamente come metodo di soddisfacimento del creditore garantito.

4.10 Alcune critiche rispetto all'*administrative receivership*: la genesi delle riforme di cui all'*Enterprise Act* del 2002 e i rapporti con l'*administration*.

Se da più punti di vista l'istituto dell'*administrative receivership* presenta numerosi vantaggi per il creditore garantito da *floating charge*, da altri lati presenta alcuni svantaggi inerenti alla compatibilità e all'armonizzazione con altri istituti del diritto inglese, in particolare quello dell'*administration*.

L'*administration* è una procedura giudiziale introdotta anch'essa a livello "codicistico" con l'*Insolvency Act* del 1986, che permette la nomina di un *administrator* da parte del giudice che gestisca la società in crisi perseguendo gli obiettivi di cui alla *Schedule B1* paragrafo 3 rubricato "*Purpose of the administration*". Tale norma stabilisce che l'*administrator*²¹³ deve eseguire i suoi compiti con l'obiettivo di:

1. Riuscire a risanare l'azienda in modo tale da ripristinarne la continuità aziendale;
2. Riuscire a far ottenere ai creditori una percentuale di soddisfacimento del proprio credito maggiore rispetto a quanto potrebbero ottenere nel caso di scioglimento e conseguente liquidazione della società;
3. Procedere alla vendita di parte della proprietà della società in modo tale da effettuare una o più distribuzioni di denaro nei confronti di uno o più creditori garantiti;

Con il passare del tempo, attraverso il *White-Paper* precedente all'emanazione dell'*Enterprise Act* del 2002, il governo del Regno Unito ha sollevato numerosi dubbi in relazione a tre problematiche dell'impiego dell'istituto dell'*administrative receivership*.

La prima problematica è stata sollevata in relazione ai numerosi dubbi che alcuni studiosi²¹⁴ hanno posto nei confronti della capacità della procedura dell'*administrative receivership* di massimizzare il valore economico per i creditori e per la società stessa²¹⁵, infatti,

²¹³ La figura dell'*administrator* non deve essere confusa con quella dell'*administrative receiver*. Infatti, il primo è il soggetto nominato in virtù della procedura giudiziale di *administration*, il secondo è nominato sulla base dell'istituto dell'*administrative receivership*, entrambi in ogni caso, disciplinati dall'*Insolvency Act* del 2006.

²¹⁴ Tali criticità sono anche riportate all'interno di B.Hanningan, *Company Law*, Oxford University Press, third edition, 2012, p. 558.

²¹⁵ Così il *white paper*: " ... widespread concern as to the extent to which ... receivership as a procedure provides adequate incentives to maximise economic value...". La porzione di *white-paper* riportata nel presente elaborato è citata da R.J. Mokal, *Corporate Insolvency Law: Theory and Application*, Oxford University Press, 2005, p. 209. L'autore fra l'altro adotta un approccio particolarmente critico non solo nei confronti dell'*administrative*

se l'*administrative receiver* nominato dal creditore è chiamato a fare *in primis* gli interessi di quest'ultimo, allora, inevitabilmente, potrebbe agire, anche se non esplicitamente a danno della società, in un modo che rechi danno agli altri creditori o ai c.d. *junior claimants* ossia i soggetti che rispetto al *floating charge holder* hanno una preferenza inferiore. Peraltro, anche gli obblighi di non recare danno nei confronti della società sono considerabili in modo particolarmente elastico.

Una delle principali sentenze che illustrando in modo specifico le prerogative del *receiver* mette indirettamente in luce la problematica sopra annunciata è *Silven Properties Ltd v. Royal Bank of Scotland*²¹⁶ del 2003.

Il caso ha ad oggetto un finanziamento effettuato dalla *Royal Bank of Scotland* a favore della società *Silven Properties Ltd.*, finanziamento garantito da una *floating charge* sul patrimonio della società. La banca decide di provvedere alla nomina di un *administrative receiver* secondo quanto previsto dalla *Schedule 1* dell'*Insolvency Act* del 1986.

Il *receiver* procede alla vendita di parte del patrimonio aziendale della società mutuataria, per ottenere il flusso di denaro sufficiente al soddisfacimento del credito della banca, rimasto fino allora insoluto.

La società mutuataria decide quindi di agire in giudizio allegando una violazione del dovere del *receiver* di comportarsi secondo diligenza, siccome, a detta della società debitrice "they sold the mortgaged properties at an undervalue".

Il giudice *Lightman* rigetta l'appello della società mutuataria, affermando, *inter alia*, che il *receiver* ha il diritto di fare gli interessi del soggetto che lo ha nominato, quindi del creditore titolare della *floating charge*, e inoltre può procedere alla vendita immediata anche se non è possibile realizzare il miglior prezzo²¹⁷.

La sentenza si mostra particolarmente utile anche nel mostrare il rapporto fra l'istituto della *receivership* e la procedura giudiziale dell'*administration* in relazione alla problematica della massimizzazione del valore economico aziendale, infatti il giudice afferma anche che un *administrator*, contrariamente al *receiver*, non deve perseguire un interesse personale o di terzi (il creditore garantito da *floating charge*), a cui potrebbe dare una priorità rispetto all'interesse

receivership in generale, ma anche nei confronti della *floating charge*, tant'è vero che a pag. 220 del citato manuale propone e argomenta i motivi per cui adesso la *floating charge* dovrebbe essere abolita.

²¹⁶ *Silven Properties Ltd v. Royal Bank of Scotland* [2003], EWCA, Civ. 1409 (CA).

²¹⁷ "... he is entitled to give priority to his own interests, and may insist on an immediate sale whether or not that is calculated to realise the best price".

generale, ma deve fare tutto il possibile per ottenere il miglior prezzo a cui vendere la proprietà aziendale²¹⁸.

Dall'esame di questa sentenza si può quindi comprendere l'origine e le motivazioni del primo problema della disciplina dell'*administrative receivership* e quindi anche comprendere la *ratio* della riforma legislativa.

La seconda problematica, strettamente legata alla prima è quella per cui, precedentemente alla riforma effettuata mediante l'*Enterprise Act* del 2002, nel caso in cui si volesse procedere ad effettuare una richiesta al tribunale per l'apertura della procedura di *administration*, si doveva applicare la *Sec. 9* par. 3 della *Part II* dell'*Insolvency Act* del 1986, norma che disponeva²¹⁹ che: nel caso in cui, a fronte di una richiesta di apertura della procedura di *administration*, il giudice ritenesse sufficiente per gli scopi di soddisfacimento dei creditori la precedente nomina di un *administrative receiver* da parte di un *floating charge holder*, allora il giudice avrebbe dovuto rigettare la richiesta di apertura della procedura di *administration*.

In altre parole, i rapporti fra i due istituti pendevano nettamente a favore dell'*administrative receivership*, mentre la procedura dell'*administration* aveva un ruolo di carattere residuale.

Il terzo problema che parte della dottrina²²⁰ ha sollevato nei confronti dell'*administrative receivership* riguarda il c.d. "*receiver opportunism*". Il concetto richiama ovviamente il rischio di conflitti di interesse, non solo fra il *receiver* e la società amministrata ma anche fra il *receiver* e il creditore che lo ha nominato.

Infatti, parte dei costi²²¹ dell'*administrative receivership* consistono proprio nel pagamento del *receiver* il quale, qualora si comporti in malafede, potrebbe adottare comportamenti di carattere opportunistico che vadano sia contro gli interessi dei creditori sia contro quelli della società amministrata.

In conclusione, il legislatore inglese, nella consapevolezza di questi tre principali problemi, ha deciso, spinto anche dalla dottrina e dagli altri operatori del diritto, a procedere

²¹⁸ "... an administrator, by contrast, like a liquidator, has no interest of his own to which he may give priority, and must take reasonable care in choosing the time at which to sell the property. His duty is to take reasonable care to obtain the best price that the circumstances permit".

²¹⁹ Di seguito il testo della *Sec. 9, No. 3 della Part II*, dell'*Insolvency Act* del 1986: "... where the court is satisfied that there is an administrative receiver of the company, the court shall dismiss the petition...". La norma è stata poi completamente eliminata dall'*Enterprise Act* del 2002, il quale si applica nei confronti delle *floating charges* costituite successivamente al 15 settembre 2003.

²²⁰ R. J. Mokal, *Corporate Insolvency Law: Theory and Application*, Oxford University Press, 2005, p. 217.

²²¹ La procedura dell'*administrative receivership* è particolarmente costosa, infatti si stima che in media i costi complessivi siano pari a circa un quarto del patrimonio della società insolvente – i dati sono riportati in R.J. Mokal, *Corporate Insolvency Law: Theory and Application*, Oxford University Press, 2005, p. 215, nota 117.

ad una riforma dell'istituto della *receivership*, limitandolo esclusivamente a particolari categorie di progetti imprenditoriali, i quali comunque non rappresentano una nicchia, ma settori strategici per lo sviluppo dell'economia. Dell'evoluzione normativa e dell'esame più specifico dei settori coinvolti, si effettua un approfondimento nel paragrafo seguente.

4.11 La riforma dell'*administrative receivership* in seguito all'*Enterprise Act* del 2002.

Attualmente in seguito alla riforma effettuata dal legislatore inglese con l'*Enterprise Act* del 2002 è stato notevolmente ridotto il margine di utilizzo dell'*administrative receivership* in favore di una riforma e allargamento dell'area di applicabilità dell'*administration*.

La *Sec. 72A, Part III, Chapter IV*, dell'*Insolvency Act*, come modificato in seguito all'entrata in vigore dell'*Enterprise Act*, introduce un divieto di nomina dell'*administrative receiver* stabilendo che²²² il creditore garantito da una *floating charge* non può più incaricare un *receiver* che prenda il controllo della società e che la amministri a tutela del proprio credito.

Rilevante ai fini della definizione del perimetro del divieto è la norma di cui al punto (4)²²³ della presente sezione che stabilisce che il divieto si applica indipendentemente dal nome con cui le parti chiamano il soggetto che svolge le funzioni di *administrative receiver*. Attraverso questa previsione il legislatore del Regno Unito dell'*Enterprise Act* ha mostrato di aver preferito un approccio di carattere sostanzialistico rispetto ad uno di carattere formalistico, rendendo quindi il divieto di carattere generale, lasciando comunque uno spazio di eccezioni.

Infatti, la *Sec. 72A* afferma che, tale divieto si applica alle *floating charge* costituite successivamente al 15 settembre 2003²²⁴ e che subisce le eccezioni²²⁵ di cui alle sezioni 72B fino alla sezione 72 GA.

La prima eccezione, rappresentata dalla *Sec. 72B*, rubricata "*First exception: capital market*", stabilisce che il divieto di *appointment* dell'*administrative receiver* non si applica a tutti quegli accordi a garanzia di finanziamenti concessi tramite operazioni di *capital market*

²²² La *Sec. 72°, Chapter IV, Part III*, dell'*Insolvency Act*: "The holder of a qualifying floating charge in respect of a company's property may not appoint an administrative receiver of the company".

²²³ Si riporta la norma originale: "In spite of any provision of an agreement or instrument which purports to empower a person to appoint an administrative receiver (by whatever name)".

²²⁴ Il punto (4) in realtà afferma che il divieto si applica dalla data individuata con un provvedimento del "Secretary of the State" (In originale: "This section applies... to a floating charge created on or after a date appointed by the Secretary of State by order made by statutory instrument". La data quindi di emanazione di tale provvedimento corrisponde al 15 settembre 2003, giorno ufficiale dal quale è scattato il divieto in questione.

²²⁵ Si riporta la norma originale: "This section is subject to the exceptions specified in sections 72B to 72GA".

(i.e. operazioni di raccolta di risorse finanziarie tramite ricorso al mercato dei capitali, ad esempio mediante l'emissione di obbligazioni), nel caso in cui siano soddisfatte due condizioni:

1. che l'accordo di raccolta del capitale abbia l'obiettivo di raccogliere almeno cinquanta milioni di sterline;
2. che l'accordo di raccolta del capitale sia effettuato tramite raccolta del denaro sul mercato dei capitali.

La prima eccezione, quindi, rappresenta un ampio spazio per l'impiego dell'*administrative receivership* nonché un'importante deroga al divieto generale esposto precedentemente.

L'ampiezza dell'eccezione è dovuta al fatto che i finanziamenti mediante ricorso al mercato dei capitali possono essere effettuati non solo con le obbligazioni ordinarie, ma anche con gli strumenti di finanza alternativa quali i *project bonds* ossia, obbligazioni legate allo sviluppo di un determinato progetto di investimento.

Il flusso di denaro può, in aggiunta, essere ottenuto mediante l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni oppure le c.d. *debenture stock* ossia titoli di credito che danno al titolare il diritto di ricevere un pagamento tramite distribuzione di utili prestabilito e stabile nel tempo (si tratta di strumenti finanziari in tutto e per tutto simili alle c.d. *preferred stock* ossia le azioni privilegiate).

La seconda eccezione è rappresentata dalla *Sec. 72C*²²⁶. Tale eccezione ha ad oggetto la *public-private partnership* (i.e. partenariato pubblico privato). La norma specifica anche che in questa circostanza è possibile nominare un *administrative receiver* che gestisca la SPV costituita allo scopo della realizzazione dell'opera.

Oltre alle eccezioni di cui si è trattato, merita una speciale menzione quella di cui alla *Sec. 72E*²²⁷, rubricata "*project finance*", la quale stabilisce che il divieto di cui alla sezione 72A non si applica nei casi dei finanziamenti per la realizzazione di opere effettuati con la modalità del *project financing*.

In riferimento a questa modalità di finanziamento, di cui si è trattato nel capitolo III del presente elaborato, si sottolinea che la possibilità di sfruttamento dell'*administrative*

²²⁶ Così la norma: "*Section 72° does not prevent the appointment of an administrative receiver of a project company of a project which: is a public-private partnership project, and includes step-in rights*".

²²⁷ Si riporta la norma originale: "*Section 72° does not prevent the appointment of an administrative receiver of a project company which is a financed project, and includes step-in rights*".

receivership è particolarmente vantaggiosa e sotto quest'ottica pare giustificata l'ammissibilità dell'istituto in relazione al settore della finanza di progetto.

Infatti, uno dei problemi principali della *receivership* era che il *receiver* non sempre riusciva a massimizzare il valore economico della società, poiché era chiamato in primis a fare gli interessi del creditore che lo aveva nominato. Invece, con riferimento al caso di specie, gli interessi del creditore (la banca finanziatrice) e quelli della società coincidono, dato che per il recupero del proprio credito la banca ha fatto affidamento sui flussi di cassa generabili dalla società di progetto, che deve rimanere in prospettiva di continuità aziendale.

È interessante notare a livello comparatistico, che nell'ordinamento italiano, il perseguimento delle finalità dell'*administrative receivership* in relazione al *project finance* viene perseguito attraverso due espedienti che permettono ai finanziatori di ottenere di fatto il controllo della società progetto, esattamente come nel diritto inglese, nei finanziamenti svolti in modalità di *project financing* i creditori titolari di una *floating charge* possono nominare un *administrative receiver*.

Il primo istituto, molto utilizzato nella prassi è la costituzione di un pegno sulle quote della società veicolo. In questo modo, la banca finanziatrice, nel caso di determinarsi di un *default event* può scegliere se vendere le quote della società progetto, oppure se utilizzarle per assumerne il controllo ai sensi dell'art. 2352 del codice civile²²⁸ il quale attribuisce al creditore pignoratizio o all'usufruttuario il diritto di voto connesso alle azioni o alle quote oggetto del pegno o dell'usufrutto.

In relazione a questa dinamica si specifica però che nella prassi delle operazioni di *project financing* i finanziatori rinunciano inizialmente ai diritti di cui all'art. 2352 cod. civ., questo per il fatto che i creditori “*non hanno alcun interesse ad intervenire in assemblea e tantomeno ad assumersi le responsabilità che discendono dall'esercizio del diritto di voto fintantoché il progetto è in bonis*”²²⁹. Solamente nel caso in cui il progetto cessi di essere *in bonis*, scatterà la condizione che determinerà la riappropriazione dei diritti di voto in capo ai creditori.

La seconda cosa che si usa fare nella prassi e che si avvicina particolarmente all'*administrative receivership* è tramite la sottoscrizione degli accordi diretti (*direct agreements*). Gli accordi diretti vengono sottoscritti sia fra la società progetto e i fornitori, sia

²²⁸ La norma stabilisce infatti che: “*Nel caso di pegno o usufrutto sulle azioni, il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, al creditore pignoratizio o all'usufruttuario. Nel caso di sequestro delle azioni il diritto di voto è esercitato dal custode*”.

²²⁹ L. De Matteis, *I contratti tipici nel settore delle energie rinnovabili*, Cedam, 2022, p. 130.

fra la società progetto e i finanziatori. Questi ultimi rispetto alla società progetto, stabiliscono che al verificarsi di un *default event*, hanno il diritto di nominare un soggetto che amministrerà la società a loro vantaggio. La prassi in questione, utile per permettere ai finanziatori di recuperare la continuità aziendale della società veicolo, è in tutto e per tutto simile se non equivalente all'istituto della *receivership*.

L'analogia, fra la prassi nei contratti di finanziamento in modalità di *project financing* e l'*administrative receivership* è di carattere funzionale, in quanto entrambi gli istituti hanno lo scopo di permettere ai finanziatori di proteggere il proprio investimento prendendo il controllo di una società di modo tale da incrementarne o ripristinarne la produzione di *cash flow*.

La *receivership* da questo punto di vista si mostra un equivalente funzionale all'istituto della predisposizione di un pegno ordinario sulle quote della società progetto, secondo il diritto italiano. Si può in un certo senso affermare che l'istituto della *receivership* rappresenta nel settore del *project financing* un segmento di *security package* tipizzato dalla legge²³⁰.

Infatti, all'interno di tale settore, la finalità principale del *security package*, non è quella di procedere alla vendita degli *asset* che fanno parte del patrimonio della società progetto, ma è quello di assicurare un controllo sul progetto in capo ai soggetti finanziatori²³¹.

Se questo è l'obiettivo, allora l'istituto della *receivership* si pone quale uno strumento perfetto nell'agevolazione delle operazioni di finanziamento realizzate in modalità di *project financing*.

Viene dunque spontaneo dedurre che in caso di nomina di un *administrative receiver* da parte di una banca che abbia finanziato in modalità di finanza di progetto, questa non proceda alla liquidazione dei beni aziendali, ma gestisca la società in un'ottica di continuità aziendale, dato che, *ex ante*, ha fatto affidamento proprio su quest'ultima per la concessione del prestito.

L'escussione delle garanzie connesse al progetto si pone quindi in sostanza, quale un'*extrema ratio*, dopo che la continuità aziendale del progetto non si sia potuta recuperare anche in seguito alla nomina del *receiver* da parte del *floating charge holder*.

In relazione alle ulteriori eccezioni si rimanda alla lettura delle sezioni comprese fra la 72A e la 72GA non esaminate nel presente elaborato.

²³⁰ J. H. Rover, *Security in Project Finance*, Secured Lending in Commercial Transactions – trends and perspectives, reperibile al link www.ebrd.com/downloads/legal/secured/roever7m.pdf, all'interno del quale illustrando la funzione del *security package* all'interno delle operazioni di *project finance* si menziona la "*management function of the floating charge*", possibile attraverso l'impiego dell'istituto dell'*administrative receivership*.

²³¹ L. De Matteis, *I contratti tipici nel settore delle energie rinnovabili*, Cedam, 2022, p. 126.

Rimane in ogni caso confermato anche in seguito all'entrata in vigore dell'*Enterprise Act* del 2003, la facoltà di nomina in capo al soggetto titolare della *floating charge* il quale potrà nominare un *receiver* a sua discrezione, essendo rimasto sufficiente il requisito di iscrizione del soggetto all'interno dell'albo degli *Insolvency Practitioners*.

4.12 Le preferenze fra *fixed charge* e *floating charge*.

Un aspetto che si ritiene opportuno esaminare è il rapporto e le regole che disciplinano le preferenze fra la *fixed* e la *floating charge*. Tali regole sono necessarie per comprendere l'esatta conformazione del *security package* di un finanziatore nel momento in cui sia chiamato alla scelta fra *fixed* e *floating charge* oppure ad una loro combinazione.

La questione delle *priority rules* deve essere esaminata da due punti di vista differenti. In altre parole, è necessario porsi due domande: la prima è quali siano le regole applicabili nel caso in cui vengano costituite due garanzie uguali sugli stessi beni, mentre con la seconda ci si interroga su quali siano le regole da applicare nel caso in cui su uno stesso bene vengano costituite due garanzie differenti.

Prima di approfondire la trattazione, è importante sottolineare che una società può in sostanza utilizzare i suoi *asset* per garantire diversi debiti, ossia concedere in garanzia gli stessi beni per rapporti giuridici differenti. La problematica delle preferenze fra i creditori si pone quale situazione patologica da due punti di vista.

Il primo è che la questione delle preferenze fra i creditori è una situazione patologica in relazione al singolo rapporto creditizio, garantito dagli *asset* della società. Infatti, solamente nel momento in cui il debito non potrà più essere ripagato, il creditore si porrà nella pratica il problema del soddisfacimento del suo credito mediante l'escussione della garanzia.

Il secondo punto di vista è quello per cui, anche se il singolo rapporto giuridico creditizio potrebbe essere in una situazione patologica, almeno dal punto di vista tecnico, siccome il debitore non riesce a ripagare il credito che gli è stato fatto, nella pratica, questo problema potrebbe non porsi se in seguito all'escussione delle garanzie i creditori riescano completamente a soddisfare il proprio credito.

In sostanza, il problema dell'applicazione delle c.d. *priority rules* si pone esclusivamente²³² nella circostanza in cui il denaro ricavato dalla vendita dei beni che

²³² E. Ferran, L. C. Ho, *Secured Debt: Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2nd edition, 2014, p. 338.

fungevano da *collateral* delle garanzie concesse ai creditori, non siano sufficienti a determinare un integrale soddisfacimento del credito. Solo in tale circostanza si pone di fatto il problema delle *priority rules*.

La prima regola applicabile nel Regno Unito, la quale peraltro rappresenta un principio applicabile anche nell'ordinamento italiano è quella per cui se due garanzie identiche hanno come *collateral* uno stesso bene, si applica, ai fini della determinazione del grado di preferenza, il criterio cronologico.

In altre parole, qualora su uno stesso bene siano costituite due *fixed charge*, la prima costituita dal creditore A, il giorno x e la seconda costituita dal creditore B il giorno x+1, a prevalere sarà quella di A, in applicazione del criterio dell'antiorità temporale²³³.

La stessa logica si applica, nell'ordinamento italiano per le ipoteche, in cui il grado dell'ipoteca si determina a seconda di chi fra i creditori ipotecari abbia inoltrato la richiesta di iscrizione alla conservatoria dei registri immobiliari²³⁴.

La seconda regola che vede il fondamento nella sentenza *Pilcher v. Rawlins* del 1872²³⁵ è quella per cui un soggetto che acquista la proprietà di un determinato bene in buona fede, lo acquista libero da vincoli e oneri.

Nella sentenza infatti Lord Hatherley, Lord Chancellor, ha affermato l'irrilevanza dell'inconsapevolezza incolpevole dell'esistenza di un diritto altrui sul bene che oggetto dell'acquisto. Si riconferma peraltro all'interno di questo *leading case*²³⁶ il principio per cui *male fides supervenies non nocet*, nella porzione di ragionamento di Lord Hatherley, in cui afferma che "... *Provided that he did not know that fact upon paying his purchase-money*".

²³³ Il c.d. criterio del "*prior in tempore, potior in jure*". O nel linguaggio giuridico inglese "*first in time, stronger in right*".

²³⁴ L'art. 2852 cod. civ. afferma infatti che: "L'ipoteca prende grado dal momento della sua iscrizione, anche se è iscritta per un credito condizionale. La stessa norma si applica per i crediti che possano eventualmente nascere in dipendenza di un rapporto già esistente".

²³⁵ *Pilcher v. Rawlins* [1872] 7 Ch App 259.

²³⁶ Si riporta la porzione del ragionamento di Lord Hatherley rilevante: "... *it is immaterial whether the purchaser knows or not that another has equitable interest prior to his own, provided that he did not know that fact upon paying his purchase-money. It may perhaps be sufficient in all possible cases for the purchaser to say – I am not to be sued in equity at all. I hold what was conveyed to me without my having notice of another equitable title ...*".

Lo stesso principio lo si può ritrovare all'interno del nostro codice civile, in particolare all'articolo 1153, che stabilisce²³⁷ gli effetti dell'acquisto del possesso di buona fede che permette all'acquirente che sia in buona fede²³⁸ di acquistare la cosa libera da oneri e da vincoli.

L'applicazione di queste regole, che valgono il Regno Unito come dei principi generali, subisce un'applicazione derogata in relazione alla *floating charge*. Infatti, si ricorda che una delle caratteristiche principali della *floating charge* è quella per cui la società debitrice può comunque continuare ad utilizzare i beni oggetto della garanzia.

Ciò comporta non solo la possibilità di vendita dei beni, con un effetto di sostituzione "rotativa" del gravame, ma anche la facoltà di costituire ulteriori garanzie sui beni oggetto della *floating charge*.

Orbene, se così fossero le regole, allora si dovrebbe concludere che nel caso di concessione di una garanzia differente ad un soggetto terzo sul medesimo bene su cui grava la *floating charge*, si dovrebbe comunque dare la priorità al *floating charge holder* in caso di escussione in applicazione del criterio temporale.

Tuttavia, vi è un'importante deroga a questo principio, ossia quella per cui in applicazione del principio introdotto per la prima volta con la sentenza *Re Castell v. Brown Ltd* del 1898²³⁹, il creditore garantito dalla *floating charge* soccombe di fronte ad un soggetto che abbia una *fixed charge* oppure abbia acquistato il bene pur nella consapevolezza che al momento dell'acquisto che il bene è oggetto di una *floating charge*.

Questa deroga ovviamente non si applica nel momento in cui venga costituito sul bene già oggetto di una *floating charge* un'altra *floating charge*, infatti in quest'ultimo caso, in applicazione del criterio cronologico, avrà preferenza il creditore che ha costituito la prima *floating charge* sul bene salvo il caso in cui l'atto costitutivo della prima *floating charge* preveda che le *floating charge* costituite successivamente abbiano una priorità rispetto a quella costituita anteriormente, in deroga quindi al principio dell'anteriorità cronologica.

In sostanza quindi la *floating charge* si qualificherebbe in sostanza come una garanzia che attribuisce al creditore la priorità solamente in relazione ai creditori chirografari, ossia ai soggetti il cui credito non è assistito da nessun diritto reale di garanzia.

²³⁷ L'art 1153 cod. civ. stabilisce infatti che: "Colui al quale sono alienati beni mobili da parte di chi non è proprietario, ne acquista la proprietà mediante il possesso, purché sia in buona fede al momento della consegna e sussista un titolo idoneo al trasferimento della proprietà. La proprietà si acquista libera da diritti altrui sulla cosa... e vi è la buona fede dell'acquirente.

²³⁸ La buona fede è sufficiente che permanga al momento dell'acquisto in applicazione del brocardo latino "*mala fides superveniens non nocet*".

²³⁹ *Re Castell v. Brown Ltd* [1898] 1 Ch 315.

In questo caso, tuttavia, dato lo scarso posizionamento all'interno della scala delle prelazioni, frequentemente al momento della costituzione della *floating charge*, si inserisce anche un *negative pledge*²⁴⁰, avente lo scopo di impedire che il debitore costituisca garanzie di pari grado o superiore sui beni che sono già oggetto di una *floating charge*.

La violazione di questo obbligo, quindi nella circostanza in cui il debitore abbia costituito una garanzia di uguale o pari rango sullo stesso bene, frequentemente costituisce un *default event* ai sensi del contratto di finanziamento, con la conseguenza della decadenza dal beneficio del termine per la restituzione dell'importo e dell'eventuale risarcimento dei danni per *breach of contract*.

4.13 L'escussione del pegno mobiliare non possessorio: analogie e differenze rispetto alla *floating charge*. Gli eventi di escussione ex. art. 1 comma 7 del D.lgs. 59/2016.

Se da un lato nel sistema inglese è prevista la possibilità di nomina del *receiver* quale modalità principale di escussione della garanzia, all'interno dell'ordinamento giuridico italiano, anche in seguito all'introduzione del pegno mobiliare non possessorio con il D.Lgs. 59/2016, tale prerogativa non è menzionata e non deve ritenersi ammessa.

Come accennato precedentemente però nella prassi commerciale, in particolare quella relativa ai contratti di finanziamento, è usuale inserire all'interno del pacchetto di garanzie, *inter alia*, un pegno sulle quote della società, in modo tale da permettere di fatto al creditore pignorante di ottenere il controllo della società, in caso di mancato soddisfacimento del proprio credito.

Il risultato che in questo modo si ottiene è, almeno da un punto di vista pratico e funzionale analogo a quello che il *floating charge holder* ottiene attraverso la nomina dell'*administrative receiver*.

Tuttavia, ci si intende soffermare su un particolare aspetto che differenzia la prassi di effettuare un pegno quote o sulle azioni della società debitrice, dalla nomina dell'*administrative receiver*.

Infatti, la tecnica del pegno sulle quote/azioni è efficace solamente nel caso in cui ad essere debitrice sia una società di progetto, costituita appositamente per il perseguimento di un determinato scopo oppure la realizzazione di un'opera.

²⁴⁰ E. Ferran, L.C. Ho, *Secured Debt: Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2nd edition, 2014, p. 339.

Non potrebbe essere costituito un pegno quote/azioni, su una società di grandi dimensioni, come le società quotate o con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante.

Questo limite del pegno azioni è dato dal fatto che quasi mai il valore del credito, potrà essere pari al valore di una quota di maggioranza sul capitale sociale della società, salvo che quella società le cui quote costituiscono il *collateral* del pegno non sia di piccole dimensioni.

Infatti, da un punto di vista pratico, è impossibile che un finanziamento possa essere garantito da tante quote o azioni della società che rappresentino almeno una quota di controllo della società stessa, se non nel caso in cui la società sia di piccole dimensioni.

Data quindi l'impossibilità di costituire un pegno sulle azioni o quote con l'analoga funzione dell'*administrative receivership* su società grandi, viene immediatamente messo in luce il primo limite di questa prassi, ossia quella di potere essere impiegata con funzione analoga alla *receivership* solo su delle società veicolo, o comunque su società piccole.

Al contrario, la receivership, è un istituto che può essere impiegato indipendentemente dal valore del credito garantito, permettendo al creditore di ottenere di fatto il controllo della società e di amministrarla a fini di soddisfacimento del proprio credito, anche nel caso in cui la *floating charge* sia stata costituita su una parte del patrimonio di una società di grandi dimensioni.

Sarà poi onere della società, grande o piccola che sia a prestare particolarmente attenzione nel momento in cui decida di concedere una *floating charge* sui propri beni, al fine di evitare, in caso di incapacità finanziaria, la nomina del *receiver* da parte del creditore garantito.

Tornando al pegno mobiliare non possessorio disciplinato dal Decreto Banche, in riferimento all'escussione, la prima norma di particolare rilevanza ai fini del presente paragrafo è l'art. 1 comma 7 del D.lgs. 59/2016. Tale norma riveste importanza per il fatto che pone l'obbligo per il creditore, all'interno dell'atto costitutivo di pegno non possessorio di indicare gli eventi che determinano l'escussione del pegno²⁴¹.

Già da tale obbligo fissato dalle prime parole della legge, si può notare una somiglianza con i requisiti fissati dalla legge inglese, in particolare dal *Companies Act* 2006 in riferimento alla *floating charge*.

²⁴¹ La norma così dispone: "Al verificarsi di un evento che determina l'escussione del pegno, il creditore, previa intimazione notificata, anche direttamente dal creditore a mezzo di posta elettronica certificata, al debitore e all'eventuale terzo concedente il pegno e previo avviso critto agli eventuali titolari di un pegno non possessorio trascritto nonché al debitore del credito oggetto del pegno, ha facoltà di procedere..."

Infatti, come esposto precedentemente, anche in relazione alla *floating charge* è necessario effettuare un elenco degli eventi di escussione, al verificarsi dei quali il creditore ottiene la possibilità di nomina dell'*administrative receiver*.

Tuttavia, la disciplina italiana, in relazione alla determinazione degli eventi di escussione pare più elastica di quella inglese, se la si contrappone a quanto affermato in una delle sentenze pilastro in relazione alla *receivership* ossia *Cryne v Barclays Bank plc* del 1987.

Come esaminato in precedenza, all'interno di questa sentenza, si impone alle parti di indicare precisamente gli eventi che possono determinare l'escussione della garanzia, vietando la nomina del *receiver* solo per il fatto che il credito sia "in pericolo di *default*".

In sostanza la prassi inglese, richiede un'individuazione specifica degli eventi che determinano l'escussione della *floating charge*, mentre la normativa italiana si limita ad accennare alla previsione degli eventi di escussione.

Si ricorda infatti che all'interno dell'art. 1 comma 7 del D.lgs. 59/2016, non viene fissato un obbligo a livello esplicito, ma la necessità di indicare almeno in via generale gli eventi di escussione è data come presupposta dalla legge.

L'obbligo implicito in questo caso, si pone quale elemento di incertezza della normativa, per cui ci si aspetta una delucidazione giurisprudenziale tutt'ora assente siccome il pegno non possessorio è diventato fruibile solamente nel giugno del 2023.

La necessità che si pronunci la giurisprudenza è richiesta dalla necessità di evitare la previsione di eventi di escussione c.d. *hair trigger* ossia, clausole che attribuiscono al creditore la facoltà di escutere la garanzia anche in relazione al più piccolo ed insignificante inadempimento del debitore e che potrebbero in tutto e per tutto rivelarsi di fatto delle clausole meramente potestative, vietate ai sensi dell'art. 1355²⁴² cod. civ. Infatti, ciò che caratterizza una clausola meramente potestativa è il fatto che l'avveramento della condizione dipende dalla mera volontà di una delle due parti.

Allo stesso modo, una clausola all'interno del contratto costitutivo di pegno mobiliare non possessorio potrebbe rischiare di entrare all'interno del divieto in questione, nel caso in cui ci siano previsioni rimettano la valutazione di una circostanza non a dati fattuali ma alla valutazione del creditore.

²⁴² L'articolo 1355 del codice civile, vieta le clausole meramente potestative, ossia tutte quelle condizioni il cui avveramento dipenda dalla mera volontà di una delle due parti del contratto.

4.13.1 L'intimazione notificata di escussione al debitore.

La normativa sul pegno mobiliare non possessorio impone al creditore l'effettuazione di un adempimento formale, in relazione alla possibilità di procedere all'escussione della garanzia. Il riferimento è all'obbligo fissato sempre dall'art. 1 comma 7 del D.lgs. 59/2016, che impone al creditore intenzionato a procedere all'escussione in autotutela, di effettuare un'intimazione ad adempiere notificata al debitore, e anche all'eventuale terzo concedente il pegno non possessorio.

Tale obbligo, stabilito dalla legge rappresenta di fatto una tutela a favore del debitore, in relazione al fatto che, nel momento in cui si procede all'escussione del pegno non possessorio, il creditore potrà vendere i beni oggetto della garanzia, di fatto compromettendo l'attività produttiva del debitore.

Si ricorda infatti, che siccome il pegno non possessorio viene costituito sui beni produttivi, in caso di escussione della garanzia, il debitore riceverà un danno non poco indifferente, per il fatto che l'escussione determinerà presumibilmente l'interruzione dell'attività imprenditoriale.

Una forma di tutela analoga è prevista in relazione alla *floating charge* al verificarsi del fenomeno della cristallizzazione. Infatti, come si è avuto modo di approfondire all'interno del capitolo primo, nel caso di *express crystallisation* è necessario che il creditore effettui una notifica al debitore del verificarsi di un evento di cristallizzazione, il quale determina il tramutarsi della *floating charge* in *fixed charge*, con l'annessa impossibilità per il debitore di disporre dei beni oggetto della garanzia.

Anche in questo caso la notifica è essenziale date le conseguenze derivanti dall'evento di cristallizzazione della *floating charge* e che segna di fatto l'inizio dell'escussione della garanzia.

L'art. 1 comma 7 del D.lgs. 59/2016 specifica anche la necessità di effettuare la notifica nei confronti di eventuali altri soggetti titolari di un pegno mobiliare non possessorio. In relazione a questo adempimento la normativa italiana ha una differenza rispetto alla relativa normativa applicabile nel Regno Unito in forza dell'*Insolvency Act* del 1986.

Infatti, se da un lato, secondo la normativa italiana, è il creditore a dovere effettuare tutte le comunicazioni prescritte dalla legge, secondo la normativa inglese, in particolare il riferimento è alla *Sec. 46*²⁴³, pur rimanendo in vigore l'obbligo di effettuare le opportune

²⁴³ La norma a cui si fa riferimento è la *Sec. 46, Part III, Chapter I* del *Companies Act* del 1986 la quale dispone che: "Where an administrative receiver is appointed he shall... within 28 days after his appointment, unless the

comunicazioni agli altri creditori, tale obbligo è posto in capo al *receiver* e non al creditore, come avviene ai sensi del D.lgs. 59/2016.

Inoltre, se ai sensi della normativa italiana relativa al pegno mobiliare non possessorio²⁴⁴ la notifica deve essere effettuata solo agli “*eventuali titolari di un pegno non possessorio*”, ai sensi della *Sec. 46* citata, la notifica di nomina dell’*administrative receivership* deve essere effettuata nei confronti di tutta la classe dei creditori.

Questo aspetto rappresenta forse una carenza della normativa italiana rispetto a quella di diritto inglese. Tale mancanza rischia infatti di dare luogo ad una asimmetria informativa fra i creditori titolari di un pegno mobiliare non possessorio e quelli chirografari o garantiti dalle altre tipologie di garanzia.

Se da un lato si potrebbe argomentare che siccome la disciplina del pegno mobiliare non possessorio non determina la possibilità di nomina di un *administrative receivership*, non ci sarebbe bisogno di un’informazione generalizzata dei creditori, dall’altro si deve comunque tenere in considerazione che la garanzia grava su beni che qualora vengano sottoposti alla vendita, potrebbero compromettere la continuità aziendale e di conseguenza determinare un pregiudizio nei confronti dei creditori chirografari o di quelli garantiti da altre forme di garanzie reali.

Un’impostazione di tal genere della legge italiana determina, come accennato sopra gravi asimmetrie informative fra i creditori, con la conseguenza, che in caso di una situazione di crisi, è più difficile procedere attraverso degli accordi di ristrutturazione. Infatti, come si è visto in relazione al *London Approach* i cui principi possono essere considerati generalmente validi, nonché di indiscussa efficacia, uno dei maggiori ostacoli al risanamento delle aziende in crisi sono le asimmetrie informative fra i vari creditori.

In relazione a questa problematica, una soluzione potrebbe essere quella di imporre al creditore titolare del pegno non possessorio, di effettuare la notifica di procedere all’escussione della garanzia non soltanto agli altri creditori garantiti dalla stessa garanzia, ma a tutti i creditori della società.

court otherwise directs, send such a notice to all the creditors of the company (so far as he is aware of their addresses)...”.

²⁴⁴ R. Catalano, *Il pegno mobiliare non possessorio ex. lege n. 119/2016*, Jovene, 2018, p. 37.

4.14 Le quattro modalità di escussione del pegno ex. art. 1 D.lgs. 59/2016 rispetto alla disciplina dell'*administrative receivership*.

Le modalità di escussione del pegno mobiliare non possessorio rappresentano, fra tutte, la differenza di maggior rilievo rispetto alla *floating charge* di diritto inglese. In Italia infatti, il Decreto Banche, non attribuisce al creditore titolare del pegno non possessorio nessuna facoltà di nomina di amministratori o di controllo dell'impresa stessa al verificarsi di un evento di *default*.

Una modalità di tal genere sarebbe peraltro incompatibile con l'applicabilità della disciplina della liquidazione giudiziale o del concordato preventivo, le quali prevedono la nomina di un liquidatore o un curatore esclusivamente in via giudiziale, in modo tale da assicurare maggiore imparzialità ed oggettività nella liquidazione o gestione dell'impresa in stato di crisi o di insolvenza.

Tuttavia, anche se a livello teorico c'è un'incompatibilità della possibilità di inserire all'interno del nostro ordinamento un istituto simile alla *receivership* inglese, come si approfondirà nel presente paragrafo, il legislatore ha perseguito un obiettivo analogo attribuendo al creditore la possibilità di escussione in autotutela.

Come si avrà modo di approfondire infatti, le prerogative concesse al creditore pignorante al momento dell'escussione sono nella pratica le stesse del *receiver* di diritto inglese, esclusi ovviamente i poteri di amministrazione. Tale comparazione è corroborata dal fatto che, come nella *receivership*, il *receiver* procederà nella maggior parte dei casi alla vendita o locazione dei beni oggetto della garanzia, allo stesso modo questi poteri sono due delle quattro prerogative che nell'ordinamento giuridico italiano sono concesse al creditore garantito da pegno mobiliare non possessorio.

La forma di escussione in autotutela ha però, nel nostro ordinamento, carattere completamente eccezionale per il fatto che rappresenta, in un certo senso, una deroga ai principi della *par condicio creditorum*²⁴⁵ siccome l'escussione non avviene con la partecipazione di tutti i creditori, ma individualmente mediante la sola attività del creditore garantito da pegno mobiliare non possessorio.

Un esempio di escussione in autotutela precedente al D.lgs. 59 del 2016 lo si può rinvenire all'interno del D.lgs. 170/2004 in attuazione della direttiva 2002/47/CE, in materia di contratti di garanzia finanziaria, che attribuisce ai creditori, nei contratti aventi come oggetto

²⁴⁵ M. Orlando, *Prime riflessioni sul c.d. decreto banche*, in *Fallimento*, soluzioni negoziate della crisi e della disciplina bancaria dopo le riforme del 2015 e del 2016, 2016, p. 1082.

della garanzia delle attività finanziarie, di procedere, in caso di *default* del debitore all'escussione in autotutela, mediante, ad esempio, l'appropriazione delle attività finanziarie oggetto della garanzia.

Il riferimento normativo per il pegno non possessorio è sempre il comma 7 dell'art. 1 del Decreto Banche, il quale predispone che il creditore ha facoltà di procedere a quattro forme di escussione²⁴⁶ in autotutela, previa effettuazione dell'intimazione e della notifica di cui si è trattato precedentemente.

La legge anche se tratta delle modalità attraverso cui può avvenire l'escussione, tace in relazione al momento della presa di possesso dei beni da parte del creditore, circostanza necessaria e fondamentale ai fini dell'escussione della garanzia²⁴⁷.

In riferimento a questo aspetto, invece la disciplina di escussione della *floating charge* pare sicuramente più completa, anche ovviamente grazie ai numerosi anni da cui viene impiegata che ne hanno contribuito a forgiare la disciplina.

Infatti, la presa di possesso dei beni avviene nel momento in cui il creditore nomina l'*administrative receiver*. In questo modo, si evitano situazioni in cui il debitore ostacola il creditore nell'escussione della garanzia attraverso atteggiamenti non collaborativi.

Nell'ordinamento giuridico italiano, invece, questa situazione di incertezza relativa al momento della presa di possesso dei beni da parte del creditore permane, il che potrebbe rendere particolarmente difficoltosa l'escussione della garanzia in autotutela ex. art. 1 comma 7 del D.lgs. 59/2016.

Sarebbe infatti inimmaginabile pensare ad una piena collaborazione del debitore, il quale, si ricorda, perdendo i beni oggetto della garanzia, i quali sono funzionali alla sua attività produttiva, si troverà in una situazione in cui dovrà presumibilmente affrontare la cessazione della sua attività di impresa, qualora i beni oggetto del pegno non possessorio siano vitali per l'impresa stessa.

Si attende quindi un intervento su questo punto del legislatore, o quantomeno della giurisprudenza non appena si presenteranno le prime controversie in merito. Parte della dottrina²⁴⁸ ha sottolineato che comunque il creditore nel caso di mancata consegna dei beni

²⁴⁶ R. Brogi, *D.L. 59/2016: prime annotazioni sul pegno mobiliare non possessorio*, in *Quotidiano Giuridico*, 2016, p. 4.

²⁴⁷ Per un approfondimento sulla tematica della presa di possesso dei beni da parte del creditore garantito dal pegno si veda G. Gorla, P. Zanelli, *Del pegno, Delle ipoteche*, in *Commentario al Codice Civile*, Zanichelli, 1954, p. 3 e ss.

²⁴⁸ F. Murino, *Prime considerazioni sul c.d. pegno non possessorio*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2017, p. 230 e ss.

oggetto della garanzia da parte del debitore, avrebbe diritto lo stesso alla percezione di una somma di denaro a titolo di risarcimento del danno da ritardo o da mancata consegna.

Come rimedio per il creditore oltre al risarcimento del danno, il quale si pone come un rimedio successivo, ci sarebbe anche la possibilità di chiedere l'intervento dell'ufficiale giudiziario oppure chiedere un sequestro conservativo ex art. 671 del Codice di procedura civile²⁴⁹.

La prima delle quattro prerogative che l'art. 1 comma 7 del D.Lgs. 59/2016 attribuisce al creditore la possibilità di vendere²⁵⁰ i beni oggetto del pegno, trattenendo il corrispettivo a soddisfacimento del credito fino a “*concorrenza della somma garantita*”.

Nel caso in cui il creditore scelga di optare per questa ipotesi di escussione della garanzia, ai fini della vendita deve indire un'adeguata procedura competitiva²⁵¹ garantendo allo stesso tempo anche adeguate forme di pubblicità. La funzione di tale obbligo è strettamente connessa con l'obbligo di restituzione dell'eccedenza al debitore.

Infatti, se non ci fosse un obbligo di indire una procedura competitiva, la quale ha lo scopo di garantire che venga ottenuto il prezzo più alto possibile dalla vendita del bene di cui si procede all'escussione, il creditore si adopererebbe nella vendita del bene solo per l'ottenimento di un prezzo che gli permetta di ottenere il soddisfacimento del suo credito, senza curarsi di ottenere il miglior prezzo, poiché dovendo restituire l'eccedenza non ha alcun interesse ad ottenere il prezzo massimo disponibile sul mercato in caso di vendita del bene.

Un obbligo di tal genere invece manca in riferimento alla disciplina della *floating charge*, all'interno della quale, come abbiamo potuto constatare con l'esame del caso *Silven Properties Ltd v. Royal Bank of Scotland*²⁵², non è previsto alcun obbligo in capo all'*administrative receiver* di ottenere il prezzo più alto sul mercato.

Il giudice, infatti nel caso di specie affermò che il *receiver* prima di tutto deve fare gli interessi del creditore garantito, non sussistendo quindi una violazione dell'obbligo di comportarsi con diligenza, nel caso in cui si venda un bene del debitore non solo ad un prezzo inferiore a quello massimo, ma anche a quello medio di mercato.

²⁴⁹ V. Occorsio, *La garanzia mobiliare non possessoria “fluttuante” nella prospettiva delle garanzie reali al finanziamento d'impresa*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2018, p. 45.

²⁵¹ Il procedimento di vendita deve essere quindi adeguatamente pubblicizzato secondo le modalità stabilite dall'art. 490 del Codice di procedura civile, il quale dispone che: “*Quando la legge dispone che di un atto sia data pubblica notizia, un avviso contenente tutti i dati... deve essere inserito sul portale delle vendite pubbliche*”.

²⁵² *Silven Properties Ltd v. Royal Bank of Scotland* [2003], EWCA, Civ. 1409 (CA).

In relazione a questa carenza nella disciplina della *floating charge*, non sono mancate delle critiche, che hanno evidenziato, come in assenza di un obbligo in capo al creditore di ottenere il miglior prezzo, di fatto vengono trascurati gli interessi degli altri creditori, i quali di conseguenza potranno fare affidamento per il soddisfacimento del proprio credito, su un patrimonio meno capiente, rispetto al caso in cui invece, come nella disciplina italiana avviene, il creditore deve assicurare la vendita ad un prezzo determinato da procedure competitive.

In quest'ultimo caso, anche se nella disciplina italiana non è previsto l'obbligo di ottenere il miglior prezzo, l'adozione di una procedura competitiva, adeguatamente pubblicizzata consente, di creare una domanda sul bene da sottoporre alla vendita e auspicabilmente di vendere il bene ad un prezzo uguale o superiore al suo valore reale.

In conclusione, relativamente a questo aspetto, la normativa italiana sembra essere più attenta agli interessi di tutto il ceto creditorio diversamente da quella inglese, che non imponendo nemmeno un obbligo in capo al *receiver* di adozione di una procedura competitiva, non garantisce la coincidenza degli interessi del creditore garantito da *floating charge* con quelli di tutto il restante ceto creditorio.

Connessa, in quanto modalità alla prima facoltà di escussione a favore del creditore, c'è la possibilità di escutere o cedere i crediti oggetto del pegno fino a concorrenza della somma garantita.

La terza opzione per il creditore è quella di procedere alla locazione del bene oggetto del pegno "*imputando i canoni a soddisfacimento del proprio credito fino a concorrenza della somma garantita*²⁵³".

Come stabilito dalla normativa stessa, questa possibilità deve essere prevista all'interno del contratto costitutivo del diritto di pegno, il quale deve determinare anche i metodi di calcolo del "*corrispettivo della locazione*".

La possibilità di impiego di questa modalità di soddisfacimento del credito del creditore garantito da pegno non possessorio è vincolata quindi ad un requisito di carattere formale ed uno di carattere sostanziale.

Il requisito formale è la previsione all'interno del contratto di finanziamento di questa prerogativa e delle modalità di determinazione del canone, il requisito sostanziale invece, riguarda i beni oggetto della garanzia. Infatti, è possibile procedere alla locazione di quei beni che non siano deperibili, ma abbiano un'utilità prolungata nel tempo.

²⁵³ Art. 1 comma 7, lett. c., D.Lgs. 59/2016.

La classe di beni su cui conviene escutere la garanzia attraverso la modalità della locazione sono le immobilizzazioni, che data la loro utilità pluriennale, si prestano anche senza particolari difficoltà alla locazione.

Al contrario, i *current assets* che sono anche i beni sui quali, come si è potuto approfondire nel capitolo secondo, conviene maggiormente costituire il pegno mobiliare non possessorio, non si prestano all'escussione in autotutela mediante la locazione, data la loro deperibilità ed utilità ristretta nel tempo per definizione.

Se nell'ordinamento italiano quindi ci sono due requisiti, uno di carattere formale e uno di carattere sostanziale, in Inghilterra invece nella disciplina della *receivership* è assente il requisito formale, ossia non è necessaria la previsione all'interno del contratto costitutivo della garanzia la facoltà per il *receiver* di procedere alla locazione del bene.

Al contrario permane il requisito sostanziale di cui si è fatto riferimento, siccome tale requisito non attiene tanto all'interpretazione normativa, ma alle caratteristiche intrinseche dei beni oggetto della garanzia. Caratteristiche che sono identiche indipendentemente dall'ordinamento giuridico a cui si fa riferimento.

La quarta ed ultima modalità di escussione del pegno non possessorio consiste nell'appropriazione "*dei beni oggetto del pegno fino a concorrenza della somma garantita*²⁵⁴". Tale facoltà deve essere prevista all'interno del contratto costitutivo della garanzia esattamente allo stesso modo della locazione del bene di cui all'art 1, comma 7 lett. del Decreto Banche.

In questo caso, la norma introduce una forma di patto marciano²⁵⁵ ammessa dalla giurisprudenza²⁵⁶. La condizione imposta dalla legge è quella per cui sia comunque necessario prevedere all'interno del contratto il controvalore del bene, che in caso di *default* del debitore e di appropriazione ex art. 1 comma 7, lett. d del D.lgs. 59/2016, dovrà essere imputato a soddisfacimento del credito.

²⁵⁴ Art. 1, comma 7, lett. d, D.Lgs. 59/2016.

²⁵⁵ Il paragone fra patto marciano e la quarta modalità di escussione del pegno mobiliare non possessorio è effettuato da L. D'Orazio, *Le garanzie: pegno non possessorio e patto marciano*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2017, il quale esamina anzitutto il divieto di patto commissorio previsto dall'art. 2744 del Codice civile e in seguito la forma di patto marciano prevista all'interno del Decreto Banche. Per ulteriori approfondimenti in relazione al rapporto fra l'escussione del pegno non possessorio in modalità di appropriazione e il patto marciano A. Luminoso, *Patto commissorio, patto marciano e nuovi strumenti di autotutela esecutiva*, in *Rivista di Diritto Civile*, 2017.

²⁵⁶ Cass. 20.02.2013, n. 4262 e Cass 6.11.2007, n. 13621.

4.15. I rapporti fra il pegno non possessorio e le procedure concorsuali.

I rapporti fra il pegno non possessorio e le procedure concorsuali sono disciplinati dal comma 4 e dal comma 8 e seguenti del D.lgs 59/2016. Il comma quarto rende il pegno non possessorio opponibile nelle procedure concorsuali dal momento in cui si procede all'iscrizione nel registro telematico dei pegni non possessori.

La data dell'iscrizione sarà anche quella da cui si inizierà a calcolare il periodo per la revocatoria liquidatoria (*ex revocatoria fallimentare*). L'escussione in autotutela ai sensi del comma 7 del D.lgs. 59/2016 si può procedere anche in pendenza di una procedura concorsuale, ma l'ottavo comma richiede che per procedere è necessario che il “*credito sia stato ammesso al passivo con prelazione*”.

Il creditore in sostanza potrà procedere alla vendita del bene in autonomia, non essendo necessaria nemmeno la valutazione del bene da parte degli organi delle procedure come sarebbe previsto per il pegno ordinario o per il privilegio sui beni mobili *ex art. 152 del Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza*.

4.16. La *refloatation* del pegno mobiliare non possessorio.

Fra la *floating charge* e il pegno mobiliare non possessorio c'è anche un ulteriore elemento in comune di cui si intende fornire una riflessione. All'interno del primo capitolo si è infatti parlato della *refloatation*, ossia la possibilità per le parti che sottoscrivono l'accordo di costituzione della *floating charge*, di introdurre una clausola che permetta di ripristinare il processo di trasformazione della *floating charge* in *fixed charge* in seguito ad un evento di cristallizzazione.

Questa prerogativa permette di chiudere la fase di escussione della garanzia ed attendere un momento più propizio per il creditore²⁵⁷ per procedere alla vendita dei beni oggetto della garanzia, oppure conferire a quest'ultimo la possibilità, riavvolgendo il processo, di includere all'interno del *collateral* un bene entrato a far parte all'interno del patrimonio aziendale successivamente alla cristallizzazione²⁵⁸.

²⁵⁷ Ad esempio perché si vuole attendere un momento futuro in cui il prezzo di mercato dei beni che si intende liquidare attraverso il *receiver* sia più elevato.

²⁵⁸ Come si è notato nel capitolo primo, un bene potrebbe essere entrato all'interno del patrimonio della società poco dopo che il creditore abbia fatto scattare la cristallizzazione, la quale tuttavia, nel trasformare la *floating charge* in *fixed charge* non permette di includere il nuovo bene all'interno dei beni inclusi nella cerchia della *fixed charge*.

Nella disciplina italiana, non è prevista esplicitamente una forma di *refloatation* del pegno mobiliare non possessorio anche se parte della dottrina²⁵⁹ sostiene l'esistenza di una prerogativa simile per il creditore anche ai sensi del D.lgs. 59/2016.

Ai sensi del Decreto Banche, la "cristallizzazione" del pegno mobiliare non possessorio avviene nel momento in cui il creditore invia l'intimazione al debitore di voler procedere all'escussione della garanzia con il conseguente obbligo in capo al debitore di consegnare i beni che ne sono oggetto. È esattamente in questo momento che il pegno mobiliare non possessorio si trasforma da garanzia "fluttuante" a una garanzia specifica (o *fixed*, se si vuole accentuare il paragone con la *floating charge*).

È infatti attraverso la consegna dei beni che il perimetro della garanzia viene precisamente definito, con la conseguenza che il debitore perde il possesso di questi ultimi. Allo stesso modo, con la cristallizzazione della *floating charge in fixed*, si circoscrive l'ambito della garanzia.

Tuttavia, il Decreto Banche, non vieta la possibilità che il pegno non possessorio ritorni ad uno stato *fluttuante* ossia ad uno stato precedente all'intimazione del debitore, in cui questo poteva ancora disporre e godere dei beni ad essa sottoposti.

Infatti, nel momento in cui il creditore titolare di un pegno mobiliare non possessorio proceda ad escussione e questa non vada a buon fine il creditore può scegliere fra due possibilità: la prima è tenere presso di sé il bene oggetto della garanzia, per goderne dei frutti qualora sia un bene produttivo, la seconda è quella di restituire il bene al debitore e permettere a quest'ultimo di continuare a disporre ripristinando la continuità aziendale.

Alternativamente a quest'ultima ipotesi il creditore potrebbe procedere all'escussione *ex. art. 1 comma 7, lett. c*, che prevede la possibilità del creditore di concedere in locazione il bene oggetto del pegno mobiliare non possessorio al debitore, in modo tale da ottenere un flusso di cassa costante che possa nel tempo estinguere il debito, e contestualmente permettere al debitore di continuare la sua attività di impresa.

Quest'ultima ipotesi rappresenta, almeno al livello teorico, l'alternativa migliore per entrambe le parti, soprattutto in una situazione in cui, data l'assenza di giurisprudenza, la *refloatation* del pegno mobiliare non possessorio potrebbe essere messa in discussione.

²⁵⁹ V. Occorsio, *Op, Ult. Cit.*

Conclusioni

L'elaborato ha preso in esame il pegno mobiliare non possessorio introdotto in Italia con il D.lgs. 59/2016 e la *charge* di diritto inglese che si declina in due varianti: *floating charge* e *fixed charge*. All'interno del primo capitolo si è illustrata la disciplina inerente alle garanzie non possessorie inglesi, attraverso un esame dei principali casi giurisprudenziali esaminati dalle corti di *equity*, come il caso *Holroyd V. Marshall*, il quale ha mostrato non solo il contesto giuridico in cui è nata la garanzia, ma è servito anche ad illustrare le ragioni economiche alla base della sua nascita.

La continuità aziendale si è rivelata, fin dalle origini delle prime sentenze emanate dalle corti di *equity*, uno dei principi fondanti la creazione e la diffusione della garanzia non possessoria che ha permesso inizialmente alle aziende operanti nei settori del commercio navale di ottenere dei finanziamenti per proseguire la loro attività di impresa concedendo in garanzia le proprie merci, senza privarsi del possesso e della disponibilità. La garanzia non possessoria serviva, e serve tutt'ora, non solo quale strumento a tutela del finanziamento concesso ad una impresa ma anche quale strumento per ripagare il debito.

Una volta investigata la *ratio* alla base della nascita e della funzione principale della *charge* inglese, è stata esaminata, alla luce delle considerazioni effettuate, la normativa italiana sul pegno mobiliare non possessorio, la quale ha rappresentato una rivoluzione all'interno del nostro ordinamento poiché il D.lgs. 59/2016 ha introdotto per la prima volta una disciplina generale delle garanzie non possessorie. In passato, infatti, erano stati approvati alcuni interventi di settore, come il privilegio *ex. art. 46 TUB* e la legge 122/2001, che ha introdotto la legittimità del pegno senza spossessamento in riferimento ai prodotti lattiero-caseari.

Il legislatore italiano ha inserito nel nostro ordinamento una forma di garanzia non possessoria fondata proprio sugli stessi principi che hanno portato le corti di *equity* di metà ottocento ad ammettere la legittimità della creazione della *charge*, e in particolare della *floating charge*, ossia la valorizzazione della continuità aziendale data dalla consapevolezza che il valore di un'impresa in continuità è di gran lunga maggiore del valore della stessa nel caso in cui la si consideri esclusivamente in una prospettiva di carattere patrimoniale. Nell'esaminare la normativa italiana si è fatto riferimento alle differenze e alle analogie rispetto alla *floating*

charge di diritto inglese. Infatti, anche se le due garanzie condividono la stessa funzione, grazie all'attività di comparazione, sono emerse delle differenze, in particolar modo relative all'aspetto della c.d. *crystallizzazione*, caratteristica fondamentale della *charge* inglese.

La *crystallizzazione* è un fenomeno assente nella disciplina del pegno mobiliare non possessorio ex. art. 1 D.lgs. 59/2016, ed è dovuto all'esistenza delle due tipologie di *charge*, la *floating charge* e la *fixed charge*. Infatti, nel Regno Unito, nel momento in cui si costituisce una *floating charge*, all'interno del contratto costitutivo si prevede anche che al verificarsi di un *default event* la *floating charge* si "cristallizzi" sui beni facenti parte del patrimonio della società al momento in cui l'evento si verifica. La *floating charge*, come il pegno non possessorio, ha natura rotativa e per determinare quali beni possono essere sottoposti ad escussione in seguito ad inadempimento del debitore (tipico *default event*) si utilizza la *crystallizzazione* che ha la funzione di segnare il momento a partire dal quale la garanzia potrà essere escussa e il momento a partire dal quale il debitore perde la facoltà di disporre dei beni che ne sono oggetto. Con la *crystallizzazione* si manifesta il dualismo della *charge*, che in seguito al suo verificarsi si trasforma da *floating* a *fixed*. Un dualismo di tale tipologia è invece assente nella disciplina italiana, per cui il debitore perde la disponibilità dei beni che devono essere consegnati al creditore nel momento in cui si verifica un evento di escussione.

Tale differenza si ripercuote anche in riferimento alle modalità di escussione delle due garanzie. La *charge* in seguito all'evento di *crystallizzazione* attribuisce la possibilità al creditore che è da essa garantito di nominare un *administrative receiver*, ossia un soggetto che amministri la società nell'interesse esclusivo del creditore garantito. Il *receiver* è un soggetto che deve essere scelto all'interno di una ristretta categoria di soggetti abilitati allo svolgimento di tale funzione e ha il compito di agire per il soddisfacimento del credito del *floating charge holder*, ossia il creditore titolare della *floating charge*, su parte o su tutto il complesso del patrimonio aziendale. Di conseguenza il *receiver* può scegliere se continuare a gestire la società per risanarla, e con i flussi di cassa ripagare il creditore garantito, oppure optare per una liquidazione di parte dei beni della società e con il ricavato estinguere il debito.

All'interno dell'ordinamento italiano il creditore non può nominare un soggetto che amministri l'azienda in crisi negli interessi del creditore garantito poiché si violerebbero i principi della *par condicio creditorum* e di classamento dei creditori secondo le rispettive cause legittime di prelazione. Tuttavia, anche se la prerogativa di nomina di un *receiver* non è ammessa dalla disciplina italiana, il legislatore ha ritenuto di fornire un vantaggio nella fase di escussione, in bilanciamento a quello ottenuto dal debitore nel momento in cui ha potuto concedere in garanzia dei beni aziendali senza privarsi del possesso. La disciplina

dell'escussione italiana, in sostanza, per questo motivo si pone a favore del creditore il quale, pur non potendo nominare un amministratore come un soggetto titolare di *floating charge*, può beneficiare delle facoltà previste dall'art. 1 comma 7, lett. a), b), c), e d), del D.lgs. 59/2016. Tali prerogative permettono al creditore garantito dal pegno mobiliare non possessorio quattro modalità di escussione in autotutela: la vendita dei beni, la locazione, l'appropriazione e l'escussione dei crediti.

In relazione alla fase di escussione si è esaminato in primo luogo il c.d. *London Approach*, ossia una prassi impiegata dalle banche inglesi su iniziativa della banca di Inghilterra, con funzione di risanamento delle società in crisi. L'esame ha permesso di comprendere in che circostanze sia più o meno opportuno procedere all'escussione della *floating charge*.

Tale prassi è stata richiamata nell'ordinamento italiano e di conseguenza si è mostrato come molte delle considerazioni applicabili alla *floating charge* possono essere valide anche in relazione al pegno mobiliare non possessorio. Infatti, anche se le garanzie dal punto di vista formale appaiono completamente diverse, dal punto di vista sostanziale non sembrano esserlo. La facoltà del creditore di escutere la garanzia in autotutela, nelle quattro modalità previste dalla legge italiana, rispecchia di fatto le facoltà dell'*administrative receiver* nominato dal creditore garantito. Il creditore garantito da pegno *ex. art. 1 D.lgs. 59/2016* ha in sostanza delle prerogative che corrispondono all'attività a cui è preposto il *receiver* nominato dal *floating charge holder*. L'unica differenza è che il *receiver* ha una facoltà gestoria della società mentre il creditore garantito da pegno mobiliare non possessorio non ha tale facoltà. Questa differenza assume uno spessore minore se si considera che, in ogni caso, l'obiettivo del *receiver* è quello di ottenere del denaro a fini di soddisfacimento del credito, lo stesso del creditore garantito dal pegno non possessorio secondo la legge italiana.

L'esame delle relative garanzie ha permesso infine di approfondire i possibili impieghi del pegno mobiliare non possessorio in Italia. Per comprendere ciò si è fatto riferimento ai settori in cui viene utilizzata la *charge* di diritto inglese. Si è esaminato un possibile impiego del pegno non possessorio all'interno del settore del *project financing*, nel quale la *floating charge* viene frequentemente impiegata per la corretta costituzione del c.d. *security package* richiesto dai finanziatori per la concessione delle linee di finanziamento.

In seguito, si è approfondito anche un possibile utilizzo del pegno mobiliare non possessorio all'interno delle operazioni di *merger leverage buy-out*, le quali anch'esse costituiscono una parte rilevante nel settore della finanza di progetto. L'inserimento del pegno non possessorio all'interno delle operazioni di *merger leverage buy-out* permette agli istituti di

credito che finanziano una determinata operazione in modalità di *project financing* di avere a garanzia del proprio credito non solo i flussi di cassa futuri derivanti dalla società di progetto una volta in cui questa sia diventata operativa, ma anche i beni aziendali della società stessa, quali i *current assets*. Una possibilità del genere permetterebbe in sostanza di coprire il rischio di credito della banca nel momento in cui la società di progetto non sia ancora del tutto operativa, e quindi, non ancora in grado di produrre un *cash flow* di intensità sufficiente a coprire il costo dei finanziamenti.

Le ricerche condotte nel presente elaborato hanno quindi permesso di mostrare come fra la *charge* di diritto inglese e il pegno mobiliare non possessorio *ex. D.lgs. 59/2016* sia avvenuta una forma di circolazione di un modello giuridico mediante un'imitazione da parte del legislatore italiano nei confronti del corrispondente istituto di diritto inglese, il quale ha dato prova nel corso del tempo del suo prestigio, dato dalla maggiore efficienza economica che il suo impiego può attribuire nei rapporti di impresa e agevolazione del mercato del credito.

Bibliografia

Abignente A., *Il diritto come argomentazione*, Editoriale Scientifica, 2017.

Ambrosini S., *Il pegno non possessorio Ex. Lege n. 119/2016*, in *Crisi di Impresa e Fallimento*, 2016, p. 1-19.

Armour J., Deakin S., *Norms in Private insolvency: The “London Approach” to the Resolution of Financial Distress*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2001, p. 21-51.

Battelli E., *Il pegno di beni immateriali, contributo allo studio del pegno non possessorio sugli intangible assets*, Giuffrè, 2021.

Bertolotti S., Scaccaglia L., *Responsabilità da direzione e coordinamento: un itinerario di giurisprudenza*, in *Soc.*, 2022, p. 9-23.

Brogi R., *D.L. 59/2016: prime annotazioni sul pegno mobiliare non possessorio*, in *Quotidiano Giuridico*, 2016, in www.pluris cedam.utetgiuridica.it.

Busani A., Urbani F., *Operazioni straordinarie, la fusione*, in *Riv. Soc.*, 2018, p. 354-372.

Cacchi Pessani S., *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, Giuffrè, 2013.

Campobasso M., *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, UTET, 2022.

Campobasso M., *Il pegno non possessorio. Pegno, ma non troppo*, in *Le Nuove Leggi Civili commentate*, 2018, p. 703-731.

Catalano R., *Il pegno mobiliare non possessorio ex. lege n. 119/2016*, Jovene, 2018.

Cera M., *Le società con azioni quotate nei mercati*, Zanichelli, 2022.

Cherubini D., *Il dimensionamento della struttura finanziaria ottimale di un'impresa industriale*, in *ODEC Perugia*, 2013.

Chianale A., *Pegno non possessorio vs. privilegio ex. Art. 46 TUB: quale conviene?*, in *Diritto Bancario*, 2023, p. 1-5.

Conac P.H., *Director's duties in group of companies: legalizing the interest of the group at European level*, in *ECFR*, 2013, p. 194-226.

Conforti S., *Il registro dei pegni mobiliari non possessori*, in *Esecuzione Forzata*, 2022, p. 209-216.

Arlotta C., Carbone S., De Luca F.A., Tami A., *Il controllo della liquidità nelle strategie aziendali e nelle situazioni di crisi*, in *ODEC Milano*, 2016.

D'Attorre G., *Le nuove garanzie reali, la fuga dal concorso e il diritto diseguale*, in *Fallimento*, 2021, p. 1242-1251 .

D'Orazio L., *Le garanzie: pegno non possessorio e patto marciano*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2017, p. 1-5.

Davies P., Gower L., *Principles of Modern company Law*, Sweet and Maxwell, 2008.

Davis C.J., *Floating rights*, in *Cambridge Law Journal*, 2002, p. 423-462.

De Matteis L., *I contratti tipici nel settore delle energie rinnovabili*, Cedam, 2022.

Faccicani L., *Banche, imprese in crisi e accordi stragiudiziali di risanamento: le novità introdotte dalla riforma del diritto fallimentare*, Giuffrè, 2007.

Ferran E., *Floating Charges, The nature of the security*, in *The Cambridge Law Journal*, 1988, p. 213-237.

Ferran E., Ho L.C., *Secured Debt, Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2014.

Finnerty J.D., *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering*, Wiley, 3rd Edition, 2016.

Gabrielli E., *Una garanzia reale senza possesso*, in *Giurisprudenza Italiana*, Roma, 2017, p. 1715-1754.

Galanti E., *Garanzia non possessoria e controllo della crisi di impresa, la floating charge e l'administrative receivership*, in *Quaderni della ricerca giuridica*, Roma, 2000.

Galletti D., *La ripartizione del rischio di insolvenza*, il Mulino, 2006.

Gambaro A., Sacco R., *Sistemi giuridici comparati. Trattato di diritto comparato*, UTET, 2008.

Gazzoni F., *Manuale di Diritto Privato*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2015.

Giorgiantonio C., Giovanniello V., *Infrastrutture e project financing in Italia: il ruolo (possibile) della regolamentazione*, in *Questioni di Economia e Finanza*, novembre 2009.

Goldsberry J.L., *Perfection of Nonpossessory Security Interests Under Revised Article 9: Consequences of the Practical and Conceptual Incompatibility of US and English Secured Transactions Law*, in *Chicago Journal of International Law*, 2002, p. 240-246.

Goode R., *On commercial law*, Butterworths, 2020.

Gorla G., Zanelli P., *Del pegno, Delle ipoteche*, in *Commentario al Codice Civile*, Zanichelli, Bologna, 1954.

Gough W.J., *Company charges*, Butterworths, 1996.

Hannigan B., *Company Law*, Oxford University Press, 2021.

Imperatori G., *La Finanza di Progetto. Una tecnica, una cultura, una politica*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2003.

Keay A., Iqbal T., *The Impact of Enlightened Shareholder Value*, in *Journal of Business Law*, 2019, p. 304-327.

Keeler J.F., *Some reflections on Holroyd Vs Marshall*, in *Adelaide Law Review*, 1969, p. 360-379.

Kent P., *The London Approach*, in *Journal of International Banking Law*, 1993, p. 110-115.

Kieninger E.M., *Security rights in moveable property*, Cambridge University Press, 2004.

Kumar B.R., *Project finance: structuring, valuation and risk management for major projects*, Springer, 2022.

Llewellyn K.N., *Problems of Codifying Security Law*, in *Law and Contemporary Problems*, 1948, p. 687-702.

Lowry J., *The prohibition against financial assistance: constructing a rational response*, in *Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2011, p. 3-27.

Luminoso A., *Patto commissorio, patto marciano e nuovi strumenti di autotutela esecutiva*, in *Rivista di Diritto Civile*, 2017.

Marino R., *Il pegno non possessorio quale strumento funzionale all'autotutela satisfattiva del creditore: profili evolutivi*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2018, p. 762-804.

Meo G., *Le limitazioni della responsabilità patrimoniale con efficacia inter partes e i non-recourse e limited loans*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022, p. 369-383.

Milman D., *Receivers as Agents*, in *The Modern Law Review*, 1981, p. 661- 662.

Mokal R.J., *Corporate Insolvency Law: Theory and Application*, Oxford University Press, 2005.

Montalenti P., *Il Leveraged buy-out*, Giuffrè, 1991.

Murino F., *Prime considerazioni sul c.d. pegno non possessorio*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2017, p. 231-288.

Natoli U., *I contratti reali*, Giuffrè, 1975.

Nuzzi G.B., *Il project financing in Italia: esperienze e prospettive*, in *Diritto del commercio internazionale*, 1998, p. 681-726.

Oditah F., *Lightweight Floating Charges*, in *Journal of Business Law*, 1991, p. 49-56.

Orlando M., *Prime riflessioni sul c.d. decreto banche, soluzioni negoziate della crisi e della disciplina bancaria dopo le riforme del 2015 e del 2016*, in *Fallimento*, 2016, p. 1082-1091.

Pennigton R.R., *The Genesis of the Floating Charge*, in *The Modern Law Review*, 1960, p. 630-646.

Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, Bruxelles, 5 aprile, 2011.

Ricchi M., *Finanza di Progetto, Contributo pubblico, Controllo ed Equità: le concessioni sono patrimonio pubblico*, in *Unità Tecnica e Finanza di Progetto*, 2006.

Ricketts J., *Automatic Refloatation of a Crystallised Floating Charge*”, in *UWA Law Review*, 1992, 430-437.

Rix M.S., *1844 and To-Day*, in *The Economic Journal*, 1955, p. 242-260.

Rover J.H., *Security in Project Finance, Secured Lending in Commercial Transactions – trends and perspectives*, link www.ebrd.com/downloads/legal/secured/roever7m.pdf.

Sepinuck S.L., *Personal Property Secured Transactions*, in *The Business Lawyer*, 2019, p.1255-1282.

Sugden R., *Spontaneous Order*, *Journal of Economic Perspectives*, 1989, p. 85-97.

Tan Cheng H., *The negative pledge as a security device*, *Singapore Journal of Legal Studies*, 1996, p. 415-441.

Torrente A., Schlesinger P., *Manuale di Diritto Privato*, Giuffrè, 2021.

Ubertazzi T.M., *Accordi di risanamento: i soggetti coinvolti, il ruolo delle banche e le responsabilità*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2013, p. 233-274.

Varano V., Barsotti V., *La tradizione giuridica occidentale*, Giappichelli, 2014.

Walton R., *The Encyclopaedia of Forms and Precedents*, Butterworths LexisNexis, 1986.

Williams R., *Enlightened Shareholder Value in UK Company Law*, in *UNSW Law Journal*, 2012, p. 360-377.

Wittgenstein L., *Ricerche Filosofiche*, Einaudi, 2009.

Zanotti G., *Le banche e le ristrutturazioni delle imprese in crisi*, in *Corporate Investment Banking* a cura di Forestieri, Egea, 2009.

